

№301 16 августа 2024

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Страсти улеглись

Паника на биржах, вызванная статистикой безработицы за июль и сворачиванием операций carry trade, сошла на нет

Казахстан

Остаемся при своих

Армения

Равнение на микрофон

Германия

Сезон распродаж

ОАЭ

Штормовое предупреждение



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. Страсти улеглись.....	4
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	5
Самое главное. У «индекса страха» глаза велики.....	6
Актуальные тренды. Обзор на 13 августа.....	7
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков	9
Обзор компаний малой капитализации.....	12
Инвестиционная идея. Pfizer: высокие достижения — широкие перспективы.....	13
Текущие рекомендации по акциям.....	15
Оptionная идея. CALL CREDIT SPREAD ON SHOP	16
IPO Grupo Aeroméxico. Авиация по-мексикански.....	17
Рынок Казахстана. Остаемся при своих.....	18
Рынок Германии. Сезон распродаж.....	20
Инвестиционная идея. SAP SE. Заоблачные перспективы.....	22
Рынок Армении. Равнение на макрофон	23
Рынок ОАЭ. Штормовое предупреждение	25
Новости Freedom Holding Corp.....	27
Контакты	28

Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global

Фондовый рынок США

Страсти улеглись

Рост безработицы в США на 0,2% м/м за июль привел к срабатыванию рецессионного индикатора. Вкупе с массовым сворачиванием операций carry trade это привело к панике на рынке, которая завершилась после публикации других макроданных

По состоянию на 09.08.2024

S&P 500



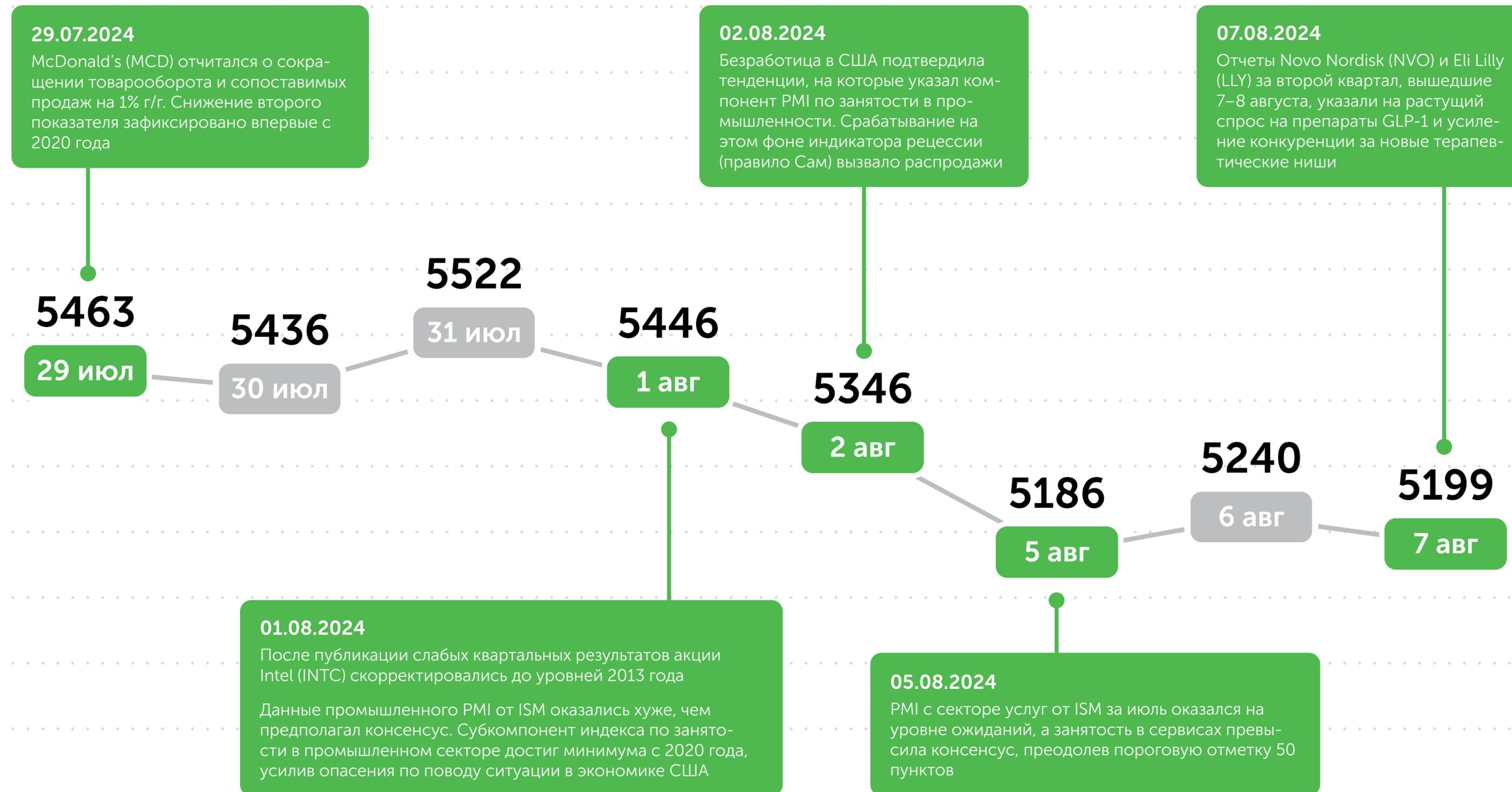
По состоянию на 09.08.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	0,02%	-4,11%
QQQ	Индекс NASDAQ100	0,37%	-9,51%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-0,50%	0,56%
UUP	Доллар	0,00%	-1,38%
FXE	Евро	0,09%	0,96%
XLF	Финансовый сектор	0,81%	1,56%
XLE	Энергетический сектор	1,14%	0,73%
XLI	Промышленный сектор	1,26%	2,85%
XLK	Технологический сектор	0,44%	-12,23%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-0,82%	6,96%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,58%	3,47%
SLV	Серебро	-3,99%	-11,10%
GLD	Золото	-0,35%	2,75%
UNG	Газ	9,43%	-9,22%
USO	Нефть	3,86%	-4,45%
VXX	Индекс страха	-11,01%	35,39%
EWJ	Япония	1,11%	-6,61%
EWU	Великобритания	-0,20%	0,68%
EWG	Германия	0,07%	-2,08%
EWQ	Франция	0,13%	-1,44%
EWI	Италия	-0,86%	-3,08%
GREK	Греция	-2,90%	-2,27%
EEM	Страны БРИК	1,11%	-4,02%
EWZ	Бразилия	7,36%	1,35%
RTSI	Россия	-2,80%	-5,25%
INDA	Индия	-0,84%	-1,86%
FXI	Китай	0,99%	-3,96%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (29.07.2024 – 07.08.2024)



Самое главное

У «индекса страха» глаза велики

На торгах 5 августа текущего года была зафиксирована рекордная волатильность, взлетавшая до 65 пунктов. В последний раз подобный ее всплеск наблюдался в ковидном 2020-м, а также в крайне неблагоприятном для мировой экономики 2008-м. Однако пики глобального финансового кризиса и пандемии, на мой взгляд, абсолютно несравнимы с текущей ситуацией на рынке. В связи с этим считаю, что инвестору стоит представить полную картину происходящего. Ситуацию формируют три основных компонента:

- **Слабая макростатистика.** К вызвавшему скачок нервозности июльскому отчету по рынку труда нужно добавить продолжающееся четвертый месяц подряд ослабление деловой активности в производстве. Причем соответствующий индекс держится ниже 50 пунктов, отделяющих рост от спада. Число повторных обращений за пособием по безработице плавно увеличивается с августа 2022 года и почти достигло 2 млн. Инфляция до июня снижалась более медленными темпами, чем ожидалось, что и обусловило отсутствие корректировки монетарного курса со стороны ФРС.
- **Турбулентность на рынках Японии.** Нацбанк Страны восходящего солнца принял решение поднять ключевую ставку до 0,25% при прогнозе 0,1%. В результате основной индекс Токийской биржи Nikkei 225 на торгах 5 августа потерял более 12%. Это объясняется закрытием операций carry trade, которые позволяли занимать под 0% в иенах и инвестировать в экономики, где ставки выше. Отдельные хедж-фонды

принимали на себя еще больший риск и инвестировали в акции. Такая стратегия обеспечивала им более высокую доходность, пока иена не укрепилась, ставка заимствования не поднялась, а американские активы не упали. Все это привело к ликвидации большого количества позиций на рынке.

- **Общее усиление геополитической напряженности.** Ликвидация лидера ХАМАС и опросы американских избирателей в преддверии выборов президента, результаты которых сигнализируют о практически равных шансах на победу ключевых кандидатов, могут вносить неопределенность в оценку активов и оказывать давление на риск-аппетит инвесторов.

Картина для инвестора не самая безоблачная, но есть несколько ключевых нюансов, которые в корне меняют взгляд на ситуацию. Экономика США не настолько слаба, как кажется некоторым: рост ВВП, (GDP now) по оценкам ФРС Атланты, составляет почти 3%. А это выше нейтрального уровня ФРС. Потребители стали более разборчивыми, но по-прежнему готовы покупать. Рост зарплат замедлился, но остается выше среднеисторических значений. Ситуация с операциями carry trade была способна несколько дестабилизировать глобальные финансовые рынки, но крупнейшие банки и фонды Японии сокращали свои позиции в этой стратегии с начала года. Без изменений их оставляли лишь хедж-фонды и спекулянты, которые пытались, так сказать, запрыгнуть в последний вагон уходящего поезда. В результате ликвидация позиций отдельных игроков не имела серьезных последствий для финан-

совых рынков. Даже индекс волатильности, который вырос почти на 200% на открытии 5 августа, показал эти значения только на бумаге. Этот показатель рассчитывается математически с использованием рыночных данных, например, на основе спредов bid/ask между далекими put-опционами, а они не всегда ликвидны. Таким образом, реального влияния на позиции институциональных инвесторов эта ситуация не оказала. В действительности торгуемый фьючерс на VIX на август вырос на 70% в аналогичный период. То есть трейдеры понимали, что реакция рынка была преувеличенной, оставалось лишь понять — насколько.

Спустя неделю на фоне отсутствия кризисных ситуаций VIX снизился вдвое, индексы отыграли часть падения, а S&P 500 теперь находится в 5% от обновления исторического максимума. С точки зрения сезонности ближайшие полтора месяца могут стать одним из самых слабых за год периодов, особенно на фоне первого снижения ставки ФРС. Смена курса регулятора может активировать продажи «на новостях» в соответствии с классическим рыночным принципом, предлагающим «покупать на слухах». Также коррекции может способствовать неопределенность, связанная с приближением президентских выборов в Штатах. Я думаю, что лучшее позиционирование для инвестора — оставаться в рынке и иметь хедж от падения своего портфеля или широкого индекса США. В этом случае не придется волноваться по поводу краткосрочных рисков, описанных выше. Хорошим примером хеджа выглядят put-опционы «около денег» на S&P 500 с экспирацией 15 ноября.

