

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

## Разворот ДКП учтен в котировках

Рост индекса S&P 500 на 2,9% в первой половине июля обусловила статистика ИПЦ, судя по всему, оказавшаяся решающим фактором для смягчения риторики регулятора

**Казахстан**  
В восходящем потоке

**Германия**  
Всё к лучшему

**ОАЭ**  
Оптимисты в большинстве

**Узбекистан**  
На низком старте

**Армения**  
Фундамент остается  
стабильным

Мы выпускаем двухнедельные инвестиционные обзоры более десяти лет.

Наши аналитики внимательно отслеживают события на фондовых рынках мира, рассказывают, какие тренды на них сформировались, кто оказался в аутсайдерах, а кто, наоборот, стал фаворитом инвесторов. Мы делимся нашими ожиданиями и прогнозами на будущее, рассказываем про компании малой капитализации, а также предлагаем перспективные идеи на рынке.

Инвестиционные обзоры помогают сориентироваться в мире финансов и узнать ключевые новости и тренды за последние две недели, если вы их пропустили. Такая ретроспектива позволяет принимать взвешенные и осознанные инвестиционные решения на рынке.

По мере роста Freedom Holding Corp. расширяется и аналитическое покрытие стран. Мы осуществляем мониторинг не только фондовых площадок США, Казахстана, Германии и Узбекистана, но также Армении и ОАЭ. Это позволяет предоставлять клиентам всесторонний и максимально актуальный анализ текущей экономической ситуации и биржевой конъюнктуры в странах присутствия холдинга.

Наши обзоры стали неотъемлемой частью инвестиционной деятельности для многих. Мы надеемся и дальше оставаться надежным источником информации и аналитики для наших клиентов.

Приятного чтения!

# Содержание



Рынок США. Разворот ДКП учтен в котировках.....	4
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	5
Самое главное. S&P 500 обновляет топ лидеров.....	6
Актуальные тренды. Обзор на 15 июля.....	7
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков.....	9
Обзор компаний малой капитализации.....	11
Инвестиционная идея. Autodesk. Конструируя будущее.....	12
Текущие рекомендации по акциям.....	14
Оptionная идея. LONG CALL ON ERJ.....	15
IPO OneStream. Финансы: все в одном.....	16
Рынок Казахстана. В восходящем потоке.....	17
Рынок Узбекистана. На низком старте.....	19
Рынок Германии. Всё к лучшему.....	21
Инвестиционная идея. Continental AG. Идем на Восток.....	22
Рынок Армении. Фундамент остается стабильным.....	24
Рынок ОАЭ. Оптимисты в большинстве.....	26
Новости Freedom Holding Corp.....	28
Контакты.....	29

Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)

# Фондовый рынок США

## Разворот ДКП учтен в котировках

Рост индекса S&P 500 на 2,9% в первой половине июля обусловила статистика ИПЦ, судя по всему, оказавшаяся решающим фактором для смягчения риторики регулятора

По состоянию на 16.07.2024



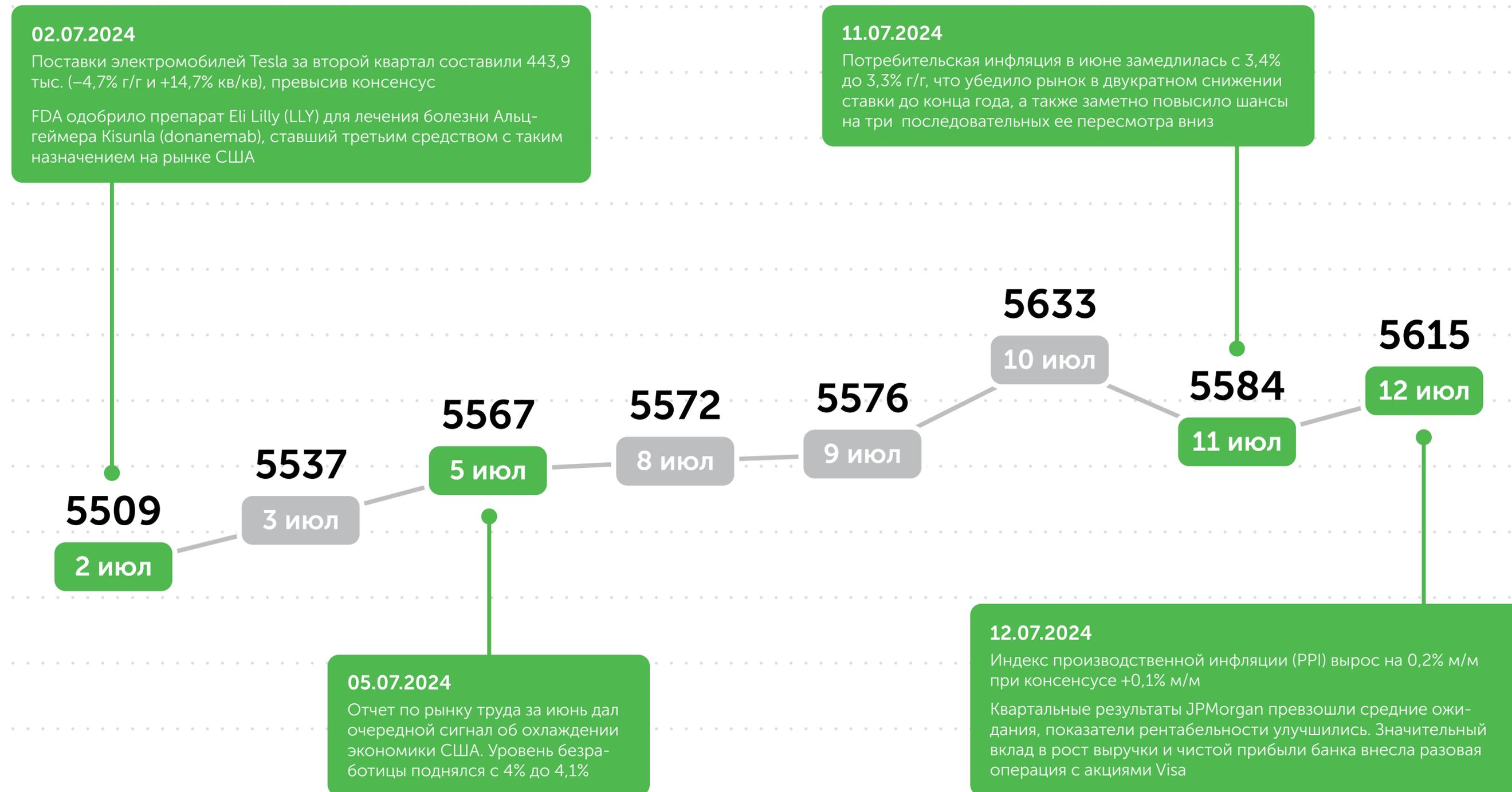
По состоянию на 16.07.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	0,96%	3,44%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-0,27%	4,36%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,68%	3,26%
UUP	Доллар	-0,66%	-0,21%
FXE	Евро	0,62%	0,91%
XLF	Финансовый сектор	2,02%	3,85%
XLE	Энергетический сектор	0,47%	1,12%
XLI	Промышленный сектор	2,44%	0,82%
XLK	Технологический сектор	0,40%	3,89%
XLU	Сектор коммунальных услуг	3,95%	1,87%
XLV	Сектор здравоохранения	2,67%	1,52%
SLV	Серебро	-1,26%	4,03%
GLD	Золото	0,99%	3,91%
UNG	Газ	-0,64%	-25,59%
USO	Нефть	-1,30%	5,62%
VXX	Индекс страха	-2,87%	-6,70%
EWJ	Япония	2,06%	4,40%
EWU	Великобритания	1,58%	1,84%
EWG	Германия	1,95%	1,82%
EWQ	Франция	0,89%	-0,85%
EWI	Италия	2,14%	1,48%
GREK	Греция	1,28%	1,20%
EEM	Страны БРИК	2,02%	5,27%
EWZ	Бразилия	2,68%	7,01%
RTSI	Россия	-5,13%	-4,58%
INDA	Индия	0,72%	4,39%
FXI	Китай	2,95%	3,07%



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (02.07.2024 – 12.07.2024)



# Самое главное

## S&P 500 обновляет топ лидеров

Сезон отчетности за второй квартал начался достаточно бодро. Финансовый сектор обгоняет S&P 500 по темпам роста, так как его результаты опережают прогнозы. Среди лидеров отрасли — Goldman Sachs (GS), JPMorgan (JPM) и Wells Fargo (WFC), на которые приходится более 15% в The Financial Select Sector (XLF). Еще больший потенциал я вижу у региональных банков (KRE): дисконт, сформировавшийся во время кризиса прошлого года, у них выше, чем у XLF. На фоне замедляющейся инфляции котировки региональных банков показали отскок, и этот позитивный моментум ускорит рост их акций в случае публикации сильных результатов и нивелирует негативную реакцию инвесторов, если отчет окажется слабым. Привлекательными для инвестиций выглядят как крупнейшие финансовые корпорации, так и региональные банки. ETF KRE способен полностью восстановиться после прошлогоднего обвала. Важную роль в стартовавшем сезоне отчетности должны сыграть компании мегакапитализации, выступающие ведущим драйвером для широкого рынка в последние несколько лет. Сектор коммуникационных услуг, включающий Alphabet (GOOG) и Meta Platforms (META), прогнозирует рост прибыли почти на 20%. Сопоставимое увеличение доходов можно ждать и от сегмента здравоохранения, в частности от Eli Lilly (LLY). Консенсус в отношении сектора информационных технологий, в который входят и Apple (AAPL), и Microsoft (MSFT), и NVIDIA (NVDA), предполагает рост прибыли свыше 15%. Размер имеет значение в индексе, взвешенном по рыночной капитализации. Указанные акции формируют

почти 30% рыночной стоимости S&P 500. Их результаты и прогнозы будут ключевыми для настроений инвесторов, и фондовые площадки подают множество сигналов к тому, что эти отчеты будут позитивными. По мультипликатору P/E (капитализация по отношению к прибыли) общий индекс S&P 500 оценен почти в 24x, то есть на уровне среднего пятилетнего значения, а равновзвешенный бенчмарк торгуется с этим же коэффициентом ниже 21x. Однако показатель Price to Earnings Growth (PEG), который позволяет учитывать быстрый рост прибыли при оценке того или иного рыночного инструмента, у общего индекса широкого рынка равен 1,28x, а у равновзвешенного на 10% больше. Таким образом, крупнейшие по капитализации компании, демонстрирующие высокий рост прибыли, уменьшают переоцененность бенчмарка, компенсируя результаты компаний, прибыли которых увеличиваются медленнее. Отметим, что PEG меньше 1 сигнализирует о высокой недооценке рыночного актива, оценка от 1 до 1,5 говорит о справедливом уровне, а коэффициент выше 1,5 означает значительную переоцененность. На данный момент ситуация на рынке указывает на то, что его активы продолжают торговаться с премией, если демонстрируют значительные темпы роста финансовых показателей и прогнозируют продолжение этого тренда. Это напоминает о важности упомянутых компаний в формировании влияющих на S&P 500 ожиданий в отношении прибыли. На текущий момент эти ожидания высоки и обоснованны.

