

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Регулятор не подвел

Инвесторы убедились в способности ФРС к проактивным мерам, что вкупе со статистикой розничных продаж и промпроизводства поддержало «быков»

Казахстан

Отход с исторических высот

Узбекистан

В поисках дна

Германия

Траекторию задали центробанки

Армения

Буря в стакане воды

ОАЭ

Заряд позитива от ФРС

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. Регулятор не подвел.....	4
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	5
Самое главное. Ралли в Китае: плюсы, минусы, подводные камни.....	6
Актуальные тренды. Обзор на 24 сентября.....	7
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков	9
Обзор компаний малой капитализации.....	12
Инвестиционная идея. Domino's Pizza. Торжество вкуса.....	13
Текущие рекомендации по акциям.....	15
Оptionная идея. LONG CALL ON ERJ.....	16
IPO Moove Lubricants. Как по маслу.....	17
Рынок Казахстана. В зоне высокой турбулентности.....	18
Инвестиционная идея. Казахтелеком. Перемены к лучшему.....	20
Рынок Узбекистана. В поисках дна.....	21
Рынок Германии. Траекторию задали центробанки.....	23
Инвестиционная идея. Adidas AG. Выше планку!.....	25
Рынок Армении. Буря в стакане воды	26
Рынок ОАЭ. Заряд позитива от ФРС.....	28
Новости Freedom Holding Corp.....	30
Контакты.....	31

Инвестиционный
обзор №304

27 сентября 2024

ffin.global

Фондовый рынок США

Регулятор не подвел

Инвесторы убедились в способности ФРС к проактивным мерам, что вкупе со статистикой розничных продаж и промпроизводства поддержало «быков»

По состоянию на 24.09.2024



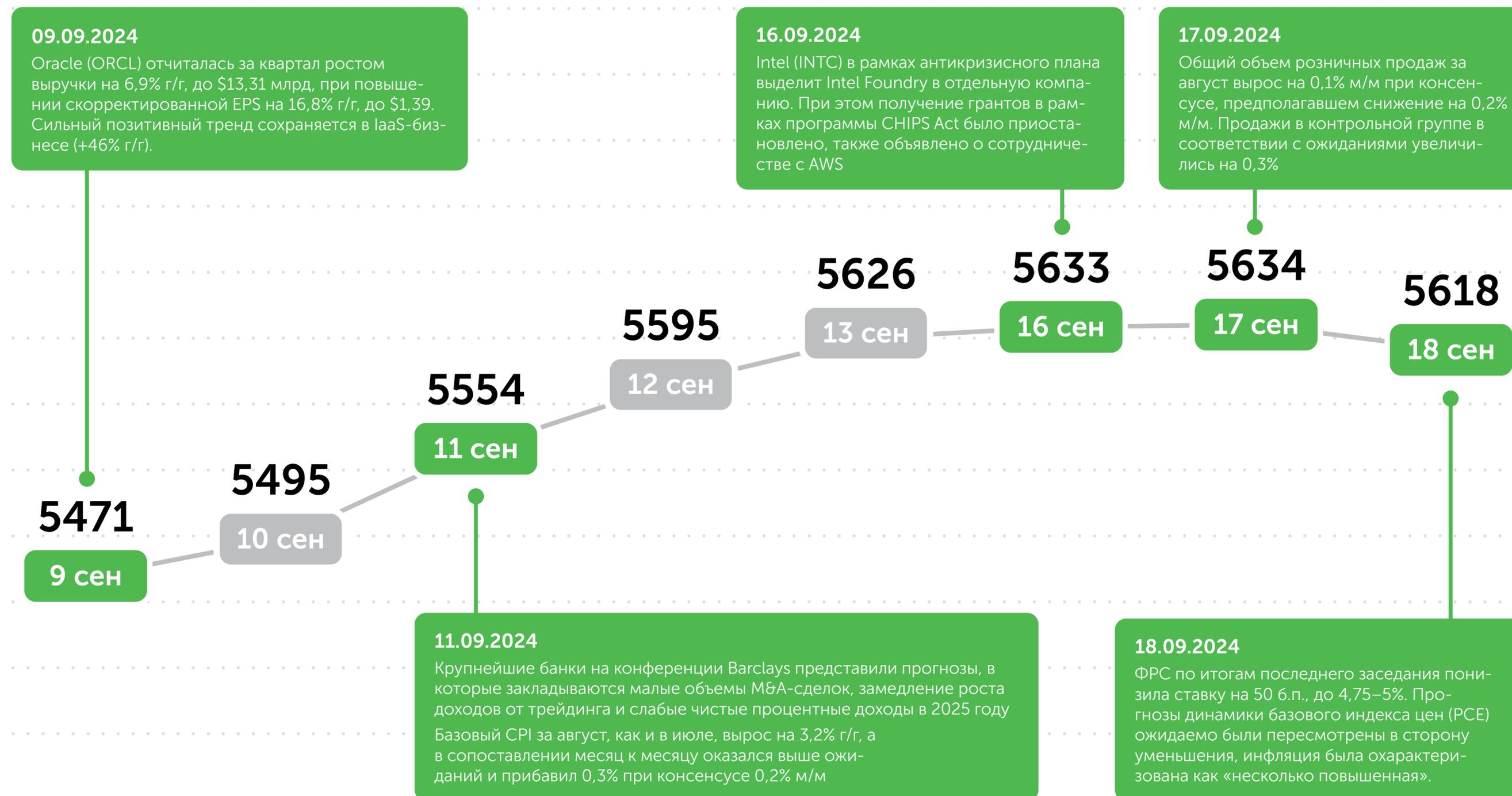
По состоянию на 24.09.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	1,11%	1,09%
QQQ	Индекс NASDAQ100	1,49%	0,51%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,36%	2,12%
UUP	Доллар	-0,14%	0,64%
FXE	Евро	0,81%	-0,29%
XLF	Финансовый сектор	2,58%	2,77%
XLE	Энергетический сектор	3,70%	-1,80%
XLI	Промышленный сектор	2,00%	3,02%
XLK	Технологический сектор	0,95%	-0,64%
XLU	Сектор коммунальных услуг	1,96%	6,18%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,56%	-0,11%
SLV	Серебро	1,39%	4,45%
GLD	Золото	1,48%	4,39%
UNG	Газ	5,87%	11,81%
USO	Нефть	4,41%	-3,48%
VXX	Индекс страха	-2,79%	3,24%
EWJ	Япония	2,00%	-0,92%
EWU	Великобритания	0,38%	-0,96%
EWG	Германия	0,90%	0,83%
EWQ	Франция	1,53%	-0,92%
EWI	Италия	1,23%	0,36%
GREK	Греция	1,01%	-1,80%
EEM	Страны БРИК	2,01%	-0,34%
EWZ	Бразилия	-1,55%	-4,11%
RTSI	Россия	2,01%	3,39%
INDA	Индия	1,54%	2,91%
FXI	Китай	4,99%	2,53%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (09.09.2024 – 18.09.2024)