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global



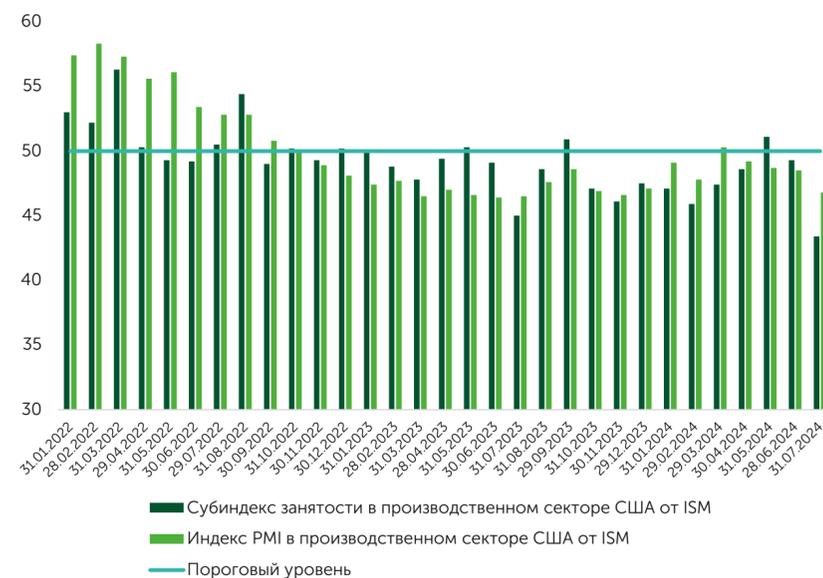
Актуальные тренды

Обзор на 13 августа



Глобальная картина

Индекс деловой активности и занятости в производственном секторе



Источник: FactSet

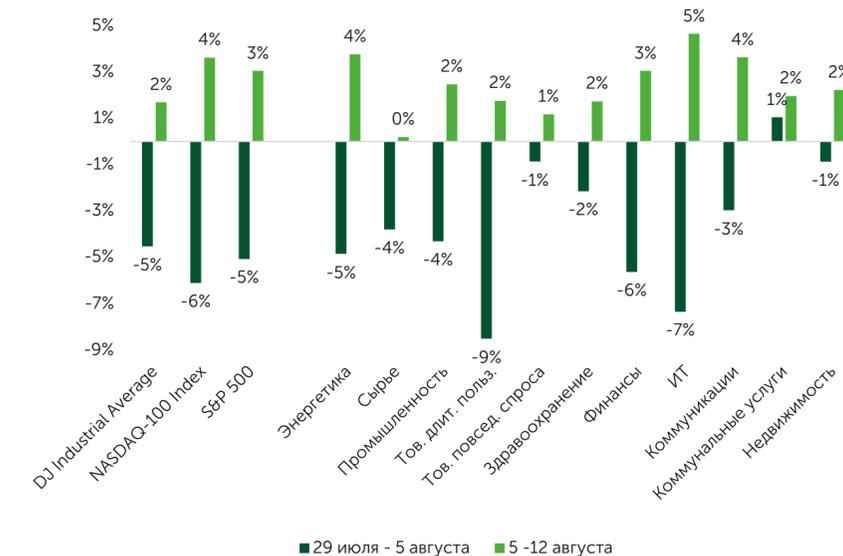
За последние две недели десятидневная волатильность на фондовых площадках США выросла на максимальные с ноября 2022 года 1,6%. В начале августа индексы ушли в глубокое пике из-за всплеска опасений рецессии после публикации данных деловой активности в производственном секторе от ISM, зафиксировавших падение PMI до восьмимесячного минимума 46,8 пункта при уходе субиндекса занятости к самой низкой с 2020 года отметке 43,4. Эту статистику инвестсообщество интерпретировало как признак существенного охлаждения рынка труда. В своих комментариях по итогам июльского заседания ФРС дала осторожную оценку

его состояния. В отчете Минтруда было зафиксировано замедление роста числа новых рабочих мест вне сельского хозяйства при повышении уровня безработицы с 4,1% до 4,3%. Это привело к срабатыванию «правила Сам», обычно подтверждающего вхождение экономики в рецессию. Интересно, что сама автор этого правила Клаудия Сам еще 26 июля заявляла, что этот индикатор посылает правильный предостерегающий сигнал об охлаждении рынка труда, но переоценивать его не следует. Мы не считаем, что американской экономике предстоит спад, так как она сохраняет сильный позитивный импульс, выражающийся, в частности, в динамике расходов населения и инвестиционной активности, а также подтверждающийся средними темпами прироста числа занятых. В текущих условиях инвесторам важно помнить, что деловой цикл остается искаженным из-за трендов, связанных с пандемией и периодом выхода из нее.

Повышение безработицы в июле было обусловлено, в том числе, увеличением предложения на рынке труда, а также локальным разовым скачком количества «временно уволенных» на 30% м/м (до 1,06 млн). Экономист Эрни Тедески со ссылкой на данные Naver указывает на резкий — до 580 тыс. — рост числа сотрудников, не вышедших на работу в июле из-за неблагоприятных погодных условий. Тем не менее беспокойство инвестсообщества по поводу свежих статданных переросло в панику 5 августа, когда «индекс страха» поднялся выше 65 пунктов после существенного сокращения операций carry trade с использованием японской иены. До начала второй декады текущего месяца инвесторы активно выкупали просадку, поскольку сжатие объемов carry trade ослабило давление на рынок,

а его участники пересмотрели свои оценки вероятности рецессии в США. Неплохие данные ISM по деловой активности в сервисном сегменте и выход уверенных квартальных отчетов Caterpillar (CAT), Uber Tech (UBER), Eli Lilly (LLY) и The Trade Desk (TTD) также стимулировали отыгрыш потерь. Производители препаратов против ожирения продемонстрировали существенное усиление спроса. Но аутсайдеры и догоняющие крупные представители других индустрий не могли похвастаться тем же. The Walt Disney Company (DIS), несмотря на неплохие результаты сегмента стриминга, фиксирует снижение расходов посетителей парков развлечений. Intel (INTC) продолжает отставать от конкурентов и сокращать маржу для поддержания рыночных позиций.

Динамика котировок за двухнедельный период



Источник: FactSet

Актуальные тренды

Обзор на 13 августа

Фокус рынка

С 16 по 26 августа в центре внимания инвесторов будут заявления и комментарии ФРС, а макроданные и квартальные отчеты отойдут на второй план. 21 августа будут опубликованы протоколы последнего заседания FOMC, из которых станут известны оценки регулятором ситуации на рынке труда и состояния деловой активности. Предполагаем, что «минутки ФРС» будут носить осторожно-нейтральную тональность, но для инвесторов сейчас важны любые нюансы. Если представители регулятора сделают акцент на охлаждении рынка труда, это может свидетельствовать о повышенных опасениях относительно устойчивости занятости и экономики в целом. Тональность выступления главы Федрезерва Джерома Пауэлла на ежегодном саммите центробанков в Джексон-Хоуле 23 августа также способна оказать существенное влияние на динамику рынков. Главными моментами в речи Пауэлла станут оценка экономики США, а также план действий на случай переохлаждения рынка труда. Позитивную реакцию у биржевых игроков вызовет повторение Пауэллом предыдущих оценок ситуации с занятостью и намек на то, что в случае необходимости ставка может быть снижена сразу на 50 б.п. Если же глава ФРС подтвердит опасения инвесторов относительно проблем на рынке труда, но в то же время укажет на приоритет возврата инфляции к таргету или иным образом намекнет на приверженность к осторожной корректировке ДКП, это усилит подозрения в том, что регулятор оказался в роли догоняющего и упускает из вида потенциальное ухудшение деловой активности. При реализации этого сценария рынок может перейти к агрессивным фиксациям прибыли, сравнимым с теми, что наблюдались 1-2 августа. Повышенный интерес у биржевых игроков могут вызвать квартальные отчеты ретейлеров TJX (TJX) и Target (TGT), так как они дополняют картину состояния потребления в США.

Акции малой капитализации

С 30 июля по 13 августа индексы Russell 2000 (ETF: IWM) и

Russell Microcap (ETF: IWC) скорректировались вниз на 7,1% и 9,59% соответственно. Эту динамику обусловили упомянутые выше данные рынка труда за июль, из-за которых у инвестсообщества появились сомнения в правильности тайминга ФРС в части снижения процентной ставки. Дополнительным негативным импульсом стала турбулентность на мировом валютном рынке, вызванная масштабным сворачиванием операций carry trade из-за укрепления японской иены, и последовавшие за этим широкомасштабные распродажи на ведущих биржах. С 1 по 5 августа Russell 2000 потерял чуть более 10%. Затем малый эквити-сегмент демонстрировал вялую динамику, которая, по нашему мнению, объясняется продолжающейся рецессией прибылей. По предварительным данным, за второй квартал рост выручки компаний из индекса Russell 2000 замедлился на 15 б.п., до 7,35% г/г, а EPS упала на 21,1% г/г после 21,5% кварталом ранее. Таким образом, конъюнктура сегмента не изменилась по сравнению с ситуацией за первые три месяца 2024-го. В ближайшие две недели ожидаем сохранение повышенной волатильности и рекомендуем активнее использовать хеджирующие инструменты.



Ожидаем

Ориентируемся на движения S&P 500 в диапазоне 5250–5650 пунктов

Техническая картина

Для S&P 500 сложилась нейтральная техническая картина. С одной стороны, индекс удержался выше 150-дневной скользящей средней, сформировал фигуру продолжения тренда и отскочил от зоны перепроданности. С другой — бенчмарк находится у локального сопротивления, а сильный восстановительный импульс под вопросом, так как котировки удалились от локальных экстремумов и оказались в середине торгового диапазона. Однако, если ФРС в ближайшие недели не преподнесет негативных сюрпризов, можно ожидать дальнейшего расширения рыночного ралли и позитивной динамики акций.



Новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

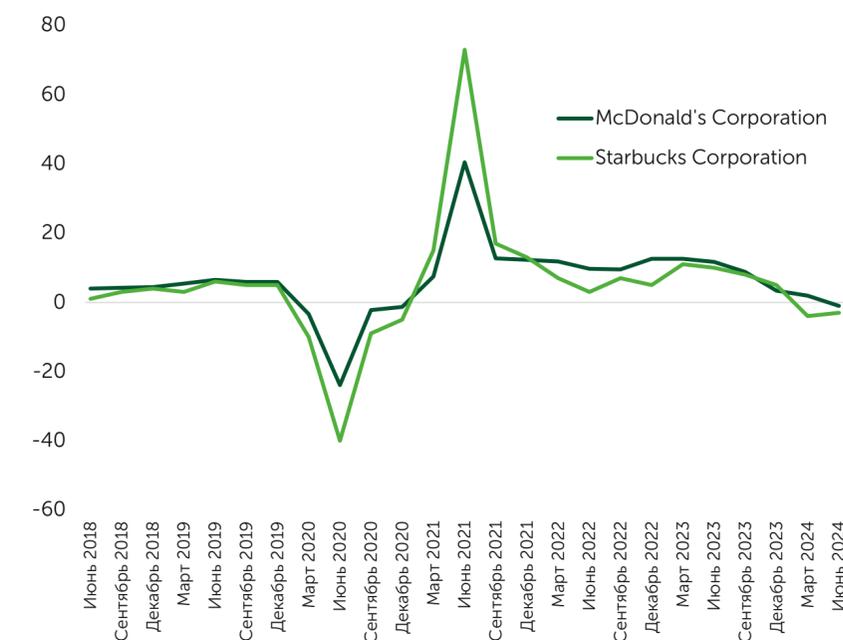


Отчеты сетей общественного питания за второй квартал указали на ослабление потребительской активности. **McDonald's (MCD)** зафиксировала в своем релизе сокращение товарооборота (systemwide sales) и сопоставимых продаж на 1% г/г. Причем отрицательная динамика последнего показателя наблюдается впервые с 2020 года, и тогда она объяснялась ограничениями, связанными с пандемией. Снижение сопоставимых продаж продемонстрировала и **Starbucks (SBUX)**, у нее данный показатель ухудшается второй квартал подряд. Отчасти это обусловлено высокой базой прошлого года, когда сильная динамика сопоставимых продаж объяснялась высокой инфляцией. Однако причина не только в этом, но и в снижении трафика, которое наблюдается на домашнем и большинстве внешних рынках. Трафик Starbucks уменьшился на 5% г/г, что обусловило сокращение выручки, даже несмотря на расширение сети заведений.