Тимур Турлов,  
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)



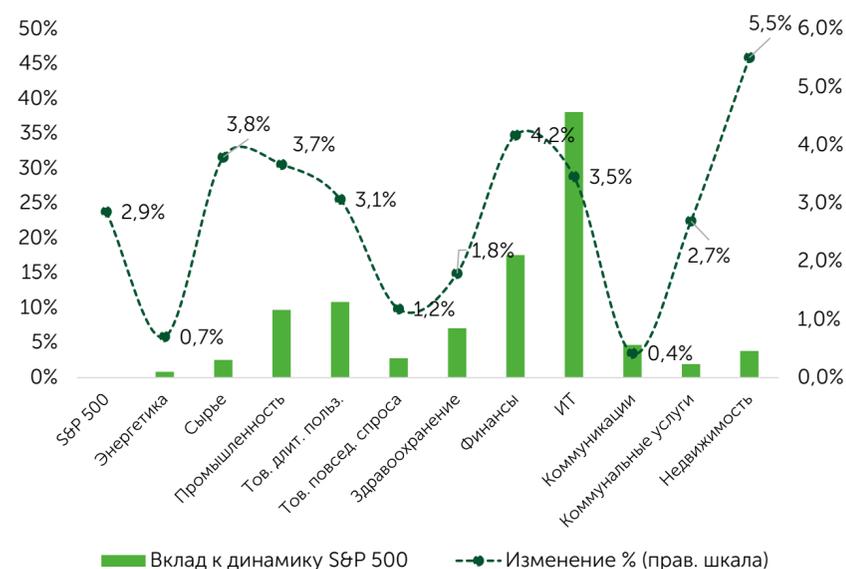
# Актуальные тренды

## Обзор на 15 июля

### Глобальная картина

С 1 по 15 июля индекс S&P 500 вырос на 2,9%. Торги с 1 по 5 июля характеризовались повышенным спросом покупателей на акции компаний крупной капитализации из секторов ИТ и коммуникаций, а также производителей товаров длительного пользования. В лидерах роста оказались Apple (AAPL: +7,46%), Meta Platforms (META: +7,08%) и Tesla (TSLA: +27,11%) и производители полупроводников. С 8 по 12 июля на рынке наблюдалось расширение ралли и проходила масштабная ребалансировка портфелей. S&P 500 вырос на скромные 0,9%, а его равновзвешенный аналог прибавил 3%. Индекс компаний малой капитализации поднялся на 6,1%. Значимым поводом для пересмотра состава инвестиционных портфелей стала публикация данных инфляции, усилившая уверенность участников торгов в том, что до конца года ФРС дважды снизит ставку.

### Итог двухнедельного периода



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

В центре внимания инвестсообщества в рассматриваемый период были данные рынка труда, которые стали дополнительным сигналом об охлаждении экономики США, а также статистика индекса потребительских цен, которая привела к смягчению риторики ФРС. Безработица за июнь поднялась с 4% до 4,1% — максимума с ноября 2021 года. Количество новых рабочих мест вне сельского хозяйства за май было пересмотрено с 272 тыс. до 218 тыс., что указало на более сильное охлаждение рынка труда, чем предполагалось ранее. Рост индекса потребительских цен замедлился с 3,4% до 3,3% г/г. Это увеличивает вероятность двух снижений ключевой ставки в США до конца года и даже шансы на три ее последовательных пересмотра вниз.



Отчетность за второй квартал представили крупнейшие финансовые корпорации: JPMorgan Chase & Co (JPM), Citi (C), Wells Fargo (WFC) и Goldman Sachs (GS). Инвестиционные подразделения этих банков продемонстрировали уверенный рост выручки, а в потребительских сегментах зафиксировано снижение чистой процентной маржи. Акции Wells Fargo отреагировали на публикацию отчета снижением на 6%, так как чистые процентные доходы банка сократились на фоне роста стоимости депозитов в условиях жесткой конкуренции за деньги клиентов и более слабого гайденса до конца 2024 года.

### Фокус рынка

До конца июля в фокусе внимания инвесторов будут предварительные данные о динамике ВВП за второй квартал (консенсус: +1,9% г/г и 0,48% кв/кв) и базовый ценовой индекс PCE. Эта статистика способна подать смешанный сигнал, указав на относительно устойчивый экономический рост с ослаблением ценового давления, что приведет к дальнейшему смягчению позиций ФРС и приблизит разворот монетарной политики.

Отметим, что модель ФРБ Атланты GDPNow предполагает повышение ВВП на 0,5% в поквартальном выражении. После статистики индекса потребительских цен, который за июнь продемонстрировал замедление роста выше ожиданий, и данных производственной инфляции (PPI), превзошедших прогноз, мы прогнозируем повышение базового ценового индекса личных расходов в приемлемом для ФРС диапазоне 0,1–0,2% м/м (май: +0,08% м/м) при замедлении его роста с 2,6% до 2,5% г/г. Компонент основных услуг без учета жилья в PCE может повыситься на 0,1% м/м.

С 19 по 29 июля участникам рынка предстоит оценить квартальные отчеты General Motors (GM), The Coca-Cola (KO), Alphabet (GOOGL), Tesla (TSLA), McDonald's (MCD),

### Инвестиционный обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)

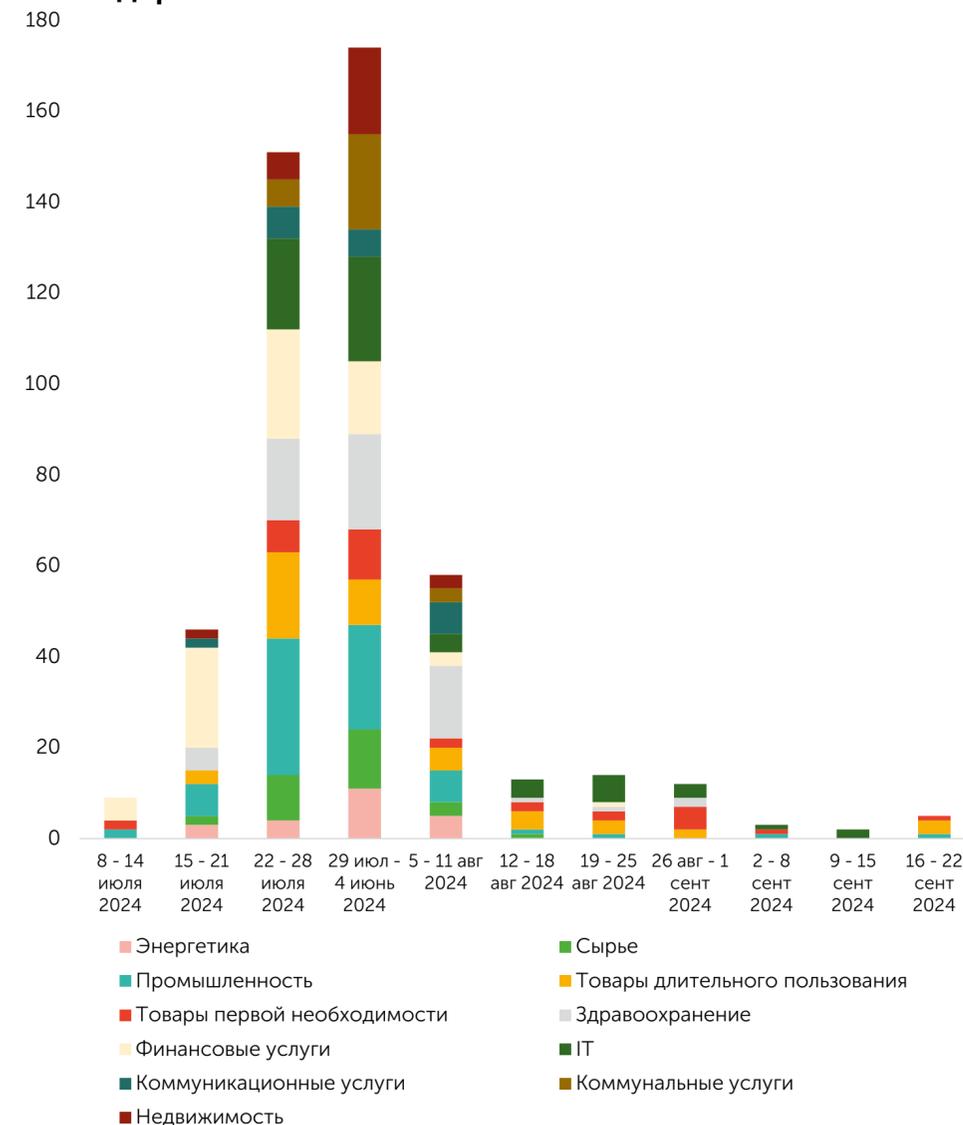


# Актуальные тренды

## Обзор на 15 июля

ON Semiconductor Corp. (ON). Данная выборка корпоративных отчетов прольет свет на различные уголки экономики, начиная от состояния потребителя и заканчивая автомобильной промышленностью и полупроводниковой нишей.

### Календарь сезона отчетности



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

### Акции малой капитализации

В первой половине июля индексы Russell 2000 (ETF: IWM) и Russell Microcap (ETF: IWC) поднялись на 7,95% и 10,26% соответственно на фоне масштабной ребалансировки инвестпортфелей и вытеснения трейдеров с короткими позициями (шорт-сквизом) после вышедших на минувшей неделе макроданных. Релиз CPI подтвердил сценарий двух снижений ставки. Приток капитала в Russell 2000 ETF с 8 по 12 июля стал вторым по объему за все время существования фонда (с 2000 года) и составил \$1,7 млрд. Ожидания смягчения монетарных условий поддержали чувствительные к процентной ставке направления, связанные с факторами стоимости и высоких дивидендов, где подразумеваются слаборастущие компании со стабильными денежными потоками и выплатами дивидендов. С 8 по 12 июля ETF, отслеживающие данные факторы, прибавили 6,6% и 6,26% соответственно. В предстоящие две недели ожидаем сохранения повышенной волатильности вследствие выхода важных макроданных и корпоративных отчетов.



### Ожидаем

Ориентируемся на движения индекса S&P 500 в диапазоне 5500–5750 пунктов.

### Техническая картина

S&P 500 остается вблизи исторических максимумов, заметные разворотные паттерны пока отсутствуют. Сопротивлением для индекса могут выступить психологически значимые уровни 5700 и 5750 пунктов. Потенциал роста считаем ограниченным: для снятия перекупленности по индикатору RSI необходима пауза. В среднесрочной перспективе у S&P 500 остаются возможности для продолжения восходящего тренда за счет присоединения к ралли все большего числа эмитентов. На данный момент только 73% акций, входящих в индекс широкого рынка, торгуются выше 200-дневной скользящей средней. Эта доля может легко превышать 85% во время развития сильных «бычьих» трендов.



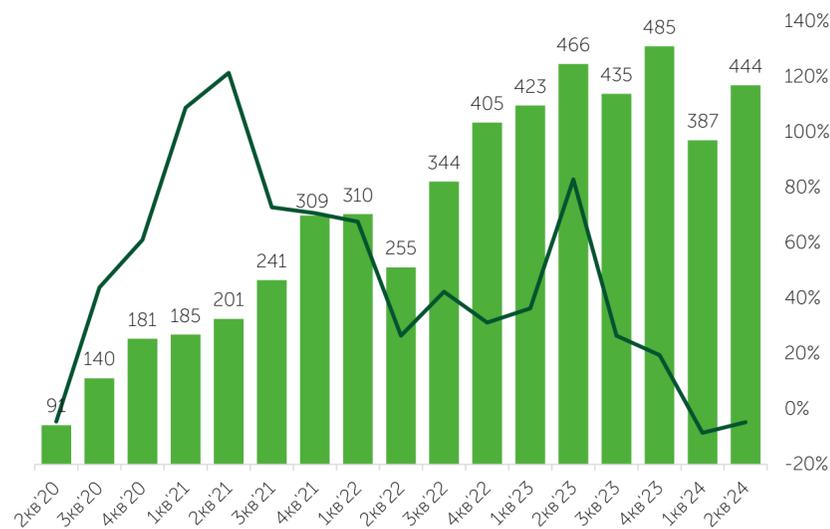
# Новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков

### TESLA

Крупнейший производитель электромобилей в США Tesla (TSLA) 2 июля отчитался о поставке во втором квартале 443,9 тыс. единиц своей продукции (-4,7% г/г и +14,7% кв/кв), тогда как консенсус FactSet предполагал продажу 439 тыс. машин. Доля поставленных автомобилей от произведенных оказалась равна 109%. Выпуск электромобилей в отчетном периоде сократился на 14,3% г/г, до 410,8 тыс. единиц. С апреля по июнь Tesla также установила рекордные 9,4 ГВт/ч мощностей для хранения энергии. Судя по операционной отчетности за второй квартал, общая тенденция к замедлению поставок электромобилей Tesla сохраняется. Компания не спешит наращивать объемы производства, а основным способом ее давления на конкурентов остается снижение цен.