Самое главное

Ралли в Китае: плюсы, минусы, подводные камни

Вслед за снижением ключевой ставки ФРС программу стимулирования экономики анонсировал Народный банк Китая (PBoC). Регулятор снизил норму резервирования на 50 б.п., уменьшил семидневную ставку репо на 20 б.п., что, по словам представителя PBoC, увеличит объем ликвидности в финансовой системе на \$142 млрд. В результате банки станут охотнее выдавать кредиты, чем поддержат потребление. В числе мер поддержки экономики КНР финансирование покупок госкомпаниями строящегося жилья с 60% до 100% от стоимости займа, рефинансирование ипотеки, докапитализация банков и специальные кредитные линии ЦБ (свопы на \$113 млрд) для финансовых институтов с целью выкупа акций и ETF материкового Китая. На первый взгляд представленные меры выглядят позитивно. Рынки реагируют на них соответствующим образом. На фоне появления этих новостей SPDR S&P China ETF (GXC) прибавил более 8% за день.

Объявленные Пекином меры поддержки стали следствием слабых макроэкономических данных, а также были продиктованы угрозой для ВВП не подняться по итогам года на 5%. В этом заключается риск инвестиций в китайские активы. Негативный сентимент формируется вокруг слабого потребления, а это прямо влияет на способность локальных компаний наращивать выручку и прибыль в будущем. Серьезное влияние на динамику этих показателей окажут результаты президентских выборов в США. В случае победы Камалы Харрис пошлины на китайский импорт будут меньше, чем в случае возвращения в Белый дом Дональда Трампа. Еще одним значимым фактором для китайского рынка

будет стимуляция через фискальную политику, которая сможет повлиять на реальное потребление намного сильнее, чем корректировка монетарных условий, направленная в основном на повышение ликвидности в финансовой системе. Но, какие бы меры ни принял Пекин для ускорения роста экономики, они приведут к увеличению дефицита бюджета. Негласное правило китайских властей предписывает удерживать дефицит не более 3% от ВВП, что позволяет суверенному долгу страны по отношению к нему оставаться ниже 60%. Решение об увеличении дефицита будет принято с учетом макроданных, в том числе статистики базового показателя экономики за третий квартал. Самый оптимистичный сценарий для КНР предполагает увеличение дефицита и минимальный уровень экспортных пошлин. В этом случае рост ВВП по итогам года способен даже превысить планку 5%. Если одно из этих двух условий соблюдено не будет, вероятен краткосрочный рост китайских активов. В этом случае интерес для инвестиций могут представлять PDD Holdings (PDD) и JD.com (JD), а также Tencent (TCEHY), демонстрирующая рост доходов от игрового сегмента и соцсетей и имеющая соответствующие перспективы в платежном бизнесе ввиду смягчения ДКП. Baidu (BIDU), как крупнейший в Китае игрок в сфере ИИ, является привлекательным объектом для инвестиций на горизонте пяти-семи лет. Из представителей автопрома лучше выбирать производителей гибридов, демонстрирующих рост поставок и более высокую, чем у компаний, специализирующихся на электрокарах, маржинальность. Здесь стоит присмотреться в первую очередь к Li Auto (LI). Какой бы сегмент китайского рынка

ни выбрал инвестор, ему необходимо учитывать, что геополитический риск здесь один из самых высоких в секторе EM. В этой связи фондовые площадки КНР торгуются с небольшим дисконтом к своим историческим оценкам. Во избежание неприемлемого риска стоит четко ограничивать размер позиций. Однако китайские рыночные инструменты в ближайший год способны опередить по доходности американские. А для инвестора вложения в рынок Китая — это способ сгенерировать прибыль и обеспечить географическую диверсификацию портфеля.



Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №304

27 сентября 2024

ffin.global



Актуальные тренды

Обзор на 24 сентября

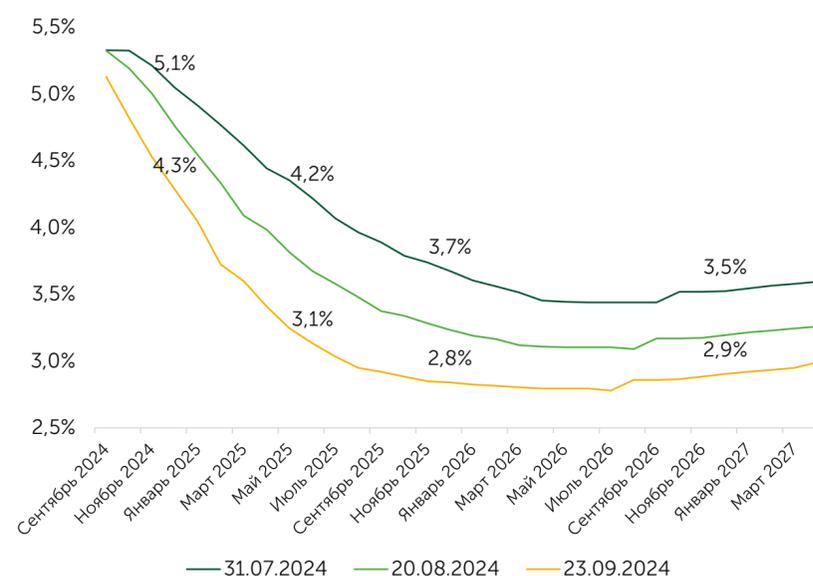


Глобальная картина

В течение последних двух недель в центре внимания участников рынка было заседание ФРС. В целом ожидания в отношении решений регулятора с начала второй декады сентября были оптимистичными, а инвесторы выкупали локальную просадку. На этом фоне данные инфляции за август, зафиксировавшие ее на уровне 3,2% г/г при ускорении до 0,3% м/м, не стали поводом для фиксации длинных позиций. При этом оценка вероятности снижения ставки на 25 б.п. выросла до 85%. Вероятно, инвестсообщество могло интерпретировать более высокую, чем ожидалось, инфляцию как признак повышения устойчивости спроса. Статистика розничных продаж и промпроизводства за август, отразившая их рост на 0,1% и 0,8% м/м соответственно, стала дополнительным опровержением тезиса о приближающейся рецессии в США.

По итогам заседания FOMC 17-18 сентября ставка была уменьшена на 50 б.п., до 4,75–5%. Вероятность такого шага в преддверии вынесения решения регулятором рынок оценивал в 59%, шансы на то, что ставку опустят на 25 б.п. равнялись 41%. График ниже отображает практически параллельный сдвиг кривой ожиданий по ставке в течение последних месяцев.

Прогнозы рынка в отношении ставки ФРС



Источник: FactSet

От итогового выступления Джерома Пауэлла участники рынка ждали пояснения решения по ставке — продиктовано ли оно прогрессом в части инфляции или слишком сильным ослаблением рынка труда. Мы считаем, что ставка была снижена на 50 б.п. с учетом обоих этих факторов, а также неопределенности в отношении фактического числа новых рабочих мест, созданных за последние 12 месяцев. ФРС стала одним из последних регуляторов, представляющих развитие экономики, принявших решение перейти к смягчению денежно-кредитной политики. Ранее ставки были понижены Банком Англии, ЕЦБ, а также центробанками Швейцарии, Канады, Швеции. Федрезерв ожидаемо снизил прогноз индекса личных расходов РСЕ с 2,6% до 2,3% в 2024 году и с 2,3% до 2,1% в 2025-м. Инфляция была охарактеризована как «несколько повышенная», притом что до снижения ставка ФРС находилась на максимуме за два десятилетия. Глава регулятора отметил усиление уверенности в том, что инфляция, отслеживаемая индексом

РСЕ, движется в сторону таргета 2%. Ситуация на рынке труда, данные о состоянии которого в начале августа вызвали волну распродаж, по мнению Пауэлла, нормализуется. Уровень безработицы (4,2%) оценивается как низкий. Ожидается ее повышение с итоговым показателем за 2024 год на уровне 4,4%. В условиях повышенной неопределенности относительно числа рабочих мест, появившихся за последние 12 месяцев (данные должны быть пересмотрены в сторону понижения примерно на 800 тыс.), а также из-за замедления роста количества новых вакансий в последние три месяца ситуация на рынке труда не выглядит полностью беспроблемной, но ее дальнейшего заметного ухудшения регулятор не прогнозирует.

В целом итоги сентябрьского заседания ФРС можно охарактеризовать как почти идеальные для рынка. Регулятор продемонстрировал то, что от него больше всего ждало инвестсообщество — готовность к проактивным действиям и нежелание опаздывать с решениями по корректировке ДКП. Прогнозы Федрезерва в отношении экономического роста в 2024–2025 году по-прежнему предполагают его на уровне 2%, а общее состояние экономики Пауэлл обозначил как «в целом сильное».

	2024	2025	2026	2027	Долгосрочный прогноз
Рост реального ВВП, г/г (%)	2,0	2,0	2,0	2,0	1,8
Июньский прогноз	2,1	2,0	2,0	–	1,8
Базовый РСЕ, г/г (%)	2,6	2,2	2,0	2,0	–
Июньский прогноз	2,8	2,3	2,0	–	–
Уровень безработицы (%)	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2
Июньский прогноз	4,0	4,2	4,1	–	4,2
Ставка ФРС	4,4	3,4	2,9	2,9	2,9
Июньский прогноз	5,1	4,1	3,1	–	2,8

Актуальные тренды

Обзор на 24 сентября

Фокус рынка

Данные расходов на личное потребление и ценового компонента за август в условиях существенного временного лага не станут определяющими для биржевых трендов. Более значимой будет статистика деловой активности от ISM в промышленном секторе за сентябрь. Консенсус FactSet предполагает повышение индекса PMI на 0,7 пункта м/м, что может быть воспринято инвесторами положительно. В то же время дальнейшее снижение показателя заказов способно усилить сомнения по поводу состояния экономики. Ключевым для рынка будут отчеты по рынку труда, которые выйдут с 1 по 4 октября. Наиболее благоприятным вариантом стала бы стабилизация безработицы у 4,2% при количестве новых рабочих мест в диапазоне 130–150 тыс. и продолжении замедления роста зарплат. Если безработица поднимется до 4,3–4,4%, а число новых рабочих мест окажется меньше на 50–80 тыс., это может быть истолковано участниками рынка как слишком быстрое охлаждение рынка труда для нормальной ситуации в экономике. На этом фоне вероятно новая волна фиксаций прибыли и ожидание более интенсивного снижения ставки ФРС до конца года. Отчетность Micron (MU) рынок будет оценивать через призму состояния спроса на решения для ИИ. Результаты еще одной крупной ИТ-компании Accenture (ACN) важны и для оценки перспектив ИИ, и с точки зрения востребованности циклических сервисов. Результаты ритейлера Costco (COST) также могут поддержать позитивный сентимент относительно состояния потребления. Отчет будет иметь влияние на котировки поставщиков товаров повседневного спроса. Результаты Carnival Corp. (CCL) и Nike (NKE) вряд ли заметно изменят тенденции в секторе, но способны оказать локальную поддержку сентименту, если окажутся достаточно сильными.