Другой заметный игрок сектора **Yum! Brands (YUM)** отчитался о сокращении сопоставимых продаж на 1% г/г, но при этом нарастил выручку и товарооборот на фоне увеличения количества своих ресторанов. Сопоставимые продажи в сети **Jack in the Box (JACK)** снизились на 2,2% г/г, а у Del Taco — на 3,9%. Хорошей новостью можно считать то, что рестораны пока сохраняют рентабельность основных показателей на прежнем уровне. Впрочем, негативная динамика потребительской активности охватывает не все компании сектора. Отдельные игроки продемонстрировали неплохие результаты в предыдущем квартале. **Cheesecake Factory (CAKE)** отчи-

талась ростом сопоставимых продаж на 1,4% г/г при повышении выручки на 4,3% г/г. **Domino's Pizza (DPZ)** увеличила выручку на 7,2% г/г, а ее сопоставимые продажи в США и за рубежом выросли на 4,2% и 2,1% г/г соответственно.

Сопоставимые продажи, % г/г



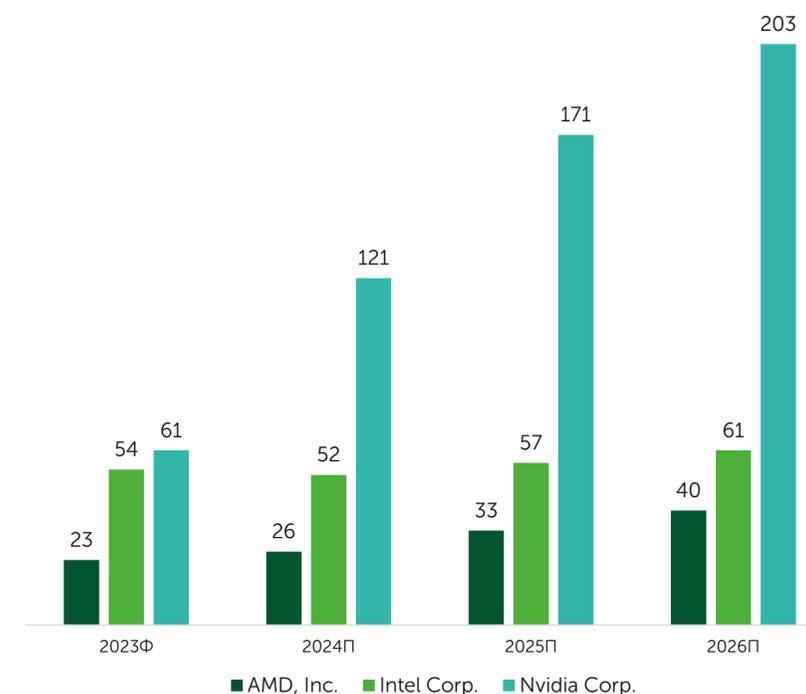
Источник: FactSet



На постмаркете 1 августа квартальную отчетность выпустила **Intel Corp. (INTC)**. Компания представила слабые финансовые результаты и гайденс на текущий квартал, кроме того, ее менеджмент объявил о программе оптимизации затрат на сумму более \$10 млрд. В рамках ее реализации под сокра-

щение попадет более 15% персонала, будут существенно урезаны расходы на R&D и MG&A, а также снижены объемы CAPEX. Доля компании на рынке в ключевых сегментах бизнеса продолжает сужаться, а позитивные тренды в выручке наблюдаются преимущественно из-за роста ASP. Сокращение R&D и MG&A лишь ускорит процесс потери рыночных позиций Intel в ближайшие годы. Компания ежеквартально направляет большие средства на скидки и спецпредложения корпоративным клиентам, чтобы обеспечить закупки своей продукции. Так, в потребительском сегменте (CCG) в отчетном квартале около \$1,3 млрд (~18% продаж) пришлось на такие инициативы. Будущее компании зависит от успехов следующих поколений ее чипов, а также от привлечения новых клиентов для Intel Foundry.

Прогнозируемая динамика выручки, \$ млрд



Источник: FactSet



Alphabet

5 августа суд согласился с Минюстом США и признал, что **Alphabet (GOOGL)** использовала незаконные методы удержания монопольного положения на рынке поисковых систем. Корпорация на протяжении многих лет подавляла конкуренцию, выплачивая миллиарды долларов производителям смартфонов и операторам веб-браузеров. В частности, упоминаются платежи Google в пользу Apple за статус своей поисковой системы по умолчанию на ее устройствах. Мера взыскания будет определена в ближайший месяц, Alphabet готовит апелляцию на решение суда. Ввиду дальнейших процессов по этому кейсу и определенного временного промежутка до вступления судебного вердикта в силу реальный эффект этих событий для компании и отрасли проявится в 2025–2026 годах. Тем не менее задуматься о последствиях ситуации стоит уже сейчас. С учетом всех обсуждаемых вариантов наиболее вероятно, что США, как ранее европейские регуляторы, обяжут всех поставщиков смартфонов и браузеров при первичном запуске устройства выводить экран выбора поисковой системы. Практика ЕС показала, что рыночная доля Google от этого практически не пострадала. В итоге эта мера будет благоприятной для инвесторов. То, какие тарифы на ТАС установит Apple (AAPL), остается основным фактором неопределенности, хотя в целом мы ожидаем, что компания не захочет терять легкие деньги и изменит структуру расценок с учетом минимизации своего ущерба и выигрыша Google. Хотя в ближайшие годы заметного влияния на этот сегмент бизнеса мы не ожидаем, в перспективе следующих трех-пяти лет это создает риски для Alphabet и открывает большие возможности для Microsoft (MSFT) с поисковиком Bing, а также для таких компаний, как OpenAI с ее SearchGPT.

Платежи Alphabet в пользу Apple за эксклюзивные права, \$ млрд



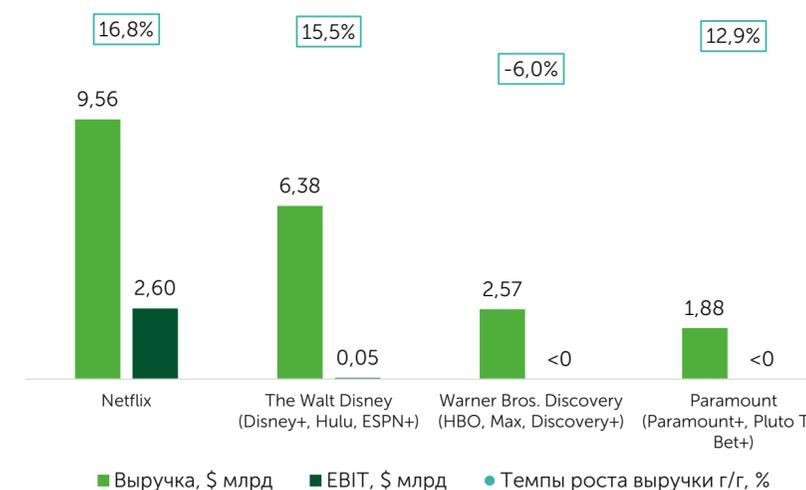
Источники: данные компаний, Freedom Broker

Disney

После завершения основной сессии 7 августа отчет за третий квартал 2024 финансового года опубликовала корпорация **The Walt Disney Company (DIS)**. Ее результаты превзошли ожидания инвесторов, гайденс на текущий год улучшен. Выручка компании увеличилась на 4% г/г, достигнув \$23,16 млрд при консенсусе \$23,08 млрд. Совокупная выручка от стриминговых сервисов Disney+, Hulu и ESPN+ выросла на 15% г/г, до \$6,38 млрд. Данный дивизион вышел на операционную прибыль, составившую \$47 млн (годом ранее компания зафиксировала в этом сегменте убыток \$512 млн). При этом менеджмент Disney рассчитывал на положительный результат только в четвертом квартале текущего фингода. Сильные показатели были достигнуты благодаря повышению объема поступлений от подписок на 14% г/г и увеличению рекламных

доходов на 44% г/г. Disney удалось продемонстрировать опережающий темп роста числа подписчиков и их монетизацию. Аудитория стриминговых сервисов компании по итогу квартала приблизилась к 230 млн. Хотя результаты сегмента Experience оказались относительно слабыми, достижения других направлений бизнеса компании с запасом компенсировали это, что позволило менеджменту повысить гайденс по EPS на весь 2024 финансовый год. Disney стала первой крупной медийной компанией после Netflix, которой удалось вывести стриминговый бизнес на операционную рентабельность. В отчетном квартале по темпу роста стримингового бизнеса Disney уступила лишь Netflix. Менеджмент Disney заявил, что прибыль и маржинальность стримингового сегмента продолжат повышаться и в последующих кварталах. Этому будет способствовать, в частности, рост стоимости подписок (максимум на 25%).

Результаты стримингового бизнеса компаний сектора телекоммуникаций во II кв. 2024-го



Источники: данные компаний, FactSet, Freedom Broker

Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global



Новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

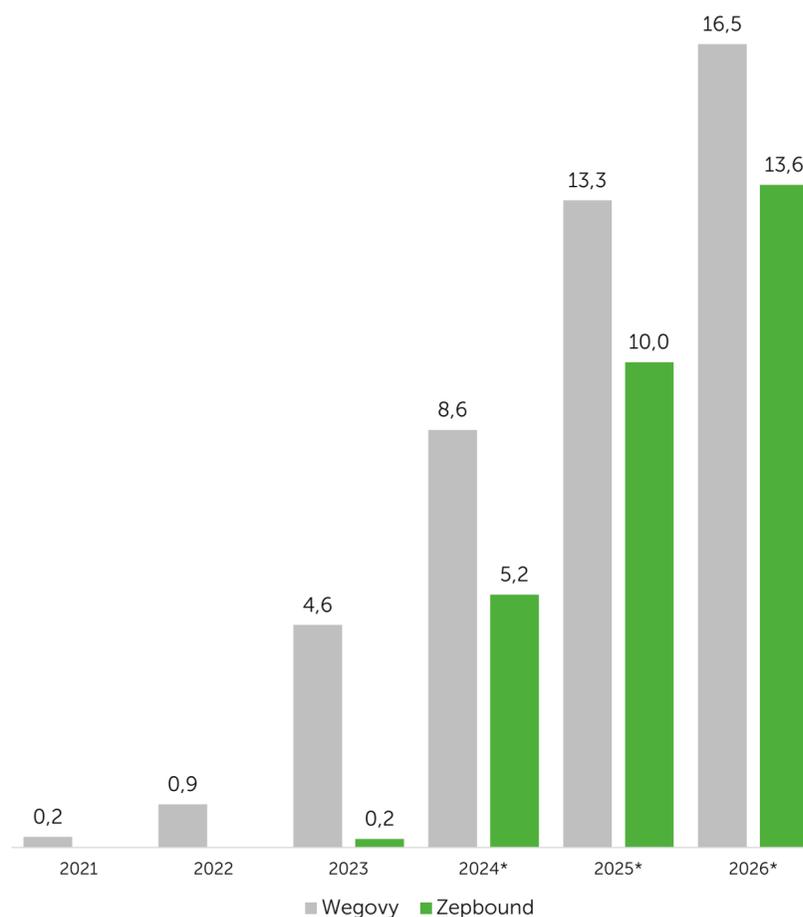


Novo Nordisk (NVO) и **Eli Lilly (LLY)** представили квартальные результаты 7 и 8 августа соответственно. В этих отчетах были продемонстрированы усиление спроса на препараты GLP-1 и конкуренция за новые терапевтические ниши. Препараты против ожирения для обеих компаний остаются ключевыми драйверами роста доходов. Этот рост будет определяться как сравнительной динамикой спроса, так и перспективами дифференциации профиля эффективности этих лекарств для пациентов с сопутствующими заболеваниями. Выручка Eli Lilly от продаж ZEPBOUND (tirzepatide) за второй квартал составила \$1,24 млрд, а аналог этого продукта WEGOVY (semaglutide) от Novo Nordisk принес компании более \$1,7 млрд. Однако темп роста продаж у Eli Lilly значительно превзошел прогнозы рынка, а Novo Nordisk не оправдала ожидания инвесторов по данному показателю. Обе компании фиксируют впечатляющее расширение еженедельного количества новых назначений, которое подкрепляется сокращением дефицита препаратов за счет наращивания производственных мощностей и оптимизации логистики.