#### Поставки электромобилей Tesla (тыс. ед.), динамика год к году



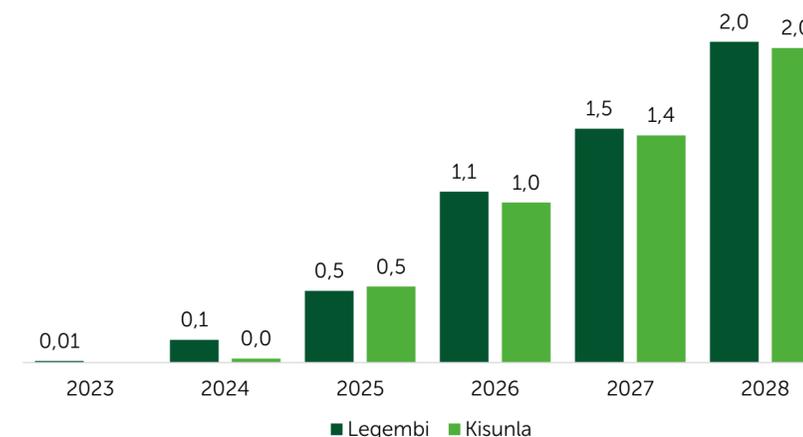
Источник: данные Tesla

### Lilly Biogen

FDA 2 июля одобрило препарат **Eli Lilly (LLY) Kisunla** (donanemab) для лечения болезни Альцгеймера, ставший третьим средством для данного назначения на рынке США после Aduhelm и Leqembi от **Biogen (BIIB)**. Первый из этих продуктов не имел коммерческого успеха, второй клинически более результативен, но с доступом пациентов к необходимой диагностике есть сложности. Особенностью терапии Kisunla является возможность прекращения его приема после достижения минимальных уровней ключевого биомаркера — концентрации бета-амилоида в головном мозге. Это позволит снизить не покрываемые страховкой расходы пациентов. Обсуждается возможность последовательного использования Kisunla и Leqembi для достижения лучшего результата, что может поддержать увеличение продаж обоих препаратов (см. график). Акции LLY и BIIB не продемонстрировали выраженной реакции на решение FDA, поскольку оно было ожидаемым. Для Eli Lilly Kisunla является дополнительной возможностью диверсификации выручки, а для Biogen продажи Leqembi выступают одним из основных драйверов для долгосрочного роста совокупных доходов.



#### Консенсус по выручке от препаратов против болезни Альцгеймера



Источник: FactSet

### Alphabet

По данным The Wall Street Journal, **Alphabet (GOOGL)** ведет переговоры о покупке израильского стартапа Wiz, специализирующегося на облачной кибербезопасности. Цена приобретения может составить \$23 млрд, что делает его крупнейшей M&A-сделкой в истории Alphabet. В мае Wiz в рамках очередного раунда финансирования была оценена в \$12 млрд. К концу 2023 года ее рекуррентная выручка в годовом выражении (ARR) достигла \$350 млн, а услугами компании пользуется около 40% представителей списка Fortune 100. В ближайшие годы Wiz планирует довести ARR до \$1 млрд, для достижения этой цели в конце весны текущего года она наняла дополнительно 400 сотрудников. С точки зрения развития бизнеса и синергии сделка выглядит интересной,

#### Инвестиционный обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)

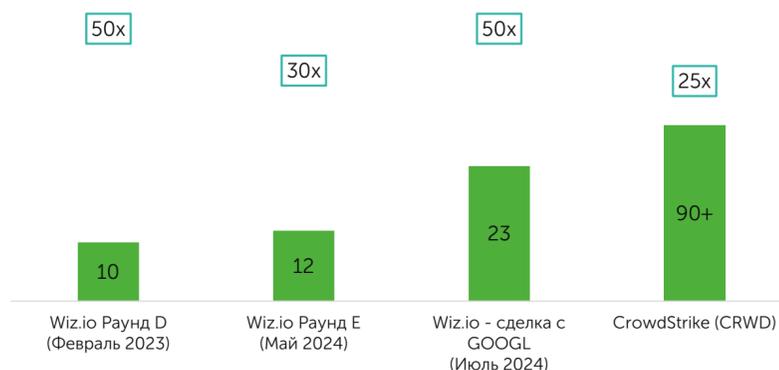


# Новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков

но крайне высокая цена покупки Wiz вызывает сомнения относительно ценности этого приобретения для акционеров Alphabet. Даже такой быстрорастущий лидер в сегменте облачной кибербезопасности, как CrowdStrike (CRWD), торгуется на уровне 26x ARR, притом что Wiz оценена в 50x ARR в рамках потенциальной сделки.

### Сравнительная оценка Wiz.io



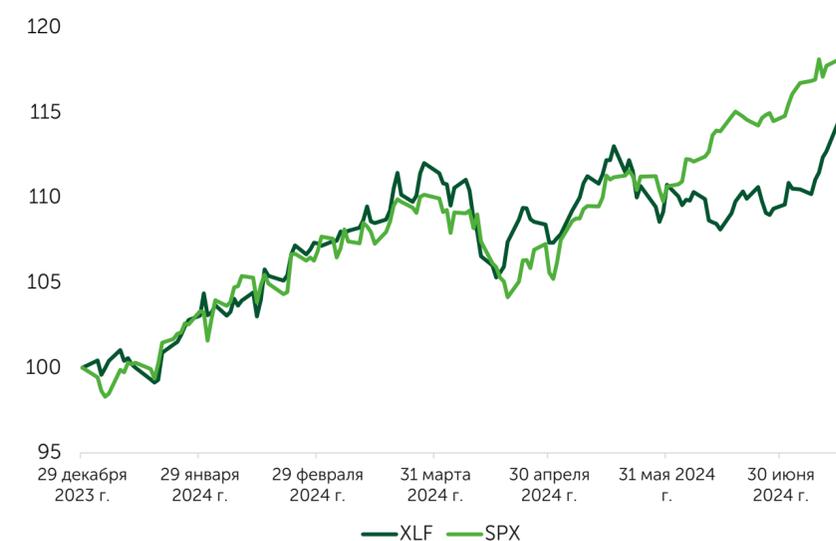
Источники: FactSet, WSJ, Wiz.io, Freedom Broker

### J.P.Morgan Citi Goldman Sachs WELLS FARGO

Ключевым драйвером роста квартальных показателей выступили инвестиционные подразделения финансовых корпораций. Выручка **JPMorgan**, **Citi** и **Goldman Sachs** увеличивалась двузначными темпами, а у корпоративно-инвестиционного блока **Wells Fargo** показатель прибавил лишь скромные 4%. Активность на рынке сделок M&A остается невысокой. Goldman Sachs оценивает ее на 20% ниже среднеисторических показателей и ожидает оживления этого рынка в 2025 году. Кредитование предсказуемо замедляется на фоне ожидаемого снижения ставок. Одновременно с этим давление чистые процентные доходы банков оказывает удорожание пассивов.

Позитивную динамику демонстрирует лишь более рискованный сегмент кредитных карт, из-за чего финансовые корпорации вынуждены увеличивать резервы на покрытие потенциальных убытков. JPMorgan формально повысил эффективность и рентабельность капитала, но без учета разовых факторов эти показатели снизились. Соответствующие метрики Goldman Sachs улучшились по сравнению с предыдущим годом, но сократились по сравнению с сильными результатами первого квартала. В дальнейшем ожидается их стабилизация и постепенная позитивная динамика после провала в прошлом году. Показатели Citi стабилизировались. Wells Fargo отчитался о повышении эффективности. CET1 находится на комфортном уровне. В конце июня банки успешно прошли стресс-тесты ФРС и объявили об увеличении дивидендных выплат. В течение второго квартала лидеры финансового сектора активно проводили обратный выкуп акций. В ближайшем будущем ожидается уменьшение объема buy back.

### Динамика отраслевого индекса против S&P 500



Источники: данные компаний, Freedom Broker

### AngloAmerican

1 июля на угольной шахте Grosvenor, принадлежащей **Anglo American (ALL)**, произошел подземный взрыв метана. Оценка ущерба и ремонтные работы могут занять несколько месяцев. План на 2024 год предполагал добычу на этом месторождении 3,5 млн тонн коксующегося угля (1% мирового объема) из общего количества 15–17 млн тонн. В первом полугодии на руднике Grosvenor уже было добыто 2,3 млн тонн этой продукции. О пересмотре плановых производственных показателей компания объявит, как только появится дополнительная информация о ходе и сроках восстановительных работ. Форс-мажор на Grosvenor может затормозить продажу остальных непрофильных активов Anglo American. Генеральный директор корпорации в мае заявил, что вскоре начнется процесс передачи ее пяти действующих угольных шахт в Австралии новым собственникам в рамках более широкого плана по продаже низкоприбыльных активов. Приостановка работы шахты может задержать продажу активов и негативно повлиять на оценки их стоимости.

### Динамика акций Anglo American



Источник: FactSet



# Обзор компаний малой капитализации



**Heron Therapeutics (HRTX)** — биотехнологическая компания, разрабатывающая средства для постпроцедурной реабилитации пациентов. На текущий момент эмитент ожидает финального одобрения использования продукта ZYNRELEF, которое должно обеспечить дополнительный рост выручки. Последние финансовые результаты и прогнозы предполагают повышение эффективности бизнеса Heron с выходом на положительную рентабельность. Собственный гайденс на текущий год закладывает рост выручки в диапазоне 8,7–24% с сокращением убытка с \$182 млн в 2022-м до \$17,7 млн. Техническая картина и оценка по форвардному мультипликатору EV/Sales на уровне 3,6x против среднего по индустрии 7,3x сигнализирует о недооцененности компании и наличии потенциала роста у ее капитализации.

Консенсус FactSet по акции HRTX: \$6,8.



**Inari Medical (NARI)** специализируется на разработке и производстве минимально инвазивных инструментов для лечения заболеваний вен, в частности тромбозов. Основные продукты компании (ClotTrieve и FlowTrieve) уже получили одобрение FDA, показав высокую эффективность в клинических испытаниях. Inari Medical активно расширяет линейку, внедряя новые технологии. В планах менеджмента удвоить производственные мощности в ближайшие два года, чтобы удовлетворить сильный спрос на ее инновационные решения. Собственный гайденс в отношении выручки за текущий год недавно был пересмотрен с \$580–\$595 млн до \$592,5–602,5 млн, что предполагает ее рост примерно на 21%. С учетом улучшения эффективности бизнеса прогнозируется также резкое снижение убытков.

Консенсус FactSet по акции NARI: \$67.



**QuickLogic (QUIK)** разрабатывает инновационные встраиваемые полупроводники FPGA (eFPGA) IP, дискретные FPGA и FPGA SoC для различных отраслей промышленности, а также предлагает ИИ-решения для потребительских и вычислительных приложений. QuickLogic расширяет присутствие на рынке за счет развития инновационных технологий и новых стратегических партнерств. Партнерство со Spur Microwave (Spur) будет способствовать экспансии на растущий рынок Индии и увеличению поддержки клиентов. Ожидается, что выручка компании от реализации новых продуктов во втором квартале поднимется на 64% г/г, а совокупный рост показателя за текущий год превысит 30% г/г. Также менеджмент рассчитывает на получение в 2024-м положительного денежного потока с повышением EPS в 2,8 раза.

Консенсус FactSet по акции QUIK: \$16.



**Tidewater (TDW)** — международная нефтесервисная компания, оператор морских вспомогательных судов (OSV) с большим опытом сопровождения морской разведки и добычи. Tidewater обслуживает все этапы разработки таких месторождений и предлагает специализированные услуги. Наличие представительств на шести континентах позволяет Tidewater обеспечивать высокий уровень технической поддержки и учитывать логистические и социально-политические особенности региона. Результаты компании за первый квартал превысили общерыночные ожидания. Руководство отметило значительную активизацию деятельности при ограниченном предложении судов. В прошлом году выручка Tidewater достигла \$1 млрд, обеспечив ее акции дополнительным драйвером роста. Гайденс на 2024 год предполагает повышение выручки в среднем на 41% г/г при увеличении EPS в 2,8 раза.

Консенсус FactSet по акции TWD: чуть выше \$119.

Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)



# Инвестиционная идея

## Autodesk. Конструируя будущее

Акции ADSK интересны для покупки с целевой ценой \$300

**Autodesk (ADSK)** занимает лидирующие позиции на мировом рынке программного обеспечения для автоматизированного проектирования (САПР) в строительстве, машиностроении, ИТ-секторе, а также в индустрии развлечений. Продукты компании отличаются доступной ценой, простотой установки и высокой производительностью. Более 9 млн пользователей по всему миру используют инновационные обеспечивающие точность и надежность разработок 2D- и 3D-решения Autodesk для визуализации, моделирования и анализа проектируемых объектов.

### Ключевые инвестиционные тезисы

**Новая модель оплаты.** Внедряемый способ расчетов предполагает, что транзакции происходят напрямую между Autodesk и клиентом, а поставщики решений предоставляют пользователю только коммерческие предложения. Компания рассчитывает, что внедрение новой модели увеличит ее выручку на 1% и объем счетов к оплате (Billings) на 3–4%. Эта схема расчетов уже действует в Австралии и Новой Зеландии, демонстрируя результаты в соответствии с ожиданиями. В Северной Америке новая модель начала работать с 10 июня. В дальнейшем компания собирается представить планы партнерам и клиентам в EMEA и Японии. В 2025–2026 финансовых годах Autodesk осуществит глобальный переход на новую модель.

**Внедрение продуктов на базе генеративного ИИ.** В мае Autodesk представила Project Bernini — инструмент интерпретации форм, использующий генеративный ИИ для конструирования функциональных 3D-форм из различных источников, включая 2D-изображения, текст, воксели и облака точек. Autodesk AI позволит компании, ее клиентам и партнерам соз-

давать основанные на данных продукты и услуги, автоматизируя неосновные и повторяющиеся задачи, а также быстрее генерировать сложные дизайн-проекты. Со временем платформенные сервисы Autodesk будут способствовать увеличению скорости и эффективности разработки, поддерживая более широкую экосистему разработчиков и рынок. Autodesk опережает своих конкурентов в области 3D-проектирования, внедрения ИИ, развития облачных платформ и построения бизнес-моделей для масштабной поставки продуктов и услуг на основе новейших технологий.

**Оптимистичные прогнозы квартальных результатов.** Отчетность Autodesk за первый квартал 2025 финансового года и ее ориентиры на следующие три месяца оказались сильнее обще-рыночных ожиданий. Выручка и прибыль на акцию составили \$1,42 млрд и \$1,82 соответственно при консенсусе \$1,39 млрд и \$1,77. Billings за первые три месяца текущего финансового года выросли на 8% г/г, в том числе за счет раннего продления контрактов для клиентов. Продолжение этого тренда будет способствовать повышению billings и в следующем отчетном квартале. Гайденс в отношении выручки и EPS на этот период: \$1,48 млрд и \$2,01. Руководство Autodesk отметило положительные тенденции в сегменте АЕС (архитектура, инжиниринг и строительство). Первый квартал стал одним из самых успешных в плане расширения базы клиентов. Компания не раскрыла данные количества подписок на Fusion, но отметила их двузначный рост и высокие показатели присоединения модулей, что способствует дальнейшей позитивной динамике доходов. Это позволяет нам с оптимизмом ожидать публикацию отчета за второй квартал.

Вадим Меркулов,  
директор  
аналитического департамента  
Freedom Finance Global



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)

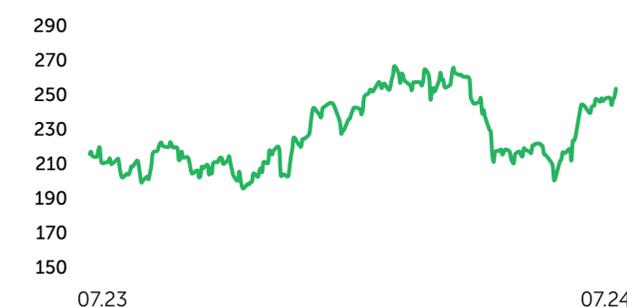


## AUTODESK

Тикер	ADSK
Цена акций на момент анализа	\$253,45
Целевая цена акций	\$300
Потенциал роста	18,37%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
ADSK	0,3%	2,3%	13,6%	6,9%	17,7%
S&P 500	(0,2%)	(0,8%)	(3,6%)	(16,7%)	(11,5%)
Russell 2000	0,0%	(2,4%)	(4,7%)	(19,1%)	(26,4%)
DJ Industrial Average	0,0%	(0,6%)	(2,5%)	(12,4%)	(10,2%)
NASDAQ Composite Index	(0,6%)	(0,4%)	(2,7%)	(21,7%)	(22,5%)

### Динамика котировок WPM, \$



# Инвестиционная идея

Привлекательные оценки по ключевым мультипликаторам. В настоящее время акции ADSK торгуются с дисконтом по ключевым мультипликаторам к средним по сектору и историческим уровням оценки. Например, показатель P/E на 2024ФГ у Autodesk составляет 29,7х при медиане по индустрии 32,9х и среднем многолетнем значе-

нии 45х. Это делает акции компании привлекательными для входа в длинные позиции и свидетельствует о потенциале их дальнейшего роста.

Целевая цена по ADSK: \$300, рекомендация: «покупать». Целесообразно установить stop-loss на отметке \$225.

**Инвестиционный  
обзор №299**

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



Финансовые показатели, \$ млн	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Выручка</b>	<b>4 398</b>	<b>4 945</b>	<b>5 440</b>	<b>6 053</b>	<b>6 742</b>	<b>7 508</b>	<b>16 721</b>	<b>17 283</b>	<b>17 629</b>
Основные расходы	458	517	553	615	685	763	1 700	1 757	1 792
<b>Валовая прибыль</b>	<b>3 940</b>	<b>4 428</b>	<b>4 887</b>	<b>5 438</b>	<b>6 056</b>	<b>6 745</b>	<b>15 021</b>	<b>15 526</b>	<b>15 837</b>
SG&A	3 280	3 436	3 774	4 199	4 677	5 209	11 600	11 990	12 230
<b>EBITDA</b>	<b>809</b>	<b>1 140</b>	<b>1 250</b>	<b>1 405</b>	<b>1 549</b>	<b>1 703</b>	<b>3 575</b>	<b>3 682</b>	<b>3 793</b>
Амортизация и проч.	148	148	137	166	170	167	154	162	165
<b>EBIT</b>	<b>661</b>	<b>992</b>	<b>1 113</b>	<b>1 238</b>	<b>1 379</b>	<b>1 536</b>	<b>3 421</b>	<b>3 536</b>	<b>3 607</b>
Процентные и прочие доходы	76	71	-26	-27	-50	-80	-140	-263	-3 465
<b>EBT</b>	<b>565</b>	<b>946</b>	<b>1 136</b>	<b>1 266</b>	<b>2 393</b>	<b>2 649</b>	<b>3 561</b>	<b>3 799</b>	<b>7 071</b>
Налоги	68	123	230	266	502	556	748	798	1 485
<b>Чистая прибыль</b>	<b>497</b>	<b>823</b>	<b>906</b>	<b>1 000</b>	<b>1 890</b>	<b>2 093</b>	<b>2 813</b>	<b>3 001</b>	<b>5 586</b>
Dilluted EPS	\$2,24	\$3,78	\$4,19	\$4,62	\$8,77	\$9,70	\$13,04	\$13,92	\$27,99
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-

Анализ коэффициентов	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
ROE	60%	42%	50%	36%	10%	11%	23%
ROA	9%	10%	17%	18%	5%	6%	19%
ROCE	20%	21%	20%	20%	43%	18%	25%
Выручка/Активы (x)	0,55x	0,57x	0,57x	0,63x	1,37x	1,39x	0,74x
Коэф. покрытия процентов (x)	0,00x						

Маржинальность, в %	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Валовая маржа	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Маржа по EBITDA	18%	23%	23%	23%	23%	23%	21%	21%	22%
Маржа по чистой прибыли	11%	17%	17%	17%	28%	28%	17%	17%	32%

## Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
ADSK	Autodesk, Inc.	Программное обеспечение	54 700	2024-07-16	253,8	300	2025-07-16	18%	225	Покупать
WPM	Wheaton Precious Metals Corp	Сырье	28 115	2024-07-02	62,2	58	2025-07-02	-	40	Фиксировать позицию
BKR	Baker Hughes	Нефтегаз	36 227	2024-06-18	36,3	35,5	2025-06-18	-	27,5	Фиксировать позицию
F	Ford Motor Company	Автомобилестроение	56 430	2024-06-04	14,4	14,4	2025-06-04	-	10,9	Фиксировать позицию
CTGO	Contango ORE, Inc.	Горная промышленность	273	2024-05-21	22,6	29	2025-05-21	28%	16,2	Покупать
ERJ	Embraer S.A. Sponsored ADR	Аэрокосмическая и оборонная промыш.	5 561	2024-05-07	30,0	31,7	2025-05-07	6%	22	Держать
STZ	Constellation Brands, Inc.	Напитки	45 200	2024-04-24	248,1	290	2025-04-24	17%	240	Покупать
LULU	Lululemon Athletica	Текстиль, одежда и предметы роскоши	34 978	2024-04-08	291,8	400	2025-04-08	-	322,5	Стоп-лосс
PDD	PDD Holdings	Интернет- и прямая розничная торговля	188 651	2024-03-26	135,8	170	2025-03-26	25%	85	Покупать
AVGO	Broadcom Inc.	Полупроводники и оборудование	788 421	2024-03-12	169,4	155	2025-03-12	-	110	Фиксировать позицию
BMRN	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Биотехнологии	16 309	2024-02-13	85,9	115,0	2025-02-12	-	79	Стоп-лосс
FI	Fiserv, Inc.	Финансовые услуги	91 943	2024-02-13	157,1	159	2025-02-12	-	139	Фиксировать позицию
SPG	Simon Property Group, Inc.	Инвестиционные трасты недвижимости	49 383	2024-01-26	151,5	160,0	2025-01-25	6%	135	Держать
HAL	Halliburton Company	Нефтегаз	31 835	2024-01-16	36,0	43,0	2025-01-15	20%	32,4	Покупать
GM	General Motors Company	Автомобилестроение	56 785	2024-01-30	49,8	45,0	2025-01-29	-	35,7	Фиксировать позицию
CROX	Crocs, Inc.	Одежда и предметы роскоши	8 262	2023-10-27	136,1	131,0	2024-10-26	-	100	Фиксировать позицию
SBUX	Starbucks Corporation	Гостиницы, рестораны и досуг	85 530	2024-02-06	75,5	114,0	2025-02-05	-	89	Стоп-лосс
KHC	Kraft Heinz Company	Продукты питания	39 878	2023-09-29	32,8	44,0	2024-09-28	-	34	Стоп-лосс

Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

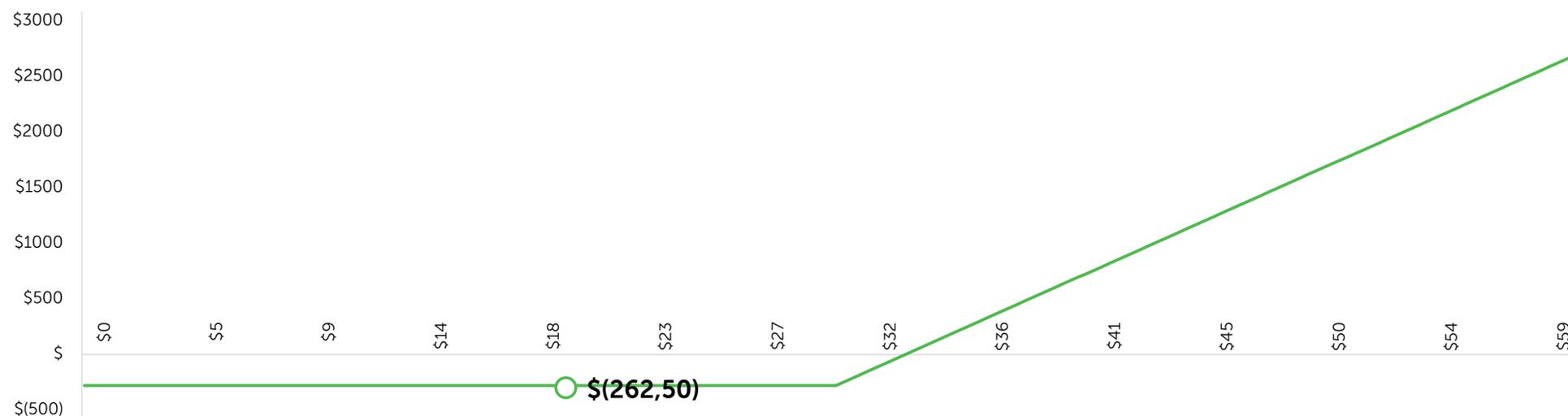
# Опционная идея

## LONG CALL ON ERJ

### Инвестиционный тезис

**Embraer S.A.** представила сильные производственные результаты и дала уверенный гайденс на 2024 год, предполагающий средний рост выручки в пределах 17,7% г/г, до \$6–6,4 млрд. В 2023-м авиаконцерн значительно увеличил объем поставок и заявок, хотя его производственные результаты немного недотянули до гайденса. Бэклог вырос на 7% г/г, в первую очередь за счет сервисного (+19%) и представительского (+10%) сегментов. Показатель Services & Support достиг исторического рекорда. Поставки бизнес-джетов увеличиваются, несмотря на некоторое охлаждение в сегменте частной авиации после пандемии. Embraer способна улучшить свои позиции в секторе среднемагистральных самолетов. В коммерческой авиации на первый план стали выходить обновленные модели линейки E-195, причем более половины поставок в сегменте составила версия E2. Это лайнер вместимостью 146 кресел в салоне single-class, он является прямым конкурентом Boeing 737 MAX 7, сертификация которого откладывается из-за технических проблем. Это дает Embraer возможность перехватить у американского авиагиганта ключевых клиентов. American Airlines недавно заказала 90 самолетов E175 с возможностью расширения заказа на 43, так как наращивает использование среднемагистральных самолетов.