Акции малой капитализации

Индексы Russell 2000 (ETF: IWM) и Russell Microcap (ETF: IWC) за последние две недели поднялись на 5,89% и 4,21% соот-

ветственно. С 9 по 16 сентября малый эквити-сегмент торговался в восходящем тренде. Главным поводом для ралли оказался пересмотр рынком фьючерсов прогнозов в отношении шага снижения ставки. В начале указанного периода участники торгов оценивали вероятность ее снижения на 25 б.п. как 70%, а на 50 б.п. — как 30%, а к концу недели — в 41% и 59% соответственно. Это поддержало покупки рискованных активов. Причиной изменения указанных ожиданий стало заявление бывшего члена FOMC Билла Дадли о том, что он настаивал бы на уменьшении ставки на 50 б.п. С 16 по 23 сентября настроения в сегменте акций малой и микрокапитализации задавали решения ФРС по итогам завершившегося 18-го числа заседания. Считаем, что этот фактор останется определяющим до конца сентября, а последующие движение котировок будет зависеть от выходящей макростатистики, в частности от финальной оценки ВВП за второй квартал, прогнозов на третий квартал, а также от отчетов по рынку труда и инфляции.



Ожидаем

Ориентируемся на движения S&P 500 в диапазоне 5640–5780 пунктов.

Техническая картина

Локальный восходящий тренд сохраняется. S&P 500 удалось закрепиться выше области предыдущего максимума 5630–5670 пунктов, выступавшего зоной сильного сопротивления. При этом сигналов о перегреве рынка не подаются ни осцилляторы, ни ширина рынка. Put/call ratio по индексам S&P 500 и NASDAQ 100 существенно ниже июньских и мартовских локальных пиков, что в целом является позитивным паттерном на ближайшие недели.



Alphabet

Общий суд Европейского союза отменил штраф в размере €1,7 млрд, наложенный на Google Еврокомиссией в 2019 году за нарушение антимонопольного законодательства, связанного с продвижением продукта Google AdSense for Search, который позволял владельцам сайтов размещать рекламу в результатах поиска на своих страницах. По мнению истца, Alphabet (GOOGL) злоупотребляла своим доминирующим положением, запрещая конкурентам рекламироваться на этих сайтах. В свою защиту ИТ-гигант утверждал, что отказался от практики ограничения конкурентов в AdSense for Search, изменив условия своих контрактов.

Данное судебное решение важно в контексте других антимонопольных расследований в отношении Google, так как оно создало прецедент отмены штрафов. Компания пытается оспорить штраф на €4,3 млрд, вмененный ей в 2018 году за злоупотребление доминирующим положением на рынке мобильных операционных систем через Android. Ранее высший суд ЕС оставил в силе взыскание объемом €2,4 млрд, которое понес Google за нарушение антимонопольного законодательства при поддержке собственного сервиса сравнения покупок. Кроме того, судьи «поддерживают большинство выводов» Еврокомиссии. Это означает, что компании необходимо продолжать пересматривать и корректировать свои бизнес-практики, исходя из антимонопольных решений.

Общая сумма обязательств по штрафам Alphabet, назначенных судами ЕС, € млрд.



Источник: Alphabet
Источник: Данные компаний, FactSet

J.P.Morgan BANK OF AMERICA

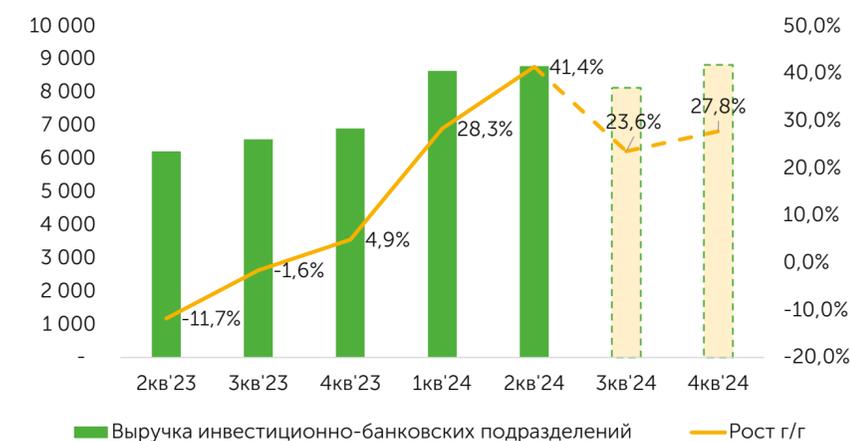
Goldman Sachs

С 9 по 11 сентября ведущие финансовые корпорации США в рамках конференции Barclays представили собственные прогнозы.

Согласно данным банков, их инвестиционные подразделения остаются ключевым драйвером роста. Размещение долговых инструментов обеспечило крупным финансовым организациям повышение выручки на 54% г/г, показатель сохраняет потенциал для дальнейшего роста благодаря снижению ставок. Выручка от операций с акциями и сделок M&A увеличивается, но ее объемы остаются относительно низкими. **J.P. Morgan (JPM)** рассчитывает нарастить выручку от инвестбанкинга на

15% по итогам текущего квартала. **Goldman Sachs (GS)** ожидает снижение выручки своего торгового дивизиона на 10% г/г, **J.P. Morgan** ориентируется на рост на 2% г/г. **Bank of America (BAC)** рассчитывает, что его доходы от инвестбанкинга и трейдинга останутся стабильными. Тревожным сигналом стало заявление J.P. Morgan о том, что прогнозы чистых процентных доходов на следующий год оказались слишком оптимистичными. В свою очередь, Bank of America ожидает позитивной динамики этого показателя до конца текущего и в следующем году. Параллельно с конференцией Barclays состоялось выступление зампреда ФРС Майкла Барра. Он анонсировал повышение требований к капиталу для системно значимых банков лишь на 9% вместо первоначально предложенных 19%. Это обеспечит рост сумм возврата средств акционерам и позволит нарастить объемы кредитования. Руководство Bank of America отметило, что было готово к увеличению требований к капиталу на 20%, а теперь в его распоряжении большие суммы средств для распределения среди акционеров.