На долгосрочном горизонте распределение долей рынка между ZEPBOUND и WEGOVY будет зависеть от успеха клинических испытаний, призванных установить их эффективность при лечении заболеваний, сопутствующих ожирению. Novo Nordisk доказала эффективность WEGOVY в снижении риска смерти от инфаркта и инсульта у пациентов с избыточной массой тела и сердечно-сосудистыми заболеваниями. ZEPBOUND имеет высокие шансы быть одобренным к применению у пациентов с апноэ. Оба препарата также про-

демонстрировали впечатляющие результаты при лечении сердечной недостаточности. При этом анонсированный Novo Nordisk перенос сроков подачи заявки по этому показанию на 2025 год создает для Eli Lilly дополнительные возможности для ускоренного расширения рынка ZEPBOUND и достижения паритета с WEGOVY.

Динамика выручки от препаратов GLP-1 агонистов для контроля массы тела



Источник: FactSet



Обзор компаний малой капитализации



MoneyLion (ML) предлагает широкий спектр цифровых банковских услуг и продуктов от открытия счета и выдачи потребительских кредитов до инструментов финансового планирования и инвестиций. Цель компании — максимально расширить базу клиентов и повысить уровень финансовой грамотности населения. Во втором квартале MoneyLion получила рекордную выручку в размере \$131 млн при скорректированной EBITDA в объеме \$18,5 млн, что повышает инвестиционную привлекательность акций компании. По словам менеджмента, сильные результаты обусловлены диверсифицированной бизнес-моделью. В консенсус на 2024 год закладывается рост выручки на 25,12% г/г, до \$529,8 млн, что предполагает выход MoneyLion в чистую прибыль, которая прогнозируется на уровне \$1,61 на акцию после убытка в размере \$4,63 по итогам 2023-го.

Консенсус FactSet по акции ML: \$104,25.



Backblaze (BLZE) специализируется на услугах резервного копирования и облачного хранения данных для физических и юридических лиц. Одно из ключевых направлений бизнеса компании Backblaze B2 Cloud Storage напрямую конкурирует с Amazon S3 (Cloud Object Storage) и имеет преимущество в ценовом компоненте. За второй квартал текущего года доходы компании от B2 Cloud Storage увеличились на 43% г/г, до \$15,4 млн. Благодаря запуску и интеграции нового продукта B2 Live Read, который позволяет читать или передавать файлы непосредственно из хранилища B2 без скачивания, компании удается сохранять импульс в привлечении и удержании клиентов. Это обеспечивает акциям Backblaze фундаментальный потенциал роста. По итогам года прогнозируется увеличение выручки компании на 24,9%, до \$127,5 млн, с сокращением чистого убытка наполовину — до \$0,44 на одну долевую бумагу.

Консенсус FactSet по акции BLZE: \$12,12.



Ituran Location and Control (ITRN) — израильская компания, специализирующаяся на предоставлении услуг спутникового мониторинга и контроля транспортных средств. Бизнес Ituran Location and Control делится на два основных сегмента: телематические услуги (73,3% выручки) и оборудование (26,7% выручки). Акции компании выглядят привлекательно в преддверии выхода отчета за второй квартал, запланированного на 19 августа. В первом квартале выручка Ituran Location and Control увеличилась на 7% г/г, до \$85,03 млн, а прибыль на акцию повысилась на 14,8%, достигнув \$0,66 при средних ожиданиях на уровне \$0,59. База подписчиков за этот период расширилась на 39 тыс. при собственном гайденсе в диапазоне 35–40 тыс. Важным драйвером роста бизнеса компании является фокус на развивающиеся рынки, для которых характерна большая частота угонов автомобилей при низком проценте дополнительно застрахованных транспортных средств.

Таргет Freedom Broker по акции ITRN: \$36.



Innovative Solutions and Support (ISSC) занимается разработкой и производством передовых систем для авиации, позиционируя себя как системный интегратор. Это обеспечивает бизнесу потенциал получения все более крупных заказов на расширяющуюся продуктовую базу. За второй квартал текущего года эмитент отчитался в соответствии с консенсусом, однако новости о переносе оборудования Honeywell на площадку Innovative Solutions and Support, а также о заказах от оборонных предприятий позволяют говорить о позитивных перспективах бизнеса. Акции компании сохраняют внушительный потенциал роста на горизонте 12 месяцев. По итогам 2024 года ожидается увеличение ее выручки на 30,3% г/г, до \$45,35 млн, что, вероятно, окажется выше среднего в индустрии результата. Консенсус в отношении EPS предполагает повышение на 8,01%, до \$0,38.

Таргет Freedom Broker по акции ISSC: \$10,1.

Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global



Инвестиционная идея

Pfizer: высокие достижения — широкие перспективы

Акции Pfizer интересны для покупки с целевой ценой \$42

Pfizer (PFE) — американский фармацевтический гигант, занимающийся разработкой и производством медицинских препаратов в сегментах онкологии, иммунологии, редких заболеваний. После пандемии и пика ковидных доходов акции PFE долгое время находились в нисходящем тренде. На наш взгляд, он подошел к концу. Компания значительно укрепила свой пайплайн и продуктовый портфель для обеспечения долгосрочного роста своего бизнеса.

Ключевые инвестиционные тезисы

Итоги первого полугодия 2024-го. Во втором квартале совокупная выручка Pfizer увеличилась на 2,1% г/г, однако позитивная динамика продаж перекрывается падающими доходами от средств для лечения и профилактики COVID-19 (Paxlovid и Comirnaty). За вычетом этой динамики выручка компании в апреле-июне поднялась на 13,4% г/г, 7,5% этого роста обеспечили продажи продуктов Seagen, поглощенной в конце 2023-го. В сегменте Primary Care основные продажи обеспечил продукт Eliquis (+7% г/г), в дивизионе Specialty Care — Vyndaqel (+69% г/г). Выручка от крупнейшего онкологического препарата Ibrance упала на 9% г/г, но эту динамику с большим запасом компенсировали продажи продуктов Seagen и Xtandi (+17% г/г). Мы позитивно оцениваем продолжающееся обновление продуктового портфеля Pfizer. Реализация вакцины PCB Abrysvo, появившаяся на рынке к прошлогоднему сезону прививок, может обеспечить компании больше \$1 млрд новой выручки в сегменте Primary Care в 2024 году. Дальнейший потенциал роста

доходов от этого продукта обеспечит расширение показаний для его применения в возрастной группе от 18 до 59 лет.

Положение в индустрии. Pfizer уверенно движется к достижению лидирующих позиций на рынке средств против онкологических заболеваний. Поглощение Seagen улучшило долгосрочный потенциал ее выручки. Продажи четырех препаратов Seagen обеспечивают более активное увеличение доходов Pfizer. Полное одобрение Tivdak от FDA и положительные рекомендации CHMP в Европе по Braftovi-Mektovi и Padcev подтверждают высокую перспективность приобретенных продуктов. На наш взгляд, Pfizer способна стать ведущим производителем онкологических препаратов в текущем десятилетии не только за счет разработок Seagen, но и за счет собственного пайплайна. В рамках прошедшего в феврале корпоративного «Дня инноваций в онкологии» руководство Pfizer анонсировало запуск продаж не менее восьми противоопухолевых блокбастеров до конца 2030 года и доведение доли биологических препаратов в структуре глобальной выручки до 65% с 20% в 2023-м. Это особенно важно с учетом того, что действующий лидер онкологического рынка Merck (MRK), на наш взгляд, испытывает трудности с продвижением нового поколения противораковых препаратов.

Улучшение показателей рентабельности. Скорректированная валовая маржинальность Pfizer за второй квартал выросла на 3 п.п., до 79%, благодаря уменьшению доли выручки от средств для лечения и профилактики COVID-19 и запуска программы

Вадим Меркулов,
директор
аналитического департамента
Freedom Finance Global



Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global



Тикер	PFE
Цена акций на момент анализа	\$28,55
Целевая цена акций	\$42
Потенциал роста	47,11%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
PFE	(0,2%)	(6,2%)	3,0%	1,3%	(20,3%)
S&P 500	(0,2%)	(0,0%)	(4,2%)	2,5%	19,6%
Russell 2000	0,0%	(1,3%)	2,5%	0,4%	7,8%
DJ Industrial Average	0,0%	(0,6%)	0,5%	0,3%	12,5%
NASDAQ Composite Index	0,1%	(0,2%)	(9,1%)	2,4%	22,0%

Динамика котировок PFE, \$



Инвестиционная идея

оптимизации производственных затрат, за счет которой Pfizer планирует сэкономить \$1,5 млрд до конца 2027 года. Это должно позитивно повлиять на валовую рентабельность. Также компания продолжает реприоритизацию затрат, направленную

на сдерживание увеличения операционных расходов по отношению к выручке, что может оказать дополнительную поддержку EPS в 2024–2025 годах.

Целевая цена по акции PFE — \$42, рекомендация — «покупать».