### График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
ERJ	Покупать	PUT \$30	18.10.2024	2,625	\$262,50	0,567	0,065	0,060	-0,015	40,31%	49,89%	41,98%	41,43%	37,26%

### Параметры сделки

Продажа	Long Call on ERJ
Страйки	Long Call 30
Покупка	+ERJ^EAI30
Дата экспирации	18.10.2024
Маржинальное обеспечение	\$262,50
Цена выхода	\$400
Максимальная прибыль	Inf
Максимальный убыток	\$(262,5)
Ожидаемая прибыль	52%
Точка безубыточности	\$32,63

### Управление позицией

Если в день экспирации, 18 октября, цена базового актива превысит \$30, но будет ниже \$32,63, инвестор получит убыток, который будет варьироваться. При цене базового актива меньше \$30 убыток будет максимальным и составит \$263. Если цена базового актива поднимется выше точки безубыточности \$32,63, потенциальная прибыль будет неограниченной, однако мы рекомендуем закрыть позицию при достижении опционом call отметки \$400.

### Инвестиционный обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



# IPO OneStream

## Финансы: все в одном

23 июля на IPO выходит поставщик ПО для финансовой и операционной деятельности OneStream. Андеррайтеры размещения — Morgan Stanley, JPMorgan, KKR, BofA Securities

### Чем интересна компания?

- **О компании.** OneStream была основана в 2012 году и на сегодняшний день предлагает платформу, которая объединяет основные финансовые и операционные данные с процессами и решениями, которые поддерживают целостность корпоративных стандартов финансовой отчетности, позволяя обеспечивать пользователей важной информацией. OneStream помогает готовить и подавать финансовые отчеты регулирующим органам, обеспечивает клиентов инструментами для планирования бюджета и прогнозирования. Клиентская база компании включает крупные и средние предприятия, а также государственные учреждения. По состоянию на 31 марта 2024 года услугами OneStream пользовалось более 1400 клиентов из различных отраслей, включая промышленность, здравоохранение и потребительский сектор. В 2021 году компания была оценена в \$6 млрд, на IPO она идет с оценкой \$4,148 млрд.
- **Потенциальный рынок.** В 2023 году OneStream оценивала адресный рынок в \$50 млрд. По данным IDC, совокупный доход, полученный IBM, Infor, Oracle и SAP от финансовых приложений и инструментов для управления эффективностью предприятия, в 2022 году составил приблизительно \$9,8 млрд. Компания считает, что данные расходы на устаревшие приложения обеспечивают ее бизнес высоким потенциалом роста.
- **Финансовые показатели.** В 2023 году выручка OneStream выросла на 39%, в первом квартале 2024-го ускорившись до 44%. EBIT-маржа с -32% в 2022 году повысилась до -12%

в 2023-м и -7% в 2024-м. По состоянию на конец 31 марта долг на балансе компании отсутствовал.



Ерлан Абдикаримов,  
директор департамента  
финансового анализа  
Freedom Broker



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)

### Обзор перед IPO



Эмитент	OneStream
Тикер	OS
Биржа	NASDAQ
Диапазон на IPO	\$17-19
Объем к размещению:	\$441 млн
Андеррайтеры	Morgan Stanley, J.P. Morgan, KKR, BofA Securities, Citigroup, Guggenheim Securities.

# Рынок Казахстана

## В восходящем потоке

После выхода KASE вверх из боковика были обновлены максимумы, после чего восходящий тренд замедлился

За первую половину июля KASE прибавил скромные 0,9%, но сумел установить новый исторический рекорд. Индекс вышел из бокового тренда, развивавшегося в мае и июне, и завершил традиционную летнюю стагнацию. Дальнейшую динамику будут определять финансовые отчеты входящих в бенчмарк компаний по итогам второго квартала. Откроет сезон отчетности Kaspi.kz, которая представит свои результаты 22 июля. Следующим ожидается релиз Air Astana, которая, правда, не раскрывала дату публикации.

Входящие в KASE акции за последние две недели показали разнонаправленную динамику, поровну разделившись на «зеленых» и «красных». В лидеры роста вышел БЦК, котировки которого предприняли несколько неудачных попыток пробить психологически важный уровень 2000 тенге. Резко активизировались покупки в бумагах Казмунайгаза, которые обновили исторические максимумы при повышенных торговых объемах. Продолжили двигаться вверх акции Казахтелекома, поддерживаемые спекуляциями вокруг возможной выплаты

специальных дивидендов после продажи Алтел/Теле2, как это было в 2012 году после продажи Kcell.

Впечатляющий рост продемонстрировали АДР Kaspi.kz, установившие новый максимум на фоне очередного обновления исторических рекордов американскими фондовыми индексами и успешных отчетов банков США за второй квартал. В то же время котировки Kcell вышли вниз из бокового канала и, вероятно, будут показывать снижение в ближайшие несколько дней.

Также в фокусе казахстанских инвесторов остается динамика обменного курса доллара к тенге, который, достигнув почти 482, скорректировался вниз. Стремительный рост пары USD/KZT прервался у максимумов прошлого сентября, после чего вышла новость о дополнительной продаже \$970 млн из Нацфонда, в результате которой паре едва ли удастся подняться выше 480 тенге. Тем не менее продажи дополнительных объемов долларов на бирже продлятся четыре месяца, в которые стоит ждать постепенного укрепления тенге.

### Ожидания и стратегия

Индекс KASE уверенно вышел из боковика, в очередной раз обновив максимумы. В ближайшей перспективе динамику бенчмарка будут определять квартальные отчеты входящих в него эмитентов. На текущий момент базовым сценарием остается небольшая коррекция в сторону 5100 пунктов, откуда можно ожидать еще одну волну роста с достижением новых рекордных пиков. Советуем обратить внимание на акции Казмунайгаза, которые, вероятно, продолжат обновление максимумов после выхода из консолидации вверх. Также прогнозируем рост Kaspi.kz, АДР которой переписывают рекорды на NASDAQ, однако многое будет зависеть от результатов компании за второй квартал. Позитивную динамику способны показать бумаги Народного банка и Казахтелекома. Котировки Kcell, которые вышли из среднесрочного бокового канала вниз, скорее всего, продолжат корректироваться.

Ансар Абуев,  
аналитик департамента  
финансового анализа  
Freedom Broker



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



### Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	02.07.24	16.07.24	
Индекс KASE	5 181,02	5 224,80	0,8%
Банк Центр-Кредит (KASE)	1 817,02	1 998,00	10,0%
Kaspi (ADS)	129,81	138,66	6,8%
Казахтелеком (KASE)	36 911,00	39 042,00	5,8%
Казмунайгаз (KASE)	12 681,00	13 401,00	5,7%
Kaspi (KASE)	62 151,00	64 105,00	3,1%
KEGOC (KASE)	1 476,10	1 478,00	0,1%
Казтрансойл (KASE)	830,85	824,49	-0,8%
Казатомпром (KASE)	19 267,00	19 087,68	-0,9%
Халык Банк (GDR)	17,70	17,44	-1,5%
Халык Банк (KASE)	209,00	205,69	-1,6%
Air Astana (GDR)	8,00	7,70	-3,8%
Казатомпром (GDR)	40,25	38,70	-3,9%
Air Astana (KASE)	888,00	852,00	-4,1%
Kcell (KASE)	3 084,99	2 867,99	-7,0%

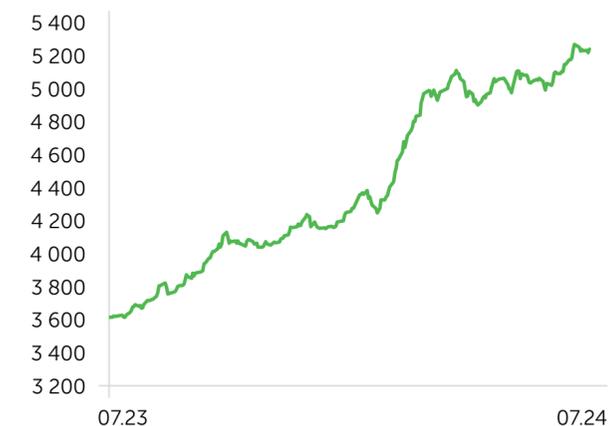
# Рынок Казахстана

## Важные новости

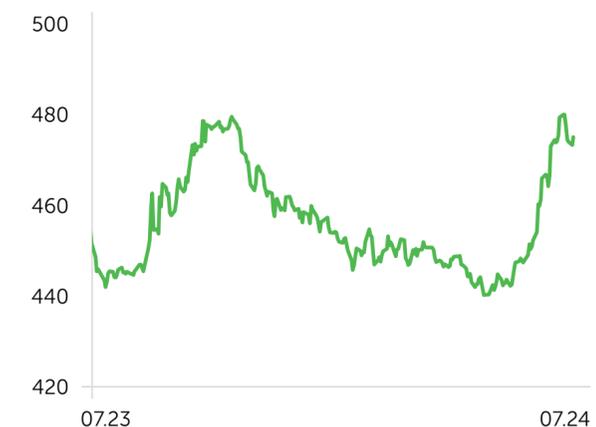
- **Нацбанк снизил базовую ставку.** 15 июля регулятор, как и в начале июня, опустил ставку на 25 б.п., в результате чего она оказалась на отметке 14,25%. В пресс-релизе регулятор отметил замедление годовой инфляции и улучшение инфляционных ожиданий населения одновременно с сохранением ряда проинфляционных рисков, в числе которых ослабление тенге. В целом смягчение монетарных условий было ожидаемым, но рынок акций, как правило, реагирует на соответствующие новости позитивно, поскольку при этом привлекательность долговых инструментов уменьшается.
- **Правительство РК приняло решение приобрести пакет акций Казатомпрома в Нацфонд.** Объем данной покупки составит 467,4 млрд тенге, или \$970 млн. В конце прошлого года подобную сделку государство провело с акциями Казмунайгаза для финансирования республиканского бюджета. Так как Нацфонд формируется из активов в иностранной валюте, необходимо будет продать определенный ее объем для пополнения бюджета. Нацбанк анонсировал продажи на протяжении четырех месяцев. Их дополнительный объем составит \$243 млн в месяц к ранее утвержденным суммам трансфертов из Нацфонда. Все эти операции будут способствовать постепенному укреплению тенге.
- **В Казахстане повысится налог на добычу урана.** НДС на природный уран с 2026 года будет колебаться от 4% до 18%, в зависимости от объема производства, в 2025-м этот налог повысят с текущих 6% до 9%. В результате этого в 2025–2026 годах должны увеличиться налоговые выплаты Казатомпрома.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



## На низком старте

В преддверии публикации квартальных результатов большинство акций в TSMI ушли в красный сектор

К середине июля Tashkent Stock Market Index (TSMI) опустился на 1,05%, до 756,58 пункта. Совокупный торговый оборот в акциях индекса за этот период достиг 1 млрд сумов. Динамику бенчмарка и настроения инвесторов в ближайшие месяцы будут определять корпоративные отчеты. В числе аутсайдеров рассматриваемого периода оказались акции Узпромстройбанка (SQBN), обвалившиеся на 6,86%, до 9,5 сума, несмотря на исключительно успешные результаты за второй квартал. В котировках Узтелекома (UZTL) наблюдалась повышенная волатильность: они колебались в диапазоне 4400–5100 сумов, по итогам двух

последних недель опустившись на 1,7%. Акции УзАвто Моторс (UZMT) снизились на 0,75%, до 66 500 сумов. Инвесторы ожидают публикации отчета за 2023 год, а также решений годового общего собрания акционеров, которое состоится 23 июля. Акции Ипак-Йули банка (IPKY) продолжили демонстрировать спекулятивный рост, достигнув 286 сума за первую неделю месяца и скорректировавшись до 264,7 за вторую. Бумаги Кизилкумцемента (QZSM) упали еще на 8,18% после сильной просадки во второй половине июня на фоне собственного прогноза сокращения чистой прибыли на 86% г/г.