Динамика выручки инвестбанкинга



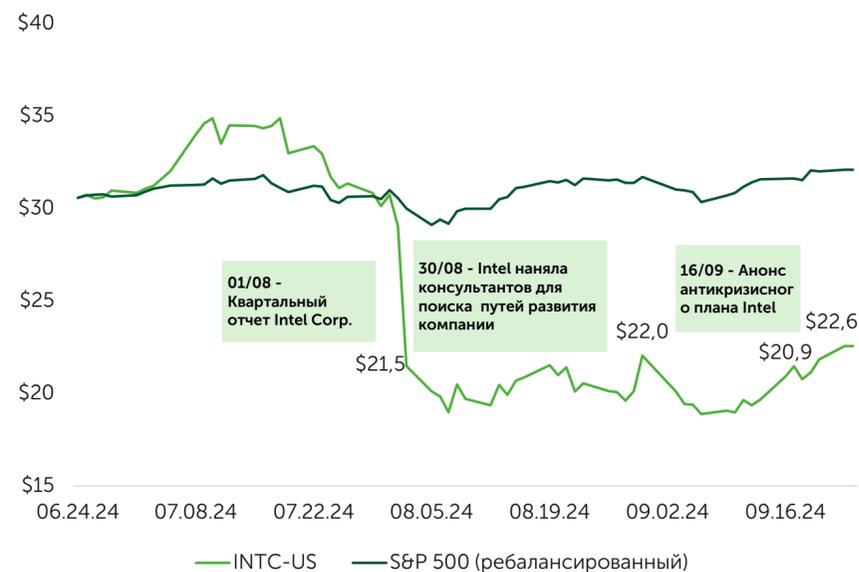
Источник: FactSet





16 сентября **Intel (INTC)** представила антикризисный план, который был обсужден советом директоров. В целом он соответствовал ранее представленной стратегии, но содержал несколько важных уточнений. Так, Intel Foundry будет выделена в отдельную компанию, а плановое сокращение CAPEX будет достигнуто за счет сдвига на два года начала строительства фабрик в Германии и Польше. Менеджмент планирует сохранить фокус на развитии решений для дата-центров на базе своей архитектуры x86. Поводом для оптимизма стало объявление о долгосрочном стратегическом сотрудничестве с Amazon Web Services (AMZN) по разработке и выпуску новых оригинальных ASIC для ИИ-нагрузок и других серверных чипов. Также Intel подтвердила получение \$3,5 млрд в рамках программы Secure Enclave от Минобороны США в виде федеральных грантов для стимулирования производства современных полупроводников для стратегических нужд. При этом Intel было отказано в получении грантов, субсидий и налоговых льгот по программе CHIPS Act на сумму почти \$20 млрд до момента существенного улучшения финансового положения и прохождения регуляторных проверок. Также Intel получила от Qualcomm (QCOM) предложение о слиянии с последующей продажей отдельных частей ее бизнеса. Соинвестор производственной площадки Intel в Ирландии Apollo Global Management (APO) выразил готовность инвестировать в компанию \$5 млрд.

Динамика Intel относительно S&P 500 за последние три месяца, \$



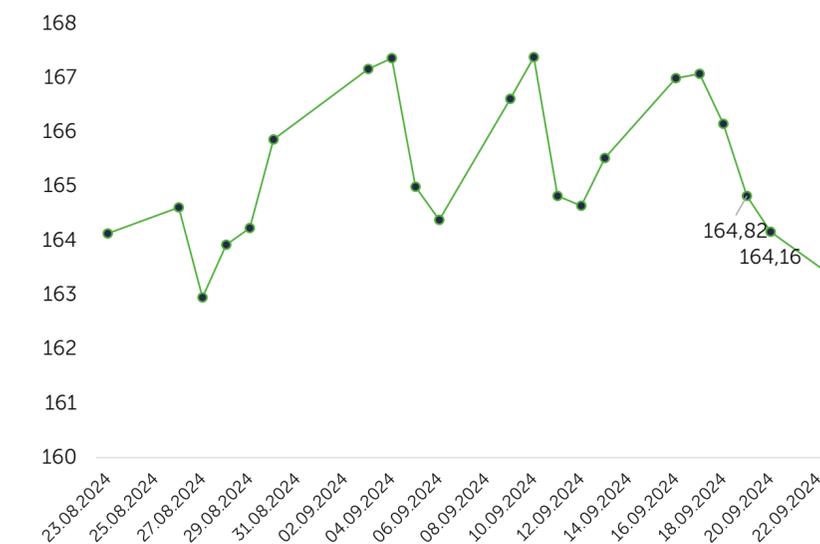
Источник: FactSet



20 сентября **Johnson & Johnson (JNJ)** официально заявила о достигнутом соглашении с истцами об урегулировании дела о тальковых присыпках. Сторона обвинения утверждает, что в этой продукции содержался асбест, что спровоцировало несколько случаев возникновения онкологических заболеваний. 83% из 62 тыс. претендентов на выплаты поддержали план урегулирования иска, сумма которого, по данным Bloomberg, увеличилась на \$1,75 млрд, до \$8,2 млрд. Дочерняя компания J&J Red River Talc LLC подала на банкротство, чтобы предотвратить дальнейшее повышение компенсации. Планируется, что иски будут удовлетворены в течение 25 лет, поэтому ежегодная сумма выплат едва ли может оказать значимое давление

на финансовые результаты Johnson & Johnson, так как ее скорректированная чистая прибыль в 2023 году составила \$25,4 млрд. Рынок отреагировал на новость умеренно негативно: 20 сентября котировки акций JNJ снизились на 0,4%. Несмотря на то, что увеличение суммы урегулирования стало неприятной для инвесторов неожиданностью, достижение соглашения скорее является позитивной новостью, поскольку снижает неопределенность в отношении этого многолетнего процесса.