**Инвестиционный
обзор №301**

16 августа 2024

ffin.global



Финансовые показатели, \$ млн	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Выручка	81 491	100 331	58 497	61 544	62 048	65 524	68 186	67 689	67 391
Основные расходы	30 969	34 343	24 954	16 235	15 820	16 381	17 047	16 922	16 848
Валовая прибыль	50 522	65 988	33 543	45 309	46 228	49 143	51 140	50 767	50 544
SG&A	25 908	25 976	27 031	26 772	24 750	25 874	27 022	26 836	26 733
EBITDA	24 614	40 012	6 512	18 537	21 477	23 269	24 117	23 931	23 811
Амортизация и проч.	5 191	5 064	6 290	7 360	7 313	6 907	6 351	5 855	5 407
ЕБИТ	19 423	34 948	222	11 178	14 164	16 362	17 767	18 076	18 404
Процентные и прочие доходы	1 255	988	585	2 636	1 909	1 682	1 355	1 083	935
ЕВТ	23 956	34 731	853	8 064	12 255	14 681	16 411	16 993	17 469
Налоги	1 769	3 328	-1 115	634	1 228	1 468	1 641	1 699	1 747
Чистая прибыль	22 187	31 403	1 968	7 430	11 028	13 213	14 770	15 294	15 722
Dilluted EPS	\$5,57	\$5,57	\$0,37	\$1,31	\$1,94	\$2,32	\$2,59	\$2,68	\$2,76
DPS	\$1,53	\$1,57	\$1,63	\$1,67	\$1,76	\$1,75	\$1,96	\$2,02	\$2,08

Анализ коэффициентов	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
ROE	33%	2%	8%	12%	14%	15%	15%
ROA	16%	1%	3%	5%	6%	7%	7%
ROCE	23%	0%	7%	8%	10%	11%	11%
Выручка/Активы (x)	0,51x	0,26x	0,28x	0,29x	0,31x	0,32x	0,33x
Коэф. покрытия процентов (x)	0,10x	3,69x	6,15x	8,07x	9,45x	10,18x	10,98x

Маржинальность, в %	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Валовая маржа	62%	66%	57%	74%	75%	75%	75%	75%	75%
Маржа по EBITDA	30%	40%	11%	30%	35%	36%	35%	35%	35%
Маржа по чистой прибыли	27%	31%	3%	12%	18%	20%	22%	23%	23%

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



Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
PFE	Pfizer Inc.	Фармацевтика	163 484	2024-08-13	28,9	42	2025-08-13	46%	24	Покупать
IIPR	Innovative Industrial Properties Inc	Инвестиционные трасты недвижимости	3 322	2024-07-30	117,3	160	2025-07-30	36%	102	Покупать
ADSK	Autodesk, Inc.	Программное обеспечение	52 716	2024-07-16	244,6	300	2025-07-16	23%	225	Покупать
WPM	Wheaton Precious Metals Corp	Сырье	26 363	2024-07-02	58,2	58	2025-07-02	-	40	Фиксация позиции (тейк профит)
BKR	Baker Hughes	Нефтегаз	34 591	2024-06-18	34,8	35,5	2025-06-18	-	27,5	Фиксация позиции (тейк профит)
F	Ford Motor Company	Автомобилестроение	39 591	2024-06-04	10,1	14,4	2025-06-04	-	10,9	Фиксация позиции (тейк профит)
CTGO	Contango ORE, Inc.	Горная промышленность	238	2024-05-21	19,7	29	2025-05-21	47%	16,2	Покупать
ERJ	Embraer S.A. Sponsored ADR	Аэрокосмическая и оборонная промыш.	5 924	2024-05-07	32,2	31,7	2025-05-07	-	22	Фиксация позиции (тейк профит)
STZ	Constellation Brands, Inc.	Напитки	43 744	2024-04-24	240,1	290	2025-04-24	21%	240	Покупать
LULU	Lululemon Athletica	Текстиль, одежда и предметы роскоши	29 007	2024-04-08	242,0	400	2025-04-08	-	322,5	Фиксация позиции (стоп-лосс)
PDD	PDD Holdings	Интернет- и прямая розничная торговля	200 011	2024-03-26	144,0	170	2025-03-26	18%	85	Покупать
AVGO	Broadcom Inc.	Полупроводники и оборудование	726 907	2024-03-12	156,2	155	2025-03-12	-	110	Фиксация позиции (тейк профит)
BMRN	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Биотехнологии	17 322	2024-02-13	91,0	115,0	2025-02-12	-	79	Фиксация позиции (стоп-лосс)
FI	Fiserv, Inc.	Финансовые услуги	93 532	2024-02-13	162,5	159	2025-02-12	-	139	Фиксация позиции (тейк профит)
SPG	Simon Property Group, Inc.	Инвестиционные трасты недвижимости	50 835	2024-01-26	155,9	160,0	2025-01-25	3%	135	Держать
HAL	Halliburton Company	Нефтегаз	27 447	2024-01-16	31,1	43,0	2025-01-15	-	32,4	Фиксация позиции (стоп-лосс)
GM	General Motors Company	Автомобилестроение	48 688	2024-01-30	43,3	45,0	2025-01-29	-	35,7	Фиксация позиции (тейк профит)
CROX	Crocs, Inc.	Одежда и предметы роскоши	7 994	2023-10-27	134,6	131,0	2024-10-26	-	100	Фиксация позиции (тейк профит)

Опционная идея

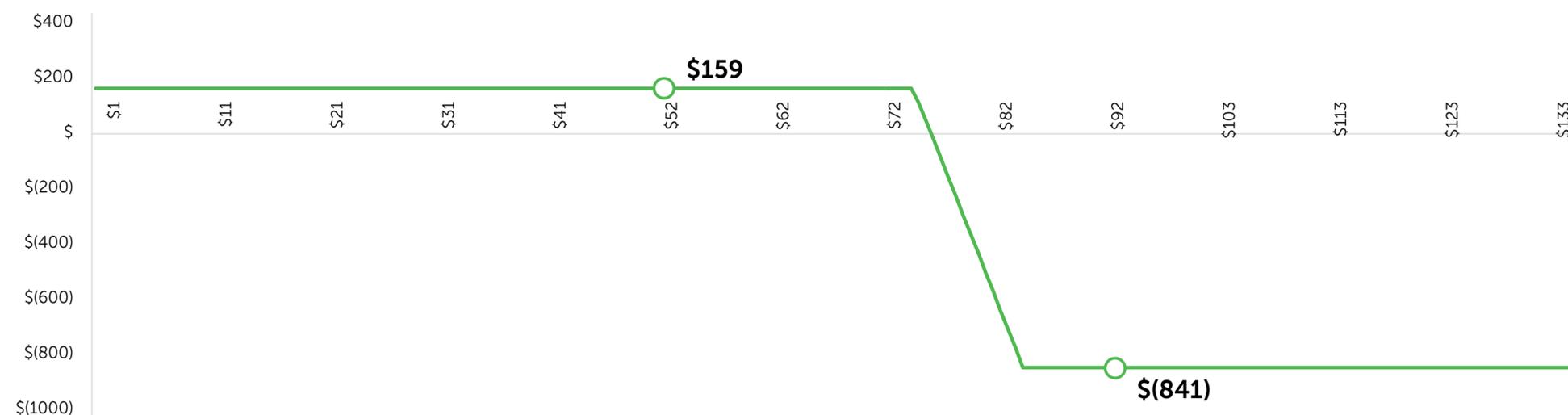
CALL CREDIT SPREAD ON SHOP

Инвестиционный тезис

Shopify (SHOP) — международная платформа для электронной коммерции, предлагающая онлайн-магазинам набор услуг, включающий платежи, доставку и маркетинговые инструменты привлечения клиентов.

После публикации отчета за первый квартал в мае акции SHOP потеряли четверть своей стоимости, а после релиза за второй — поднялись почти на 25%. Причиной этой динамики в обоих случаях стало расхождение между прогнозными и фактическими результатами. Валовой товарооборот (GMV) и объем платежей (GPV) с начала года росли высокими двузначными темпами. Валовая прибыль увеличилась из-за повышения стоимости тарифных планов и избавления от низкомаржинального логистического бизнеса. Мы прогнозируем сохранение среднего темпа роста выручки Shopify на уровне 20% г/г до конца текущего года. В то же время в третьем финансовом квартале ожидаем ослабления потребительской активности с соответствующим эффектом на результаты компании. Косвенно эти прогнозы подтверждаются отчетностью некоторых ретейлеров, к примеру Home Depot. По нашим расчетам, котировки SHOP будут ниже \$75 к 18 октября.

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
SHOP	Покупать	CALL \$85	18.10.2024	0,61	\$ (159,00)	0,117	0,017	0,062	-0,018	38,48%	88%	56%	57%	55%
	Продавать	CALL \$75	18.10.2024	2,2		0,33	0,033	0,102	-0,033					

Параметры сделки

Продажа	Call Credit Spread on SHOP
Страйки	Long CALL 85; Short CALL 75
Покупка	+SHOP^EAI85
Продажа	+SHOP^EAI75
Дата экспирации	18.10.2024
Маржинальное обеспечение	\$1000
Максимальная прибыль	\$159
Максимальный убыток	\$(841)
Ожидаемая прибыль	16%
Точка безубыточности	\$76,59

Управление позицией

Если в день экспирации, 18 октября, цена базового актива окажется ниже, чем у проданного опциона call, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$159. При цене базового актива в диапазоне \$75–85 убыток будет варьироваться, при этом необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) SHOP для закрытия позиции в момент экспирации. Если же цена базового актива поднимется выше стоимости опциона call, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$841. В позицию необходимо заходить до 1 сентября включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Инвестиционный обзор №301

16 августа 2024

ffin.global



IPO Grupo Aeromexico

Авиация по-мексикански

13 мая заявку на IPO подал авиаперевозчик Grupo Aeromexico. Среди андеррайтеров размещения Barclays, Morgan Stanley, J.P. Morgan

Чем интересна компания?

- **О компании.** Grupo Aeromexico была основана в 1934 году, на сегодняшний день она предлагает перелеты по международным и внутренним маршрутам. Компания осуществляет рейсы во все крупные мексиканские города и в 43 международных аэропорта 22 стран. Это единственный авиаперевозчик из Мексики, который входит в международный глобальный альянс SkyTeam, включающий 19 компаний. В 2020 году на фоне пандемии компания подала заявление о банкротстве, а в 2022-м завершила процесс реорганизации в соответствии нормативами, предполагающими делистинг ее акций с Мексиканской фондовой биржи. По состоянию

на 31 марта 2024 года авиапарк Aeromexico состоял из 144 лайнеров со средним сроком эксплуатации 8,3 года.

- **Потенциальный рынок.** По прогнозам Statista, доходы от авиаперевозок в Мексике по итогам текущего года составят \$9,64 млрд и будут расти среднегодовым темпом 3,39% до 2029-го, в результате чего объем рынка достигнет \$11,39 млрд.
- **Финансовые показатели.** В 2022 году выручка Aeromexico увеличилась на 70%, в 2023-м ее рост замедлился до 29%, а в первом квартале 2024 года составил 27%. EBIT-маржа с -28% в 2021-м поднялась до 16% в январе-марте текущего года. Долг от всех активов авиаперевозчика на конец первого квартала составлял 43%.



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global

Обзор перед IPO



Эмитент	Grupo Aeromexico
Тикер	AERO
Биржа	NYSE
Андеррайтеры	Barclays, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Evercore ISI, Apollo Global Securities



Рынок Казахстана

Остаемся при своих

Скачки волатильности KASE под влиянием турбулентности на внешних площадках не изменили общую картину для бенчмарка

Первую половину августа индекс KASE завершил снижением на символическую 0,1%. На первый взгляд, это сигнализирует об отсутствии сильных движений на локальных биржевых площадках. Однако по итогам торгов 2 и 5 августа казахстанский рынок упал почти на 4% на фоне резкого скачка волатильности на внешних площадках. В те дни «индекс страха» VIX поднимался выше 60 пунктов, а японские бенчмарки Nikkei и ToPIX теряли по 10% за одну сессию, чтобы полностью восстановиться в ходе следующей. Как часть глобальной финансовой системы, KASE не мог не отреагировать на усиление активности «медведей». К концу первой декады месяца биржевая паника на ведущих площадках мира начала утихать, вследствие этого основной бенчмарк казахстанского рынка с 6 по 13 августа полностью отыграл понесенные ранее потери. Таким образом, в конечном итоге всплески волатильности существенных изменений в рыночную ситуацию не внесли.

В лидеры роста прошедших двух недель вышла Kcell. Важных для компании новостей за этот период не поступало, однако у ее бумаг есть свойство двигаться вверх в период летнего затишья на KASE. На этот раз котировки установили новый исторический максимум, уйдя выше 3200 тенге. На втором месте оказался Народный банк, который также рос без сопровождаю-

щих новостей. Возможно, инвесторы вкладывались в эти акции в расчете на информацию о дивидендах за первое полугодие или в ожидании сильного финансового отчета, пресс-конференцию по итогам которого банк перенес с 21 на 20 августа. В аутсайдерах оказались ADS Kaspi, однако их котировки сейчас активно восстанавливаются вместе с американским рынком.