### Текущие рекомендации по акциям

#### Мы рекомендуем к покупке:

#### Акции

- Товарно-сырьевой биржи (URTS) — таргет: 24,78 тыс. сумов
- Ипотека-банк (IPTB) — таргет: 1,19 сума

- Узметкомбината (UZMK) — таргет: 7,3 тыс. сумов
- Хамкорбанка (НМКВ) — таргет: 37,5 сума

#### Облигации

- Biznes Finans (BFMT3V2) с годовой доходностью 27%

### Текущие рекомендации по акциям, находящимся в аналитическом покрытии\*

Тикер	Название компании	Отрасль	Последняя цена	Целевая цена	Текущий потенциал	Рекомендация
URTS	АО «Товарно-сырьевая биржа»	Фондовые услуги	14 350,00	24 900,00	73,50%	Покупать
НМКВ	АКБ «Хамкорбанк»	Финансовые услуги	25	37,8	51,20%	Покупать
UZMK	АО «Узметкомбинат»	Металлургия	4 199,99	7 300,00	73,80%	Покупать
SQBN	АКБ «Узпромстройбанк»	Финансовые услуги	9,5	12,85	35,30%	Покупать
UZMT	АО «Узавтомоторс»	Автомобилестроение	66 500,00	99 700,00	49,90%	Покупать
UZTL	АК «Узбектелеком»	Телекоммуникации	4 905,00	7 400,00	50,90%	Покупать
IPTB	АКИБ «Ипотека-банк»	Финансовые услуги	1,06	1,19	12,30%	Держать
TRSB	ЧАБ «Трастбанк»	Финансовые услуги	9 000,00	3 974,00	-	Фиксировать прибыль
UNVB	АКБ «Универсалбанк»	Финансовые услуги	9 653,00	4 186,00	-	Фиксировать прибыль

### Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	05.07.24	12.07.24	
TSMI Index	774,59	765,97	-1,11%
URTS	14 399,00	14 350,00	-0,34%
IPKY	286,80	273,00	-4,81%
НМКВ	25,10	26,00	3,59%
UZMK	4 400,00	4 299,00	-2,30%
CBSK	1,71	1,68	-1,75%
QZSM	1 700,00	1 730,00	1,76%
SQBN	9,99	10,00	0,10%
UNVB	10 000,00	10 000,00	0,00%
UZMT	67 740,00	65 101,00	-3,90%
UZTL	4 500,09	4 679,98	4,00%



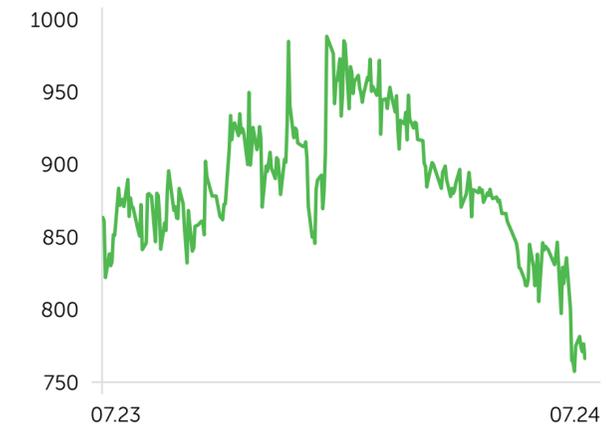
### Новости экономики

- **Положительная динамика промышленности и сельского хозяйства**, а также снижение инфляционного давления привели к повышению оценки бизнес-климата в республике до 53 пунктов в июне. 40% предпринимателей оценивают текущую экономическую ситуацию как хорошую. Средние доходы населения увеличились на 5%, а объем денежных переводов из-за рубежа вырос на 36%. Основными проблемами остаются доступ к финансированию и вопросы налогового администрирования, особенно в агропроме.
- **Россия намерена остаться основным торговым партнером Узбекистана.** В течение ближайших шести лет товарооборот между странами планируют ежегодно увеличивать на 17%, к 2023 году он должен достичь \$30 млрд. Экспорт из РФ увеличится в 2,7 раза, до \$18,2 млрд, а доля Узбекистана расширится в 3,6 раза, до \$11,8 млрд. За последние семь лет товарооборот между двумя странами вырос в два с половиной раза. По данным валютной биржи Узбекистана, объем торгов сумом в паре с рублем с 8 по 12 июля вырос почти на 30% по сравнению с предыдущей неделей. Переход на расчеты в национальных валютах с основными торговыми партнерами будет постепенно снижать давление на обменный курс доллара в республике.
- **Центробанк Узбекистана и Банк Кореи** начали программу сотрудничества, целью которой является проведение совместного исследования методик управления ценными бумагами с фиксированным доходом для улучшения этих механизмов.
- **В первом полугодии 2024 года продажи недвижимости в Узбекистане снизились на 5,7%.** Наибольший спад активности отмечался в Навоийской (-26,5%) и Джизакской (-10,6%) областях, а также в Ташкенте (-13,8%). Тем не менее цены на вторичное жилье в июне в большинстве регионов выросли.
- **Китайская компания Непан инвестирует \$400 млн в разработку угольного месторождения Нишбаш.** Это позволит увеличить ежегодный объем производства угля до 8 млн тонн, из которых 5 млн тонн будут обогащаться. В планах Узбекистана произвести более 5 млн тонн угля до конца 2024 года, что на 1,4 млн тонн больше прошлогоднего объема, чтобы снизить импорт этого сырья и распределить его среди тепловых электростанций, населения и социальных учреждений.

### Новости компаний

- Прибыль **Узпромстройбанка (SQBN)** за второй квартал выросла на 93,7% г/г. Процентные доходы увеличились на 59%, беспроцентные — на 446%. Показатель ROE повысился на 14,5%, что сигнализирует об успешной трансформации бизнеса, проводимой перед приватизацией.
- Комитет по конкуренции Узбекистана возбудил дело против **Ипотека-банка (IPTB)** за нарушение рекламного законодательства. Реклама вклада «Супер», размещенная в соцсетях, указывала годовую процентную ставку 26%, однако на этом уровне она установлена только в первые три месяца с открытия депозита, а затем снижалась до 14%, о чем в объявлении не было упомянуто.
- 28 июня на годовом общем собрании акционеров **Узтелекома (UZTL)** было решено направить на дивиденд 50% от прибыли за 2023 год, что составляет 12,7 млрд сумов, или 46,55 сума на обыкновенную акцию.
- Fitch Ratings присвоило **Навоийскому горно-металлургическому комбинату** рейтинг BB-, отмечая его стабильные перспективы и устойчивость в текущих рыночных условиях. НГМК является четвертым крупнейшим производителем золота в мире, в планах на текущий год — добыча более 3 млн унций этого металла.
- Джизакский **завод BYD** в Узбекистане начнет выпуск бюджетных электромобилей, что ознаменует собой значительный шаг в развитии соответствующего рынка в республике и поспособствует улучшению экологической ситуации.

### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



### Динамика USD/UZS, 1 год



### Инвестиционный обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



# Рынок Германии

## Всё к лучшему

Статистика инфляции в США и в Германии и стабилизация политической ситуации в Европе вызвала ралли индекса DAX

**Первая июльская неделя для индекса DAX завершилась ростом на 1,3%, до 18457 пунктов.** Главным событием этих дней стали выборы во Франции. Реакция фондовых площадок Старого Света на победу крайне правой партии «Национальное объединение» в первом туре была позитивной, так как ее преимущество оказалось не настолько подавляющим, как изначально предполагалось. Данные инфляции в еврозоне зафиксировали ее устойчивость по отдельным ключевым компонентам, несмотря на общее замедление. В Германии индекс потребительских цен после 2,8% в мае вырос на 2,5% в июне, что оказалось ниже ожиданий и способствовало позитивной динамике биржевых индексов. Отчет по рынку труда США оказался несколько слабее, чем ожидалось, на этом фоне была пересмотрена вверх вероятность снижения ставки ФРС в сентябре. В то же время неожиданное сокращение объема промышленных заказов в Германии за май, а также неопределенность по поводу итогов выборов в Великобритании и второго тура выборов во Франции уменьшили активность покупателей, и неделя завершилась нейтрально. В лидеры роста на немецкой бирже вышел производитель чипов Aixtron, котировки которого взлетели на 18% в пятницу на новостях о существенном увеличении объема заказов во втором квартале.

**С 8 по 12 июля DAX вырос почти на 1,5%.** В первой половине недели немецкий рынок корректировался. Новости о неожиданной коалиции левых и центристов, одержавших победу на

парламентских выборах во Франции биржа Германии встретила нейтрально, хотя французский CAC 40 опустился на 0,6%. Главным событием стала публикация июньских данных инфляции в США, усилившая вероятность снижения ключевой ставки. Индекс потребительских цен (CPI) в сопоставлении месяц к месяцу впервые за четыре года ушел в минус благодаря удешевлению бензина и аренды недвижимости. Годовая потребительская инфляция замедлилась с 3,3% до 3%, что стало неожиданностью для рынка. Рынок фьючерсов повысил шансы на переход ФРС к смягчению монетарных условий в сентябре до 85%. Согласно последнему опросу Reuters, ожидается, что ЕЦБ сдвинет ставку вниз в сентябре и декабре текущего года. Эти новости были позитивно восприняты европейскими рынками. В частности, DAX после слабого начала недели смог выйти в уверенный плюс. Тем не менее отметим, что статистика экспорта из Германии за май зафиксировала более глубокое, чем ожидалось, снижение из-за слабого спроса в КНР, США и ЕС.

**В фокусе внимания до конца месяца** будут данные индекса цен производителей (19 июля, консенсус: -1,6% г/г), индекс доверия потребителей от Gfk за август (24 июля, консенсус: -19,5 пункта), индекс деловой активности (PMI), ожидается небольшой рост. 25 июля будет опубликован индекс настроений бизнеса от Ifo, а 30 июля появится оценка динамики ВВП Германии за второй квартал.

### Ожидания и стратегия

Индекс DAX последние несколько недель уверенно развивает восходящий тренд, поэтому возможная коррекция наверняка ограничится уровнем 18350 пунктов. Затем можно ждать еще одну волну роста в сторону исторических максимумов. Очевидно, что многое будет зависеть от результатов финансовых отчетов отдельных компаний за второй квартал.