Динамика цены JNJ за последний месяц



Источник: FactSet



Oracle (ORCL) 9 сентября успешно отчиталась за первый квартал 2025 финансового года и представила уверенный гайденс на следующий трехмесячный период. Выручка компании увеличилась на 6,9% г/г, до \$13,31 млрд, превысив консенсус. Основными драйверами

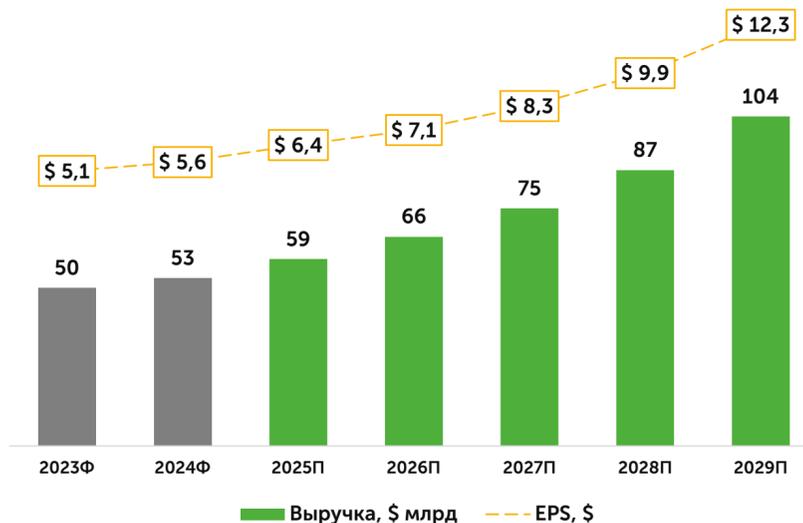


Новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

роста доходов эмитента остаются облачные приложения, сервисы автономных баз данных и облачной инфраструктуры. Скорректированная EPS повысилась на 16,8% г/г, до \$1,39, что оказалось выше общерыночных прогнозов. Объем портфеля контрактных обязательств (RPO) вырос на \$3 млрд вопреки сезонным факторам, достигнув рекордных \$99 млрд (+53% г/г). Стратегическим партнером Oracle стала Amazon Web Services (AMZN). Таким образом, три крупнейших в мире гиперскейлера, суммарно занимающих около 67% рынка облачных услуг, выступают стратегическими партнерами Oracle. На следующий день после публикации отчета началась ежегодная конференция Oracle CloudWorld, на которой компания представила обновленные долгосрочные финансовые прогнозы, порадовавшие всех участников рынка. История Oracle как одного из главных провайдеров облачной инфраструктуры только начинается.

Динамика выручки и EPS Oracle (ORCL)



Источник: данные Oracle, оценки Freedom Broker



Обзор компаний малой капитализации



AvePoint (AVPT, Class A) предоставляет облачные решения для управления данными и их передачи, а также защиты в рамках экосистемы Microsoft 365. Бизнес сохраняет высокий фундаментальный потенциал роста. Акции интересны для вложений в преддверии публикации отчетности за третий квартал, запланированной на 7 ноября. Компания продемонстрировала убедительные результаты за апрель-июнь на фоне усиления спроса на платформу AvePoint Confidence, предназначенную для обеспечения безопасности данных. За отчетный период рентабельность EBITDA у эмитента с -0,65% на конец марта поднялась до 1,16%. В целом менеджмент рассчитывает на выход в прибыль по GAAP к 2025 году. Основными драйверами роста остаются географическая экспансия, повышение эффективности продаж и оптимизация операционных расходов.

Консенсус FactSet по акции AVPT — \$12,6.



Aviat Networks (AVNW) производит оборудование для беспроводных сетей и специализируется на радиорелейных системах, которые обеспечивают высокую скорость передачи данных для телеком-операторов, государственных и промышленных предприятий. Еще одним направлением бизнеса компании является подключение к Сети удаленных регионов. За последний отчетный квартал общая выручка Aviat увеличилась на 33,7% г/г, до \$111,6 млн, маржинальность сегмента Core Aviat составила 38,4%. По словам менеджмента, рост рентабельности обусловлен широким ассортиментом продукции и операционной эффективностью. При этом сегмент Pasolink оказался практически безубыточным по EBITDA, что способствовало увеличению свободного денежного потока. Компания сохраняет ведущие позиции на рынке широкополосного доступа в интернет в сельских регионах с долей 35% и планирует усиление позиций по этому направлению.

Консенсус FactSet по акции AVNW — \$46,8.



AAR (AIR) поставляет комплексные решения для ремонта и технического обслуживания в авиационной отрасли, проводит модификацию комплектующих для коммерческих и военных самолетов. Кроме того, компания предоставляет услуги по менеджменту логистических цепочек для авиационных операторов. В опубликованной 23 сентября отчетности за первый фискальный квартал 2025 года AAR подтвердила сильные позиции в своем сегменте. Ее продажи выросли на 20% г/г, до \$662 млн, на фоне увеличения объема коммерческих, а также государственных заказов. Рост поставок для госсектора ускорился с 15% г/г в предыдущем отчетном периоде до 20%. В текущем фискальном году менеджмент планирует сократить леверидж за счет повышения EBITDA и сократить долговую нагрузку. Рост EBITDA будет обеспечен увеличением маржи в сегменте ремонта и инжиниринга.

Консенсус FactSet по акции AIR — \$83,7.



Gambling.com (GAMB) специализируется на маркетинге в сфере онлайн-казино, предоставляет операторам платформ услуги по привлечению клиентов с использованием SEO, контент-маркетинга и аналитики данных, а также помогает улучшить прозрачность и эффективность маркетинговых кампаний. Выручка и EPS за второй квартал превзошли прогнозы, что делает акции эмитента интересными для инвестиций в преддверии следующего квартального релиза, который состоится 14 ноября. С апреля по июнь Gambling.com удалось нарастить валовую прибыль при оптимизации затрат. Общие операционные расходы снизились на 15% кв/кв, до \$20,8 млн, а валовая прибыль увеличилась на 16%, до \$29,1 млн. Ближайшая цель менеджмента по скорректированной EBITDA — \$100 млн. Достижение этого результата будет обусловлено расширением доли рынка и активным генерированием свободного денежного потока. Гайденс по выручке на 2024 год повышен до \$123–127 млн.