В валютной секции наблюдается консолидация пары USD/KZT под сильным уровнем сопротивления 480 тенге. Увеличение объема продаж доллара из Нацфонда, а также дополнительная реализация валюты для покупки акций Казатомпрома в ЕНПФ не создали переломного момента для тенге.



Ожидания и стратегия

KASE близок к пробое уровня сопротивления, который позволит ему выйти из текущего бокового тренда. Отметим, что исторически август и сентябрь на казахстанском рынке — это удачные периоды для роста. Его драйвером способны стать сезон отчетности и благополучная ситуация на внешних площадках. Для активации рекомендаций по среднесрочным покупкам мы ожидаем сигнала, которым станет обновление исторических максимумов в индексе KASE. Тем, кто хотел бы вложиться в инструменты локального рынка «здесь и сейчас», советуем присмотреться к акциям Народного банка. Также рекомендуем следить за уровнем 480 тенге за доллар, пробой которого может означать дальнейшее ослабление нацвалюты.

Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global



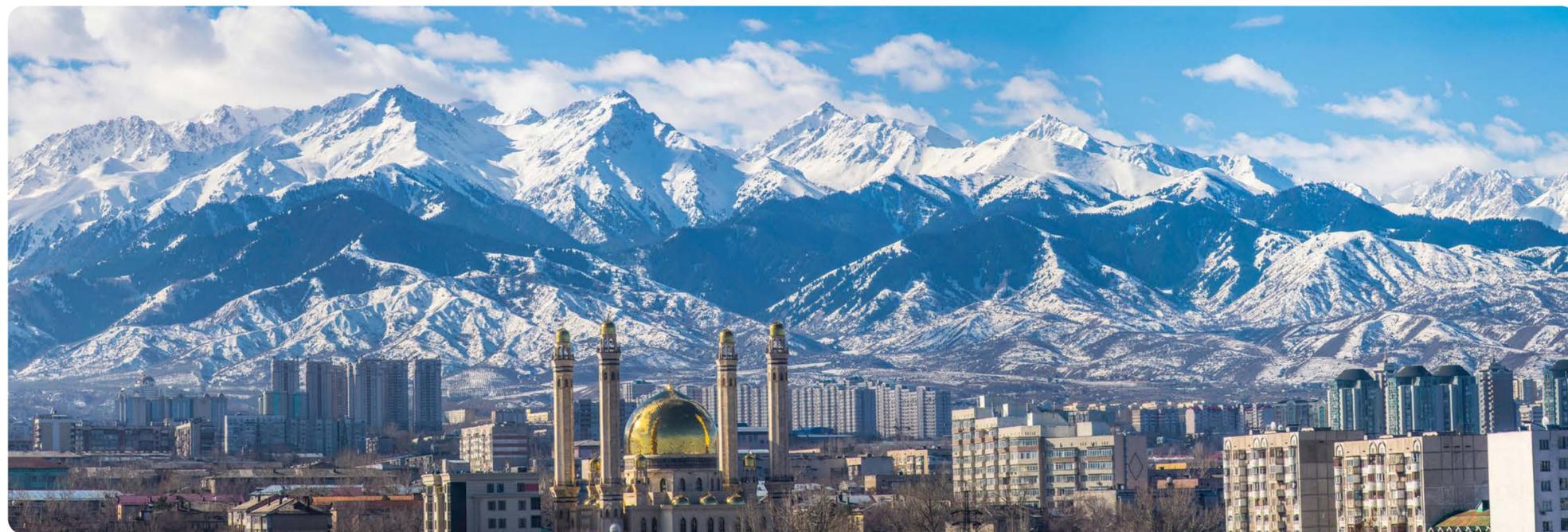
Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	30.07.24	13.08.24	
Индекс KASE	5 235,84	5 230,63	-0,1%
Kcell (KASE)	2 951,11	3 150,00	6,7%
Халык Банк (GDR)	17,46	18,26	4,6%
Халык Банк (KASE)	206,00	209,65	1,8%
Казтрансойл (KASE)	809,98	817,00	0,9%
Банк Центр-Кредит (KASE)	1 980,02	1 991,80	0,6%
Казмунайгаз (KASE)	13 500,00	13 557,00	0,4%
KEGOC (KASE)	1 478,00	1 476,50	-0,1%
Air Astana (KASE)	843,50	835,00	-1,0%
Air Astana (GDR)	7,00	6,90	-1,4%
Казхтелеком (KASE)	38 858,00	38 224,71	-1,6%
Казатомпром (KASE)	18 420,00	18 060,00	-2,0%
Казатомпром (GDR)	37,70	36,80	-2,4%
Kaspi (ADS)	129,50	125,48	-3,1%
Kaspi (KASE)	65 843,00	62 992,31	-4,3%

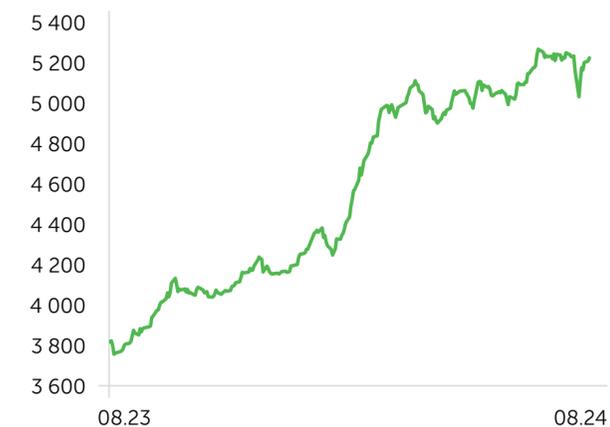
Рынок Казахстана

Важные новости

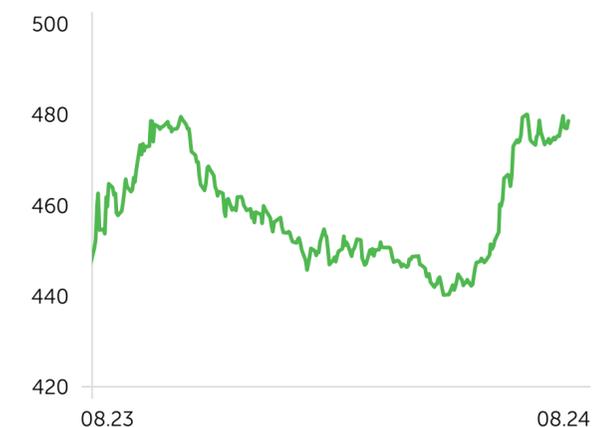
- **ЦАРЭС прогнозирует резкий рост ВВП Казахстана в 2025 году.** Аналитики института Центрально-Азиатского регионального экономического сотрудничества (ЦАРЭС) рассчитывают, что в 2025 году базовый показатель казахстанской экономики поднимется на 5,2%, притом что в первом полугодии его рост составил 3,7%. Оптимистично перспективы экономики республики оценивают Азиатский банк развития и Международный валютный фонд, которые ожидают увеличения ее ВВП в будущем году на 5,3% и 5,6% соответственно.
- **Нацбанк продолжает увеличивать продажи валюты из Нацфонда.** В план регулятора на август заложены объемы \$500–600 млн для трансфертов из Нацфонда в пользу бюджета и \$230–250 млн — для покупки акций Казатомпрома. Для пополнения доли валютных активов ЕНПФ будет закуплено \$200–250 млн. Таким образом, чистые продажи составят \$530–600 млн. Эта сумма соответствует периодам укрепления тенге. Для сравнения: в прошлом месяце регулятор реализовал на рынке \$346 млн.
- **Air Astana представила отчет за первое полугодие 2024 года.** Результаты можно назвать нейтральными, хотя основные показатели доходности во втором квартале улучшились. Выручка и прочие доходы выросли на 13%, во многом благодаря увеличению пассажиропотока на 11,4%, до 2,2 млн. В то же время компания понесла единовременные расходы, в том числе связанные с проведением IPO и благотворительными целями (помощь пострадавшим от паводков). Без учета данных издержек компания продолжает показывать неплохой рост в рамках общего расширения рынка пассажирских перевозок в Казахстане.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Рынок Германии

Сезон распродаж

Ряд внешних и внутренних факторов вызвал коррекцию индекса DAX, которая может продолжиться после периода восстановительного роста

С 29 июля по 2 августа индекс DAX продемонстрировал самую глубокую коррекцию с марта прошлого года. За эту неделю бенчмарк опустился на 4,1%, откатившись до 17 661 пункта. Наиболее выраженным падение оказалось в последние торговые дни указанного периода. Давление на котировки оказало снижение акций европейского банковского сектора на 4,5% на фоне слабого отчета Societe Generale (-9%). Негативно был воспринят рынком и финансовый отчет BMW, после которого DAX опустился ниже общеевропейского индекса. Акции BMW упали на 3,1% в ходе сессии 1 августа, так как ее маржа во втором квартале оказалась ниже консенсуса. В последний торговый день недели в фокусе инвесторов были тревожные данные рынка труда США за июль. Отчет зафиксировал достижение безработицей трехлетних максимумов, и это усилило распродажи на ведущих фондовых площадках. Технологический сектор Европы на этом фоне упал на 6,1%, что стало самым большим однодневным снижением почти за четыре года. Котировки европейского финансового сектора снизились на 5,2%, банковского — на 4,3%. Дополнительное давление на них оказало решение Банка Англии снизить ставку с 5,25% до 5%. Не добавила оптимизма участникам рынка Германии предварительная статистика, отразившая снижение ее ВВП во втором квартале на 0,1% кв/кв при консенсусе, предполагавшем рост на ту же величину.

За период с 5 по 9 августа DAX вырос на 0,35%, хотя в первый торговый день этого периода опускался до минимумов февраля. Давление на индекс оказал крупнейший за многие годы обвал

на Токийской бирже на фоне повышения ставки Банком Японии, укрепления иены и опасений по поводу рецессии в США. Глубокая коррекция последовала и на американских и европейских фондовых рынках. В моменте DAX падал на 3,6%, но до конца недели двигался вверх. Возвращению покупателей на биржи способствовали заявления ФРС о том, что последний отчет по рынку труда не означает начало экономического спада. Также оптимистично были восприняты данные промпроизводства в Германии за июль: показатель поднялся на 1,4% м/м, немного превысив консенсус и также сигнализируя о снижении рисков рецессии. Число первичных заявок на пособие по безработице в США за предыдущую неделю оказалось меньше, чем ожидалось. Это также ослабило беспокойство участников торгов по поводу перспектив американской экономики.

20 августа выйдут июльские данные индекса цен производителей в Германии, что укажет на дальнейший тренд потребительской инфляции. Затем будет опубликован индекс деловой активности (PMI) за август (консенсус для композитного показателя: 50,5 пункта, предыдущее значение: 49,1). 26 августа будут обнародованы данные настроений бизнеса от института Ifo. 27 августа увидит свет уточненная статистика динамики ВВП за второй квартал (предварительная оценка: -0,1% кв/кв). 28 августа GfK опубликует результаты опроса по потребительской уверенности на сентябрь (консенсус: -22 пункта, предыдущее значение: -18,4).

Ожидания и стратегия

Индекс DAX после нескольких недель консолидации в рамках восходящего тренда резко скорректировался вниз. Таким образом, обновление исторических максимумов откладывается. Максимальный локальный потенциал для восстановления предполагает достижение уровня 18 000 пунктов, выше него бенчмарк вряд ли поднимется в обозримой перспективе. Вероятнее всего, добравшись до этой отметки, DAX вновь перейдет к коррекции.

Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global



20

Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	26.07.24	09.08.24	
DAX Index	18 417,55	17 722,88	-3,8%
TMV GR Equity	10,88	12,59	15,8%
DWNI GR Equity	18,12	20,20	11,5%
DHER GR Equity	19,29	21,38	10,9%
RHM GR Equity	488,00	536,00	9,8%
RAA GR Equity	785,50	857,00	9,1%
LEG GR Equity	80,38	85,32	6,1%
FPE GR Equity	30,10	31,55	4,8%
BOSS GR Equity	36,02	37,72	4,7%
GXI GR Equity	94,15	98,45	4,6%
VNA GR Equity	28,19	29,45	4,5%
AT1 GR Equity	1,95	2,04	4,2%
GIB GR Equity	72,00	75,00	4,2%
HLAG GR Equity	148,00	153,60	3,8%

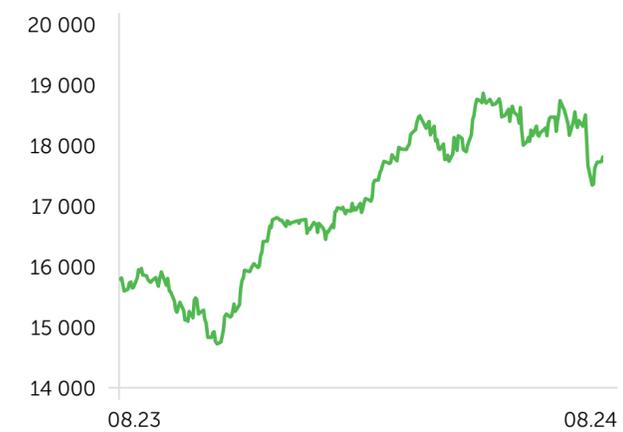
Рынок Германии

Важные новости

- **Потребительская инфляция в Германии ускорилась.** В июле показатель в годовом и гармонизированном выражении вырос на 2,6% после 2,5% в июне при консенсусе аналитиков, опрошенных Reuters, не предполагавшем изменений.
- **Деловая активность в секторе услуг Германии продолжает слабеть.** В июле сервисный PMI опустился с июньских 53,1 пункта до 52,5. Это стало вторым снижением подряд, впрочем, показатель остается выше нейтральной границы 50 пунктов. Композитный индекс PMI, отражающий также бизнес-активность в промышленности, снизился с 50,4 до 49,1 пункта.
- **По предварительным данным, ВВП Германии во втором квартале ушел в минус.** Базовый показатель экономики ФРГ оказался худшим в евроальянсе. После роста на 0,2% в первые три месяца 2024-го он сократился на 0,1%, притом что в консенсус Reuters закладывалось повышение на 0,1%. ВВП еврозоны за апрель-июнь вырос на 0,3% кв/кв.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

SAP SE. Заоблачные перспективы

Росту акций SAP будут способствовать сильные квартальные результаты и высокий спрос на ИИ-решения

Причины для покупки:

- **Квартальный отчет и спрос на облачные решения.** Результаты SAP за второй квартал оказались выше общерыночных ориентиров благодаря показателям облачного бизнеса, улучшившимся за счет растущего спроса предприятий на решения в области искусственного интеллекта. Выручка компании достигла 8,29 млрд евро, а EPS составила 1,1 евро при консенсусе 8,26 млрд и 1,09 евро соответственно. В гайденс по итогам 2024 года закладывается выручка в пределах 17–17,3 млрд евро при скорректированной операционной прибыли в диапазоне 7,6–7,9 млрд.

- **Сотрудничество с Херох.** Компания выбрала несколько решений SAP для трансформации своей корпоративной архитектуры в рамках долгосрочной программы Reinvention. Эта стратегия нацелена на улучшение и стабилизацию результатов основных сегментов бизнеса Херох, рост производительности и эффективности, а также на внедрение цифровых услуг и ИТ-сервисов для повышения качества обслуживания клиентов.
- **Техническая картина.** Акции SAP продолжают двигаться в восходящем канале и пробили сопротивление на уровне 191 евро, нацелившись на обновление исторических максимумов в районе 197,5 евро.

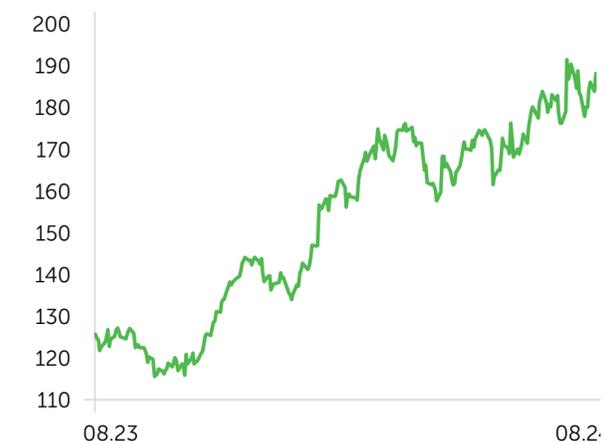


Среднесрочная идея



Тикер на Xetra	SAP
Текущая цена	€192,64
Целевая цена	€220
Потенциал роста	14,14%

Динамика акций SAP на Xetra



Рынок Армении

Равнение на макрофон

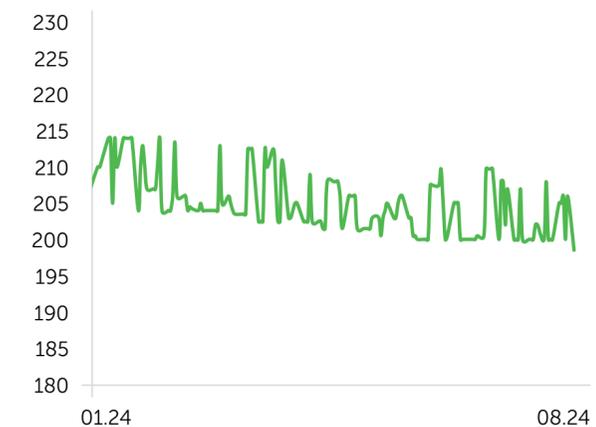
Динамику на фондовых площадках республики продолжают определять макроэкономические релизы

С 29 июля по 12 августа динамика армянского фондового рынка была смешанной. Котировки АСВА Bank поднялись на 2,7%, вернувшись на максимумы с середины июня после коррекции с конца апреля до 9 августа почти на 8%. Позитивный фон для эмитента создали данные роста объемов кредитования коммерческих банков за июнь на 1,4% м/м. В то же время снижение ставки ЦБ и последовавшее за этим сокращение притока средств на банковские депозиты на 1,1% м/м оказывают некоторое давление на отрасль. Динамику котировок АСВА Bank мы связываем с перетоком средств из исчерпавшего драйверы роста сектора коммуникаций в финансовый. За июнь выручка операторов связи повысилась лишь на 1% м/м. На этом фоне акции Telecom Armenia упали на 4,6%, впервые с начала года уйдя ниже важного уровня поддержки 200 драмов. Это создает риск дальнейшей коррекции.

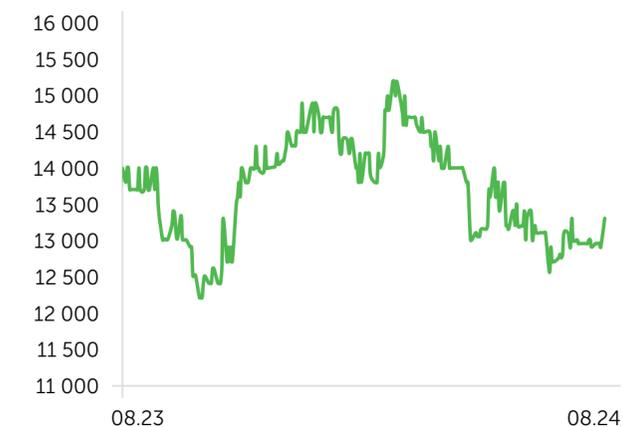
- Индекс цен трехлетних корпоративных облигаций остается стабильно высоким. Курс армянского драма также сохранил устойчивость. Консервативный подход регулятора к смягчению монетарной политики обусловил ее нейтральное влияние на доходность и цены долговых инструментов, а также на баланс спроса и предложения на рынке валюты. Ускорение инфляции в июле не стало сюрпризом для инвестсообщества, хотя и оказалось чуть выше ожиданий. Предполагаем, что ее динамика была учтена в ценах финансовых инструментов, в том числе облигаций. Прогнозируем как минимум два снижения ставки ЦБ до конца года, что должно приблизить инфляцию к целевому уровню.



Динамика акций Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год



Рынок Армении

Важные новости



Новости экономики

- Индекс потребительских цен за июль вырос на 1,4% г/г при консенсусе 1%. Продукты и безалкогольные напитки подорожали на 0,7% г/г после аналогичного удешевления месяцем ранее. Наиболее выраженным было повышение цен на алкоголь и табачную продукцию (+4,3% г/г после +4,8% в июне), а также на услуги транспорта (+10% г/г после +10,8% в июне). Тем не менее по результатам семи месяцев 2024 года в экономике Армении фиксируется дефляция, которая, впрочем, замедлилась вдвое — до 0,3% г/г. На этом фоне мы ожидаем еще по крайней мере два снижения ставки ЦБ до конца года.
- Отрицательное значение чистого экспорта в июне повысилось на 24,8%, до \$252 млн. Экспорт вырос на 59,9% г/г, одновременно сократившись на 10,9% м/м. Импорт увеличился на 20,6% г/г и снизился на 3,5% м/м. Продолжение сжатия экспорта в сопоставлении месяц к месяцу вкупе со снижением ставки ЦБ должно оказать давление на курс драма.
- Производство медного концентрата, цинка и молибдена в Армении с января по июнь выросло на 15%, 20,8% и 25,2% г/г — до 144,6 тыс., 5,39 тыс. и 7,92 тыс. тонн соответственно. Этот фактор должен быть учтен в стоимости нацвалюты, и, вероятно, он способствовал ее укреплению в первом полугодии. Однако сейчас доля перечисленных металлов в общем экспорте составляет лишь около 2%. Более выраженное влияние на курс драма оказывают поставки за рубеж благородных металлов и ювелирных изделий из них.

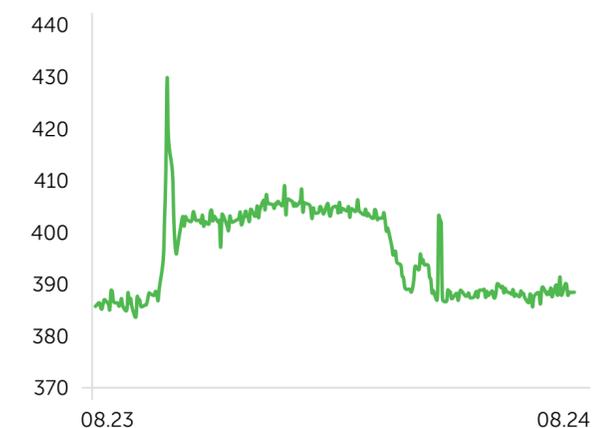
Новости компаний

- Основанная в 2013 году компания ServiceTitan заняла шестую позицию в ежегодном рейтинге 100 лучших облачных сервисов Forbes Cloud 100 Rising Stars. По данным издания, стоимость компании составляет \$7,4 млрд, в ней работает 2300 сотрудников.