Данияр Оразбаев,  
аналитик департамента  
финансового анализа  
Freedom Broker



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)



### Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	28.06.24	17.07.24	
DAX Index	18 235,45	18 748,18	2,8%
HFG GR Equity	4,50	5,81	29,0%
RDC GR Equity	113,80	137,70	21,0%
NDX1 GR Equity	11,42	13,50	18,2%
AIXA GR Equity	18,33	21,25	16,0%
ENR GR Equity	24,18	27,57	14,0%
AT1 GR Equity	1,96	2,22	13,7%
ZAL GR Equity	21,73	24,24	11,6%
TEG GR Equity	13,63	15,07	10,6%
CON GR Equity	53,00	58,58	10,5%
SRT3 GR Equity	217,90	240,20	10,2%
LEG GR Equity	75,70	83,20	9,9%
NCH2 GR Equity	9,08	9,96	9,8%
S92 GR Equity	26,34	28,84	9,5%

# Рынок Германии

## Важные новости

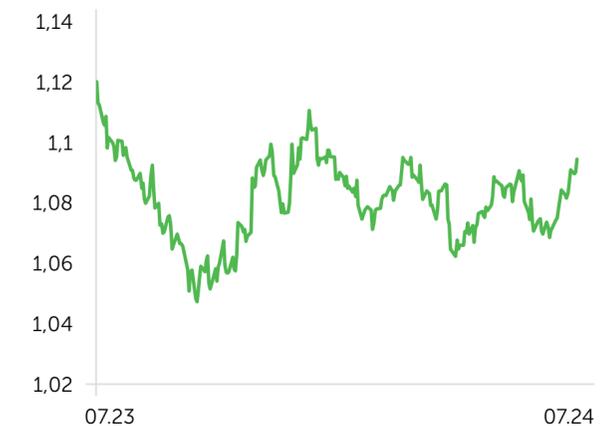
- **Правящая коалиция Германии после нескольких недель напряженных переговоров утвердила государственный бюджет на 2025 год.** В соответствующем документе предусмотрено дополнительное стимулирование рынка труда, что добавит более 0,5% к росту ВВП.
- **Инфляция в Германии замедлилась.** После повышения на 2,8% г/г в мае показатель вырос на 2,5% в июне (консенсус: +2,6%). Базовая инфляция (без учета волатильных компонентов) после 3% в мае опустилась до 2,9% в июне, в основном за счет динамики цен на товары, тогда как стоимость услуг не изменилась.
- **Власти Германии заблокировали продажу** газотурбинного бизнеса дочернего предприятия Volkswagen MAN Energy Solutions китайской компании по соображениям национальной безопасности.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



# Инвестиционная идея

## Continental AG. Идем на Восток

Планы нарастить продажи в КНР и уверенные прогнозы финансовых результатов позволяют рекомендовать акции Continental для покупки

### Причины для покупки:

- **Уверенные прогнозы операционных и финансовых показателей.** Менеджмент Continental AG рассчитывает на восстановление китайского авторынка, что обеспечит драйвером роста производство шин и автозапчастей, компенсировав спад продаж в Европе и Северной Америке. В рамках программы оптимизации компания сократила 7150 рабочих мест в феврале текущего года. Это должно позитивно повлиять на ее прибыльность, дав возможность сэкономить сумму, выраженную «двухзначным или трехзначным числом» (цель Continental AG к 2025 году — получить 400 млн евро за счет экономии издержек). Аналитики Jefferies прогнозируют, что за счет реализации программы оптимизации компания сгенерирует дополнительно 10–30 млн евро прибыли во втором квартале и 100–150 млн евро за весь текущий год.
- **Рекомендации ведущих инвестдомов.** На текущий момент акции Continental покрывает 25 инвестбанков, из которых 11, в том числе Stifel (таргет: 85 евро), Citi (73 евро), JP Morgan (100 евро), Morgan Stanley (86 евро) и M.M.Warbur (75 евро), дают рекомендацию «покупать». Еще 12 финансовых корпораций советуют «держаться» бумаги компании, и лишь два рекомендуют их продавать. Средняя цель по CON — 73,22 евро.
- **Техническая картина.** Акции CON на фоне позитивных новостей об экспансии в Китае пытались закрепиться выше 60 евро, затем перейдя к локальной коррекции. Если котировка удержится в интервале 57–58 евро, соответствующем зоне поддержки, возможна еще одна попытка роста.

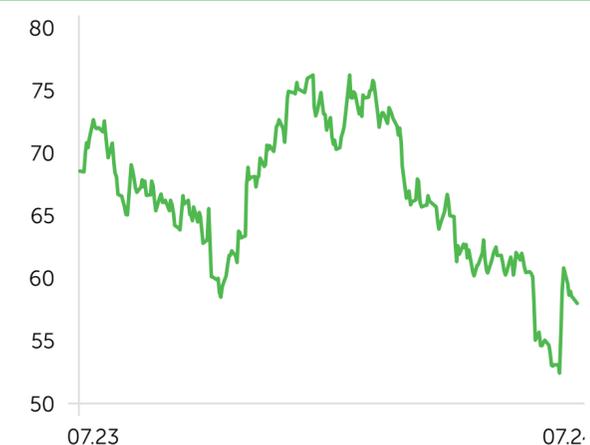


### Среднесрочная идея

**Continental**

Тикер на Xetra	CON
Текущая цена	€58,42
Целевая цена	€68
Потенциал роста	16,39%

### Динамика акций CON на Xetra



# Рынок Армении

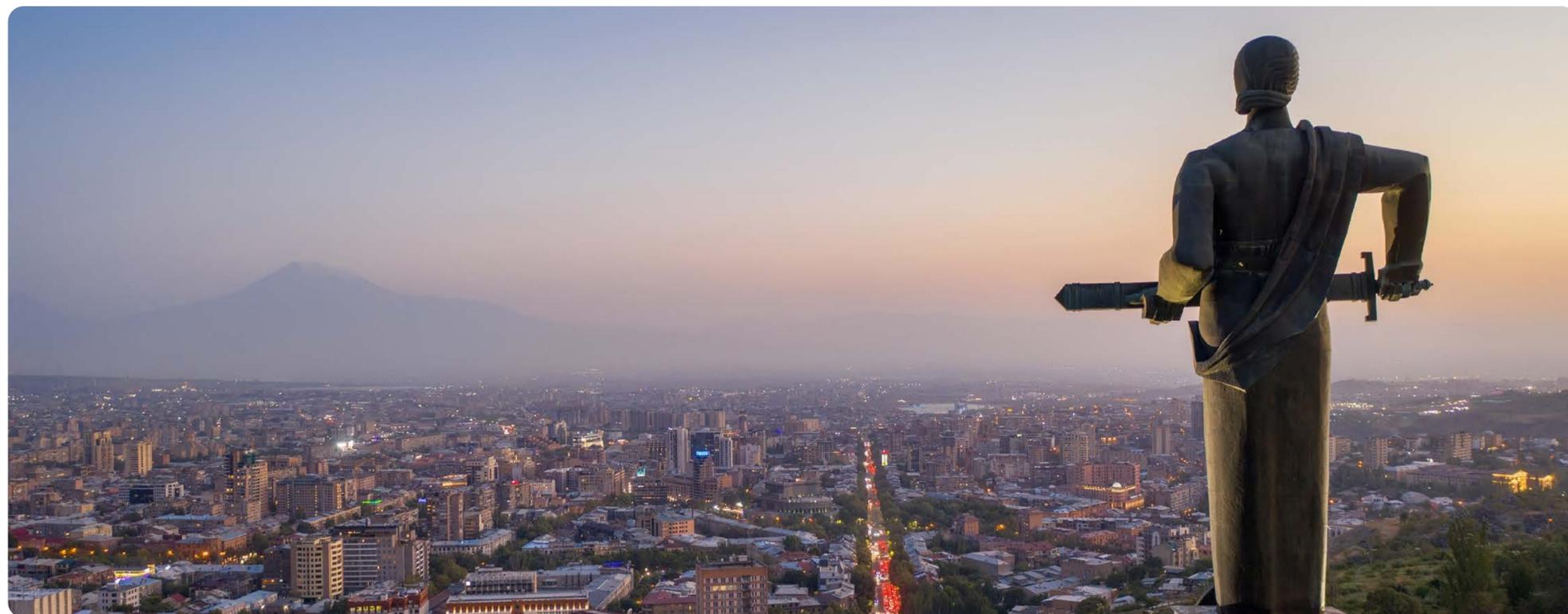
## Фундамент остается стабильным

Несмотря на разнонаправленное движение основных акций на локальном рынке, макроэкономические факторы сохраняют устойчивость

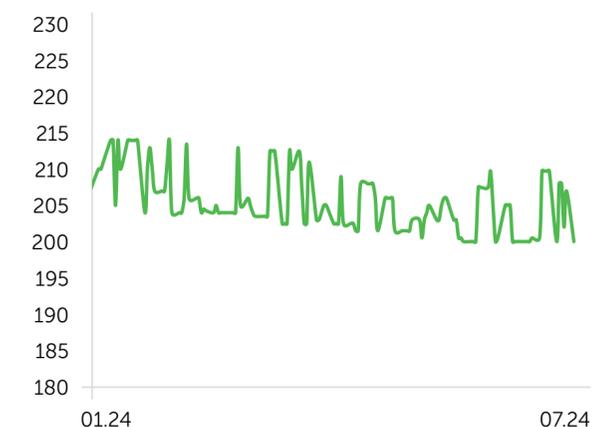
- За первую половину июля котировки АСВА Банк поднялись на 4,4%, оказавшись немного выше средних отметок с начала мая, но оставаясь на 9,7% ниже уровней начала года. Акции Telecom Armenia торговались в зеленой зоне, но из-за перебоев с фиксированным и мобильным интернет-соединением, вызванных повреждением кабелей, скорректировались на 4,6% относительно максимумов начала июля. В то же время рынок недвижимости остается приоритетным для инвесторов, о чем свидетельствует стабильный уровень спроса и количества сделок. Однако ускорение инфляции и дальнейшее снижение ключевой ставки могут повысить

интерес к акциям, хотя существенное оживление на этом рынке в ближайшей перспективе, на наш взгляд, маловероятно.

- Индекс трехлетних корпоративных облигаций оставался стабильным, хотя инфляция превысила ожидания. Курс драма не показал существенных изменений. Экспорт в мае вновь рос быстрее импорта. Увеличилось производство металлов, которое способно выступить фактором поддержки драма. Его дальнейшая динамика будет зависеть от результатов торговли драгоценными металлами и камнями, а также от цен на эти товары.



Динамика акций  
Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год



### Новости экономики

- Инфляция в Армении за июнь повысилась на 0,8% г/г (консенсус: +0,2%), а в ежемесячном сопоставлении была зафиксирована дефляция 0,9%. Основным драйвером роста цен стало удорожание услуг на 2,7% г/г. Продовольственные товары и безалкогольные напитки подешевели на 0,7% г/г и на 2,4% м/м.
- Объем производства медного концентрата в Армении за первые пять месяцев 2024 года увеличился на 27,3% г/г, приблизившись вплотную к 130 тыс. тонн. Объем выпуска цинкового и молибденового концентрата вырос на 9,3% и на 19,9% г/г, составив 4,42 тыс. тонн и почти 6,7 тыс. тонн соответственно. Производство ферромolibдена сократилось. В общей сложности выпуск всей упомянутой продукции с января по май увеличился на 23,1% по сравнению с результатом первых четырех месяцев 2024 года. Это должно отразиться в текущих котировках драма, хотя сейчас он больше зависит от торговли драгоценными металлами и камнями, доля которой в экспорте за апрель составила около 82%.
- Экономическая активность в Армении с января по май повысилась на 11,2% г/г, но в мае рост замедлился с апрельских 10,4% до 5,2%. Показатель торговли увеличился на 24,6%, промышленности — на 22%. Продолжение этих трендов может послужить для ЦБ поводом для дальнейшего снижения ставки. Экспорт в мае вырос на 57,4% г/г, импорт увеличился лишь на 17,2% г/г. Это должно обеспечить поддержку армянской валюте.
- Выручка сектора телекоммуникаций, включающего компании, связанные с трансляцией теле- и радиопередач, а также операторов связи, с января по май увеличилась на 5,4% г/г после роста на 6,3% г/г за первые четыре месяца текущего года. В мае показатель прибавил около 2%. Замедление роста выручки всего сектора, вероятно, оказало давление и на котировки Telecom Armenia.