Консенсус FactSet по акции GAMB — \$14,3.

Инвестиционная идея

Domino's Pizza. Торжество вкуса

Акции Domino's Pizza интересны для инвестиций с целевой ценой \$520

Domino's Pizza (DPZ) основана в США в 1960 году. Штаб-квартира компании расположена в Энн-Арборе (Ann Arbor), штат Мичиган. Она занимается производством ингредиентов, поставкой оборудования для почти 21 тыс. собственных и франчайзинговых ресторанов-пиццерий. Акции DPZ торгуются на Нью-Йоркской бирже с 2004 года.

Ключевые инвестиционные тезисы

Сильная динамика продаж. Выручка сети ресторанов во втором квартале увеличилась на 7,2% г/г, до \$4482 млн. Продажи в США выросли на 6,8% г/г, до \$2222 млн, а за рубежом — на 7,7% г/г, до \$2206 млн. Выручка холдинговой компании составила \$1098 млн (+7,1% г/г), что почти совпало с консенсус-прогнозом. Объем сопоставимых продаж в США повысился на 4,8% г/г, а за пределами домашнего рынка увеличился на 2,1% г/г. По темпам роста выручки Domino's Pizza находится в числе отраслевых лидеров.

Оптимистичные прогнозы. Ожидается, что сопоставимые продажи сети ресторанов на горизонте 12 месяцев в среднем продемонстрируют рост на уровне 3,6%. Лидерами окажутся собственные рестораны на домашнем рынке. Ориентир по выручке на 2025–2026 годы предполагает ее увеличение на 7,2% и 6,7% соответственно. Рост EPS прогнозируется на уровне 10%.

Умеренный риск. Акции DPZ имеют Beta на уровне 0,86, что означает высокий уровень корреляции с направлением движения широкого рынка. За последний год котировки росли большую часть торговых дней.

Лояльные инвесторы и высокие прогнозы. Институциональные инвесторы контролируют 99% акций Domino's Pizza, большинство держателей этих бумаг — это инвестиционные управ-

ляющие или взаимные фонды. Уровень короткого интереса в инструменте составляет около 5%, что соответствует менее чем трем средним дневным оборотам. Консенсус по целевой цене DPZ на базе оценок ведущих инвестиционных домов составляет \$491, что соответствует потенциалу роста около 20%. Большинство рекомендаций по акции DPZ — «покупать», 31% аналитиков советуют «держаться».

Подходящий момент для входа в позиции. После релиза последнего квартального отчета котировки Domino's Pizza ушли на минимумы с начала года на фоне незначительного пересмотра гайденса по темпам запуска новых ресторанов и остаются вблизи этих уровней. Техническая картина пока складывается негативной: баланс индикаторов находится в зоне продажи. Однако на отметке \$400 располагается сильный уровень поддержки, а вероятность его пробоя в ближайшее время, на наш взгляд, незначительна.

Рыночная оценка. Акции Domino's Pizza торгуются с мультипликаторами, сопоставимыми со среднеотраслевыми. Значение форвардных P/E и P/S равняется 23 и 3,4 соответственно.

Наша целевая цена по акции DPZ — \$520, рекомендация — «покупать».

Вадим Меркулов,
директор
аналитического департамента
Freedom Finance Global



Инвестиционный
обзор №304

27 сентября 2024

ffin.global



Тикер	DPZ
Цена акций на момент анализа	\$411,71
Целевая цена акций	\$520,00
Потенциал роста	26%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
DPZ	0,7%	3,0%	-3,0%	-21,1%	7,7%
S&P 500	-0,2%	1,4%	1,9%	4,2%	29,5%
Russell 2000	-1,1%	2,1%	4,0%	10,4%	23,1%
DJ Industrial Average	0,1%	1,6%	3,0%	7,5%	22,1%
NASDAQ Composite Index	-0,4%	1,5%	0,7%	1,2%	33,3%

Динамика котировок DPZ, \$



Инвестиционная идея

Финансовые показатели, \$ млн	2020	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Выручка	4 117	4 357	4 537	4 479	4 800	5 124	5 481	5 813	6 213
Основные расходы	-2 523	-2 669	-2 889	-2 752	-2 925	-3 121	-3 303	-3 535	-3 721
Валовая прибыль	1 363	1 688	1 649	1 727	1 871	2 011	2 146	2 338	2 502
SG&A	-869	-908	-902	-908	-996	-1 066	-1 164	-1 248	-1 329
EBITDA	791	854	848	900	978	1 056	1 135	1 224	1 304
Амортизация и проч.	-65	-73	-80	-81					
ЕБИТ	726	781	768	820	882	957	1 030	1 110	1 168
Процентные и прочие доходы	-171	-189	-195	-185	-181	-181	-184	-191	-196
ЕВТ	555	629	573	652	697	776	848	923	974
Налоги	-64	-116	-121	-133	-129	-162	-178	-203	-216
Чистая прибыль	491	510	452	519	568	614	669	720	758
Dilluted EPS	12,39	13,54	12,53	14,66	16,17	17,85	19,64	21,32	23,07
DPS	3,12	3,76	4,40	4,84	6,05	6,72	7,56	7,61	6,04

Инвестиционный
обзор №304

27 сентября 2024

ffin.global



Анализ коэффициентов	2020	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
ROE	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROA	31,35	30,53	28,23	30,99	29,26	28,30	28,84	23,45	23,61
ROCE	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Выручка/Активы (x)	2,63	2,61	2,83	2,67	2,48	2,36	2,36	1,89	1,94
Коэф. покрытия процентов (x)	0,38	0,33	0,32	0,34	0,39	0,44	0,48	-	-

Маржинальность, в %	2020	2021	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Валовая маржа	33,1%	38,7%	36,3%	38,6%	39,0%	39,2%	39,2%	40,2%	40,3%
Маржа по EBITDA	19,2%	19,6%	18,7%	20,1%	20,4%	20,6%	20,7%	21,1%	21,0%
Маржа по чистой прибыли	11,9%	11,7%	10,0%	11,6%	11,8%	12,0%	12,2%	12,4%	12,2%