Ожидания на предстоящие две недели

- Статистика, которая будет выходить в Армении с 16 по 26 августа, не преподнесет существенных сюрпризов, поэтому на фондовом рынке республики, скорее всего, сохранится спокойная динамика. Данные торгового баланса за июль, оказывающие влияние на курс драма, по прогнозам, зафиксируют рост дефицита до \$280 млн.
- Консенсус в отношении ВВП за второй квартал предполагает его повышение на 5,5% после 9,2% за первые три месяца текущего года. Эта статистика в целом уже должна быть косвенно учтена в ценах финансовых инструментов, поэтому существенного влияния на биржевые котировки она не окажет.
- Рост экономической активности в июле, согласно средним ожиданиям, замедлится с июньских 7,1% до 4,1% г/г. Так как после увеличения на 16,2% в июне розничные продажи в стране повысились лишь на 4,5% г/г в июле, динамика бизнес-активности может подтвердить наметившиеся тенденции к охлаждению экономики, но это не должно существенно повлиять на инвестиционный климат в стране.
- Индекс цен производителей (PPI) за июль, по прогнозам, повысится на 4,5% после 4,8% месяцем ранее. Инфляция по CPI и PPI остается в пределах ожидаемого, что позволяет подтвердить ориентиры на год.

Динамика USD/AMD, 1 год



Индекс трехлетних корп. облигаций, 1 год



Штормовое предупреждение

Фондовые площадки Эмиратов скорректировались вниз на фоне внешней волатильности

- С 31 июля по 14 августа на фондовых площадках ОАЭ наблюдалась повышенная волатильность, а завершился этот период в минусе. Акции Dubai Financial Market (DFM) General скорректировались на 1,28%, котировки S&P/Hawkamah UAE ESG Index (UAEESGI) упали на 2,45%. Упомянутая турбулентность была обусловлена сворачиванием операций carry trade с иеной, а также оказавшимся значительно слабее ожиданий отчетом по рынку труда в США. Эти факторы вызвали трехдневную коррекцию на ведущих биржах мира. В снижении ставки ФРС в сентябре уверено 100% инвестсообщества. На текущий момент трейдеры разделились на два лагеря: одни прогнозируют уменьшение ставки на 25 б.п., другие — на 50 б.п. Напомним, что ОАЭ импортируют монетарную политику из США путем привязки локальной валюты к доллару. Это оказывает прямое влияние на процентную ставку в стране и, как следствие, на локальный рынок акций. Поддерживающим фактором для распродаж на бирже Эмиратов стала коррекция цен на нефть на 1,97%, до \$79,8 за баррель марки Brent.
- С точки зрения акций, торгуемых на одной из двух крупнейших бирж ОАЭ (DFM и ADX), спад носил весьма масштабный характер. Около 72% эмитентов ушли в минус, среднее снижение котировок составило 5,6%, акции 21% компаний выросли в среднем на 2,4%, остальные торговались у нуля. В лидеры роста вышли Abu Dhabi Aviation (ADAVIATION-AE: +5,95%) — на фоне публикации сильного отчета за второй квартал — и Emirates NBD Bank (EMIRATESNBD-AE: +4,27%) — благодаря подтверждению рекомендаций ряда инвестбанков, в том числе J.P. Morgan и Jefferies. Список аутсайдеров возглавила логистическая компания Aramex (ARMX-AE:

–14,51%), представившая слабую отчетность. Несмотря на рост выручки на 7,7% г/г, структура затрат вкупе с увеличением налоговых расходов оказали негативное влияние на чистую прибыль, которая упала на 83,6% г/г.

- Индекс, отражающий доходность форвардной десятилетней ставки ОАЭ, показал околонулевую динамику по итогам двухнедельного периода, снизившись лишь на 9 б.п., и зафиксировался на отметке 5,62%.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год





Новости экономики

- Индекс PMI от S&P Global в ОАЭ за июль снизился на 0,9 п., до 53,7 пункта, главным образом из-за перегрузки производственных мощностей. Рост ненефтяного частного сектора ОАЭ постепенно выходит на плато. Деловая активность достигла минимума за последние три года. Однако индекс держится выше 50 пунктов, что сигнализирует о продолжении роста, пусть и с замедлением. Эксперты S&P Global Market Intelligence считают динамику PMI сигналом о том, что в 2024 году ненефтяные доходы Эмиратов будут увеличиваться менее активно, но сохранят устойчивость.
- По данным ОПЕК, индустрии недвижимости и туризма в ОАЭ продолжают стабильно расти. Благодаря активной экономической политике и стратегическим международным партнерствам экономика Эмиратов способна продолжить позитивную динамику, в частности, за счет диверсификации и стабильности цен на продукты питания, энергоносители, воду и недвижимость.

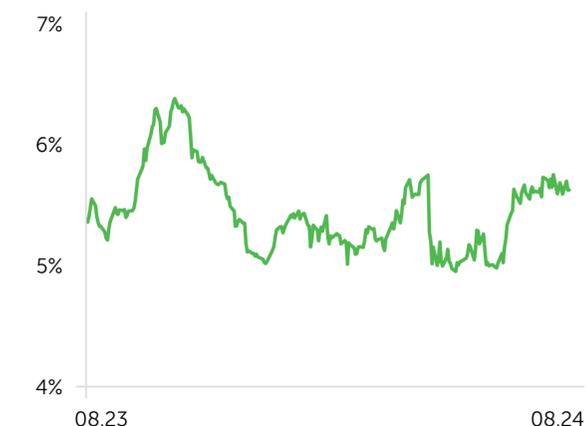
Новости компаний

- Отчетность оператора портов и свободных зон Дубай DP World указывает на сложную ситуацию с перевозками в Красном море и продолжающиеся сбои в цепочках поставок. В этих условиях выручка компании за первое полугодие увеличилась только на 3,3%, до \$9,33 млрд, а чистая прибыль сократилась на 35,6%, до \$570 млн. DP World планирует компенсировать потери за счет экспансии на зарубежные рынки и контроля затрат. Менеджмент компании подтвердил, что перспективы в секторе логистики в ближайшем будущем остаются неопределенными, но объем инвестиций в органическое развитие транспортно-экспедиторской платформы, которая по состоянию на середину 2024 года охватывает более 90% мировой торговли, будет увеличен.

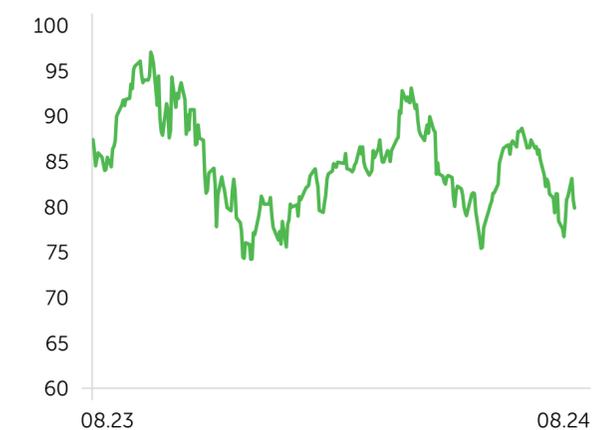
Ожидания на предстоящие две недели

- Стоимость сырья, в частности нефти, является главным катализатором для финансовых рынков стран Персидского залива. В настоящее время цену на нефть определяют разнонаправленные факторы. Замедление инфляции и рост безработицы в США, а также падение объемов кредитования в Китае сигнализируют о возможном ослаблении спроса на ключевых рынках. Однако риски эскалации конфликта на Ближнем Востоке удерживают нефтяные котировки от глубокой коррекции. В преддверии снижения ключевой ставки в Штатах наблюдается ослабление доллара, что позитивно для товарных активов, в том числе для углеводородов. На наш взгляд, определяющее значение для динамики цен на нефть во второй половине августа будет иметь развитие ситуации на Ближнем Востоке. Фундаментальную поддержку рынку в летний период оказывает дефицит углеводородного сырья из-за сезонно сильного спроса на автомобильное и авиационное топливо. В четвертом квартале котировки черного золота попадут под давление из-за восстановления добычи странами ОПЕК+.

Доходность, Форвардная Ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



Нефть Марки Brent, 1 год



Freedom Holding Corp. представил уверенные квартальные результаты

По итогам первого квартала 2025 фискального года, соответствующего периоду с апреля по июнь 2024-го, выручка Freedom Holding Corp. составила \$450,7 млн. Ее рост на \$134,5 млн (+43%) был обусловлен тем, что:

- Доход от страхового андеррайтинга увеличился с \$44,9 млн до \$129,4 млн (+188%) в основном за счет полученных страховых премий, что, в свою очередь, объясняется расширением объема страховых операций и увеличением количества действующих договоров страхования.
- Процентный доход вырос на \$76,7 млн на фоне расширения торгового портфеля и доли облигаций в нем. Кроме того, наблюдался рост процентных доходов по банковским кредитам, предоставленным клиентам, маржинальным займам, договорам обратного репо и средствам в банках, а также ценным бумагам, имеющимся в наличии для продажи.

Чистая прибыль по производным финансовым инструментам увеличилась на \$43,1 млн (+141%). Это изменение в первую очередь связано с получением дочерним АО «Фридом Банк Казахстан» нереализованной чистой прибыли из-за положительной переоценки валютных свопов.

Комиссионные доходы холдинга повысились на \$16,8 млн (+17%), главным образом на фоне увеличения количества розничных клиентов брокерского подразделения, а также роста прочих комиссионных доходов, в основном из-за повышения агентских сборов, полученных дочерней компанией холдинга — онлайн-агрегатором ж/д и авиабилетов.

Чистый убыток по торговым ценным бумагам уменьшился с \$31,8 млн чистой прибыли до \$52,1 млн (-264%) чистого убытка. Это изменение было связано с нереализованным убытком по торговым ценным бумагам из-за снижения стоимости позиций по ценным бумагам, которыми компания владела на 30 июня 2024 года. Большая часть нереализованного чистого убытка приходится на суверенные облигации Казахстана, главным образом в результате снижения рыночных цен.

Расходы холдинга выросли на \$177,5 млн (+77%), ввиду того, что:

- Комиссионные издержки повысились на 51,5 млн (+179%) в основном из-за увеличения расходов на агентское вознаграждение в рамках бизнеса по страхованию жизни.

- Процентные расходы увеличились на \$50,7 млн (+53%) ввиду роста затрат по краткосрочному финансированию посредством репо, связанных с расширением объема инвестиционного портфеля. Также рост показателя обусловлен повышением процентов по депозитам из-за расширения клиентской базы АО «Фридом Банк Казахстан».

- Численность персонала в компаниях, входящих в холдинг, выросла, вследствие чего заработная плата и премии были повышены на \$25,9 млн (+82%).
- Объем понесенных страховых возмещений за вычетом перестрахования увеличился на \$25,8 млн (+120%) на фоне расширения объема страховых операций.

Чистая прибыль Freedom Holding Corp. по итогам первого квартала 2025 фискального года составила \$34,3 млн. Прибыль на акцию холдинга, рассчитанная исходя из их базового средневзвешенного количества, равного 59,3 млн штук, достигла \$0,58. Прибыль на акцию холдинга, рассчитанная исходя из их разводненного средневзвешенного количества 60,3 млн штук, оказалась равна \$0,57.

Активы холдинга выросли с \$8,302 млрд до \$8,485 млрд (+2%). Обязательства повысились с \$7,315 млрд до \$7,333 млрд (+3%).

Количество брокерских клиентских счетов холдинга по состоянию на 30 июня 2024 года составило 532 тыс., что на 2 тыс. больше, чем кварталом ранее.



Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

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



Инвестиционный
обзор №301

16 августа 2024

ffin.global

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев, capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов, vadim.merkulov@ffin.ae

Ерлан Абдикаримов, yerlan.abdikarimov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина, prglobal@ffin.kz

ПН-ПТ 09:00-21:00

(по времени г. Астана)

+7 7172 727 555

info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (Компания) (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.