### Новости компаний

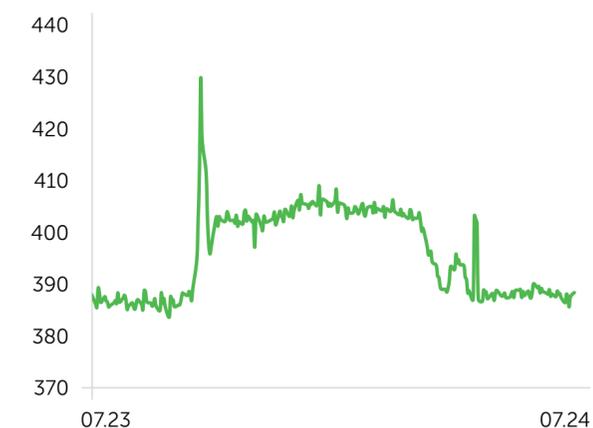
- Moody's Ratings повысило прогноз Unibank со стабильного до позитивного и подтвердило рейтинг долгосрочных депозитов банка на уровне B2, а также его базовую и скорректированную кредитную оценку (BCA) на уровне b3.
- Коммуникации Team Telecom Armenia были повреждены в нескольких местах в результате дорожно-строительных работ. Это привело к ограничению доступа к услугам фиксированного и мобильного интернета.

### Ожидания на предстоящие две недели

В период с 19 по 29 июля ожидается публикация июньских данных:

- производственной инфляции (консенсус: +1,8%, предыдущее значение: +8%). Статистика позволит получить более полные представления о динамике цен.
- экономической активности (консенсус: +2%, предыдущее значение: +5,2%). Замедление роста этого показателя будет способствовать дальнейшему снижению ставки ЦБ.
- промпроизводства (консенсус: +5,7% г/г, предыдущее значение: +6,9% г/г). Прогнозы учитывают динамику и ориентиры в отношении экономической активности.
- розничных продаж (консенсус: +15% г/г, предыдущее значение: +17,6% г/г).

### Динамика USD/AMD, 1 год



### Индекс трехлетних корп. облигаций, 1 год



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)



## Оптимисты в большинстве

За первую половину июля более половины торгуемых на бирже Эмиратов акций продемонстрировали позитивную динамику

- Со 2 по 16 июля индекс Dubai Financial Market (DFM) General вырос на 1,14%, а S&P/Hawkamah UAE ESG Index (UAEESGI) прибавил 2,14%. В первую очередь эта динамика объясняется укрепившейся уверенностью участников рынка в том, что ФРС в сентябре перейдет к снижению ставки, поскольку замедление инфляции в США остается устойчивым. Монаршая политика ОАЭ следует курсу Федрезерва посредством привязки локальной валюты к доллару, что оказывает прямой эффект на процентную ставку в стране. Более активному росту котировок помешала коррекция нефтяных цен на 5,28%, до \$83,62 за баррель марки Brent.
- Котировки 62% торгуемых на двух ведущих площадках ОАЭ DFM и ADX акций двигались вверх, в среднем прибавив 4%. Еще 31% эмитентов скорректировались вниз в среднем на 1,5%, остальные продемонстрировали околонулевую динамику. В лидеры роста вышла инвесткомпания Shuaa Capital

P.S.C (SHUAA-AE: +14,5%) на фоне публикации отчета за первый квартал, за который она сгенерировала операционную прибыль в объеме 5 млн дирхамов после убытка 14 млн за октябрь-декабрь 2023-го. Операционная маржа компании составила 16%. Также значительно лучше рынка торговались бумаги производителя и дистрибутора продуктов питания Agthia Group PJSC (AGTHIA-AE: +11,5%). Покупки в этих акциях активизировались на новости о расширении производства белка в Саудовской Аравии, что, по мнению менеджмента, укрепит как региональное, так и глобальное присутствие Agthia.

- Индекс, отражающий доходность форвардной десятилетней ставки ОАЭ, повысился на 12 б.п., до 5,54%, на фоне ослабления доллара США, к которому привязан курс дирхама, на 1,82%. На этом фоне состоялась ребалансировка многих инвестиционных портфелей.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год



### Новости экономики

- Данные PMI от S&P Global за июнь свидетельствуют о существенном увеличении спроса со стороны бизнеса, расширении базы клиентов ввиду активного роста объемов экспорта. Аналитики отмечают, что в конце второго квартала 2024 года объем невыполненных работ продолжил быстро увеличиваться, что связано как с усилением спроса, так и с воздействием погодных катаклизмов и геополитических факторов на логистику и инфраструктуру. Производственный PMI в июне опустился на 0,7 пункта, до 54,6, тем не менее продолжая сигнализировать о повышении деловой активности, так как держится выше 50 пунктов.
- Объем вкладов (за исключением межбанковских депозитов) в банках ОАЭ за первый квартал вырос на 13,8 млрд дирхамов, до 286,67 млрд. На депозиты в локальной валюте приходится 57,5% срочных вкладов, остальное размещено в иностранных денежных единицах. Эта статистика указывает на благополучное состояние финансовой системы ОАЭ и на тенденцию к увеличению объема сбережений со сбалансированным подходом к хранению вкладов в различных валютах.

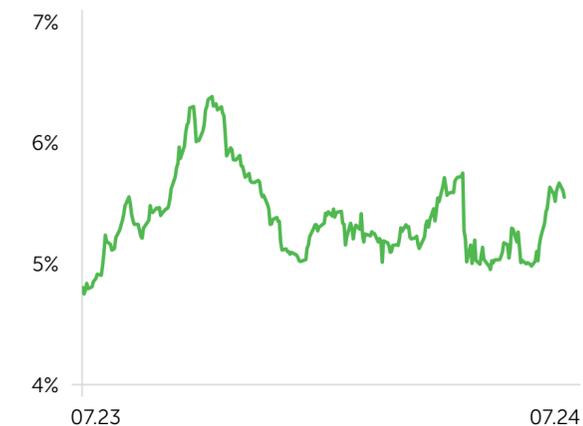
### Новости компаний

- Крупнейший банк по размеру активов банк Дубая Emirates NBD (EMIRATESNBD-AE) отчитался за второй квартал, подтвердив благополучную ситуацию в финансовом секторе Эмиратов. Выручка банка составила 21,4 млрд дирхамов, чистая прибыль выросла на 13% г/г, до 7,1 млрд. Менеджмент объяснил эту динамику сильными результатами сегмента исламского банкинга и увеличением кредитного портфеля на 6% в первом полугодии при сохранении высокой чистой процентной маржи. Позитивно на показателях компании сказывается приток инвестиций региональных правительств в развитие ненефтяных секторов с целью диверсификации источников доходов ОАЭ.

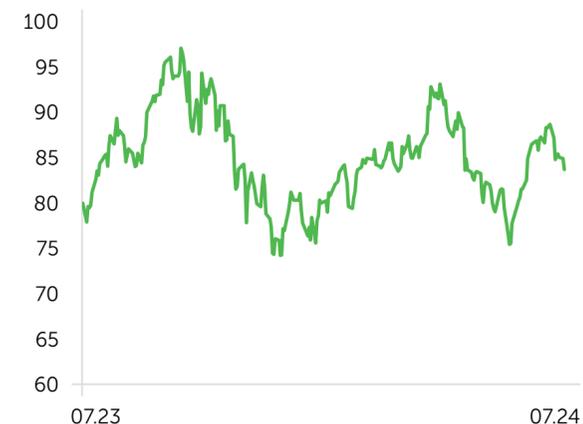
### Ожидания на предстоящие две недели

- Стоимость сырья, в частности нефти, остается главным движущим фактором для финансовых рынков стран Персидского залива. Фундаментальную поддержку биржевым активам в летний период оказывает дефицит углеводородного сырья из-за сезонно высокого спроса на нефтепродукты. Дополнительный позитивный импульс может поступить после введения запрета на экспорт бензина из РФ с первого августа. Однако мы по-прежнему считаем, что в краткосрочной перспективе решающее воздействие на динамику котировок на фондовых площадках ОАЭ будет оказывать развитие ситуации в секторе Газа и на северной границе Израиля. Активизация боевых действий против Хезболлы (Ливан) окажет поддержку котировкам. Достижение договоренностей о прекращении огня приведет к существенному снижению геополитической премии.

### Доходность, Форвардная Ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



### Нефть Марки Brent, 1 год



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](http://ffin.global)



# Новости Freedom Holding Corp.



## Мошенники выдают себя за Freedom Broker

В социальных сетях якобы от имени Freedom Broker распространяется реклама с гарантиями высоких доходов. Ссылка ведет из рекламы на приложение Freedom Inter Soft в App Store. Разработчик — Berakhiah Romach.

Объявления публикуют аккаунты:

- Freedom App KZ
- Personal Manager
- Freedom Invest Manager
- Freedom Inter Soft
- Berakhiah Romach

Вероятно, есть и другие.

Будьте бдительны, Freedom Broker не имеет отношения к такой рекламе.

Официальные аккаунты Freedom Broker:

- @ffin.kz
- @ffin.tradernet
- @freedomshapagat
- @ffin.education

Официальное приложение Freedom Broker — [Tradernet](#).

## S&P Global Ratings улучшило прогноз для «дочек» Freedom Holding Corp

Международное агентство S&P Global Ratings изменило прогнозы по рейтингам АО «Фридом Финанс», Freedom Finance Europe Ltd, Freedom Finance Global PLC и АО «Фридом Банк Казахстан» с «негативного» на «положительный» и подтвердило долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги на уровне «В/В». Прогноз долгосрочного кредитного рейтинга Freedom Holding Corp. пересмотрен с «негативного» на «стабильный», рейтинг подтвержден на уровне «В-». Рейтинги АО «Фридом Финанс» и АО «Фридом Банк Казахстан» по национальной шкале повышены до «kzBBB-». Аналитики S&P Global отметили постепенное совершенствование системы управ-

ления рисками и показателей капитализации группы Freedom, указав на ослабление экономических рисков и улучшение банковского надзора в Казахстане, которые могут поддержать развитие бизнеса группы в ближайшие 12 месяцев.

«Мы ожидаем, что Freedom сохранит высокую прибыль в 2024–2025 годах, чему будет способствовать диверсификация доходов за счет наращивания объемов банковской и страховой деятельности в Казахстане. Среднее с март 2022-го по март 2024-го отношение основной прибыли к активам, взвешенным S&P Global Ratings с учетом риска, оставалось около 3,4%, что является высоким показателем в международном контексте. В 2023 году группа Freedom приступила к созданию консолидированной системы управления рисками. Отдел по управлению рисками, комплаенсу и правовым вопросам возглавили новые руководители. Состав совета директоров был расширен с шести до семи человек, четыре из которых являются независимыми и имеют международный опыт», — констатируется в отчете S&P Global Ratings.

Агентство может повысить рейтинги операционных дочерних компаний группы Freedom в ближайшие 12 месяцев при условии продолжения работы по развитию общей системы управления рисками и комплаенса при поддержании высокого уровня капитализации группы.



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)

# Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

Республика Казахстан, г. Астана, район Есиль, улица Достык, здание 16, вnp. 2 (Talan Towers Offices)



Инвестиционный  
обзор №299

19 июля 2024

[ffin.global](https://ffin.global)

## Аналитика и обучение

Игорь Ключнев, [capitalmarkets@ffin.kz](mailto:capitalmarkets@ffin.kz)

Вадим Меркулов, [vadim.merkulov@ffin.ae](mailto:vadim.merkulov@ffin.ae)

Ерлан Абдикаримов, [yerlan.abdikarimov@ffin.kz](mailto:yerlan.abdikarimov@ffin.kz)

## Связи с общественностью

Наталья Харлашина, [prglobal@ffin.kz](mailto:prglobal@ffin.kz)

ПН-ПТ 09:00-21:00

(по времени г. Астана)

+7 7172 727 555

[info@ffin.global](mailto:info@ffin.global)

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

[7555@ffin.global](mailto:7555@ffin.global), [ffin.global](https://ffin.global)

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (Компания) ([ffin.global](https://ffin.global)) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан на основании Лицензии № AFSA-A-LA-2020-0019, выданной Комитетом по регулированию финансовых услуг МФЦА.

Размещенные в данном разделе материалы носят справочно-информационный характер, адресованы клиентам Компании, не являются ни индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни предложением инвестировать в финансовые инструменты различных компаний. Владение ценными бумагами и иными финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и иных финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством Компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.