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



Инвестиционный
обзор №304

27 сентября 2024

ffin.global



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
DPZ	Domino's Pizza, Inc.	Рестораны	14 917	2024-09-24	426,5	520	2025-09-24	22%	370	Покупать
BIDU	Baidu Inc Sponsored ADR Class A	Информационные технологии	27 154	2024-09-10	94,8	170	2025-09-10	79%	73	Покупать
CXDO	Crexendo, Inc.	ИТ-услуги	120	2024-08-27	4,5	6	2025-08-27	33%	4,3	Покупать
PFE	Pfizer Inc.	Фармацевтика	167 167	2024-08-13	29,5	42	2025-08-13	42%	24	Покупать
IIPR	Innovative Industrial Properties Inc	Инвестиционные трасты недвижимости	3 850	2024-07-30	135,9	160	2025-07-30	18%	102	Покупать
ADSK	Autodesk, Inc.	Программное обеспечение	57 975	2024-07-16	269,7	300	2025-07-16	11%	225	Покупать
WPM	Wheaton Precious Metals Corp	Сырье	28 721	2024-07-02	63,5	58	2025-07-02	-	40	Фиксация позиции (тейк профит)
BKR	Baker Hughes	Нефтегаз	36 101	2024-06-18	36,3	35,5	2025-06-18	-	27,5	Фиксация позиции (тейк профит)
F	Ford Motor Company	Автомобилестроение	42 441	2024-06-04	10,9	14,4	2025-06-04	-	10,9	Фиксация позиции (тейк профит)
CTGO	Contango ORE, Inc.	Горная промышленность	236	2024-05-21	19,3	29	2025-05-21	50%	16,2	Покупать
ERJ	Embraer S.A. Sponsored ADR	Аэрокосмическая и оборонная промыш.	6 775	2024-05-07	36,6	31,7	2025-05-07	-	22	Фиксация позиции (тейк профит)
STZ	Constellation Brands, Inc.	Напитки	45 998	2024-04-24	252,5	290	2025-04-24	-	240	Фиксация позиции (стоп-лосс)
LULU	Lululemon Athletica	Текстиль, одежда и предметы роскоши	31 009	2024-04-08	263,6	400	2025-04-08	-	322,5	Фиксация позиции (стоп-лосс)
PDD	PDD Holdings	Интернет- ипрямая розничная торговля	158 042	2024-03-26	113,8	170	2025-03-26	49%	85	Покупать
AVGO	Broadcom Inc.	Полупроводники и оборудование	816 604	2024-03-12	174,8	155	2025-03-12	-	110	Фиксация позиции (тейк профит)
BMRN	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Биотехнологии	13 228	2024-02-13	69,5	115,0	2025-02-12	-	79	Фиксация позиции (стоп-лосс)
FI	Fiserv, Inc.	Финансовые услуги	102 105	2024-02-13	177,4	159	2025-02-12	-	139	Фиксация позиции (тейк профит)
SPG	Simon Property Group, Inc.	Инвестиционные трасты недвижимости	55 462	2024-01-26	170,1	160,0	2025-01-25	-	135	Фиксация позиции (тейк профит)

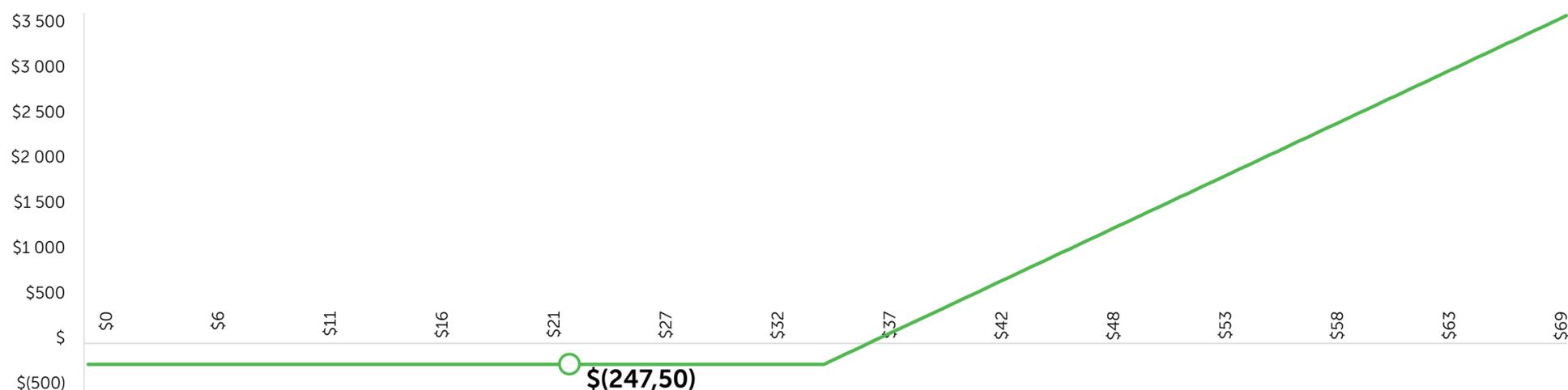
Опционная идея

LONG CALL ON ERJ

Инвестиционный тезис

Embraer S.A. продемонстрировала умеренно позитивные производственные результаты и дала оптимистичный гайденс на 2024 год. В собственные ориентиры компании закладывается выручка на уровне \$6–6,4 млрд, что предполагает ее средний рост на 17,7%. В прошлом году бэклог авиаконцерна увеличился на 7% г/г, в первую очередь за счет сервисного и представительского сегментов, где показатель повысился на 19% и 10% г/г соответственно. Рост доходов дивизиона Services & Support стал рекордным в истории компании ввиду благоприятной конъюнктуры на рынке техобслуживания и сопровождения эксплуатации (MRO). 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 машин этого сегмента.

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 \$35	15.11.2024	2,475	\$247,50	0,557	0,069	0,054	-0,023	42,21%	38,86%	50,80%	45,84%	41,27%

Параметры сделки

Продажа	Long Call on ERJ
Страйки	Long Call 35
Покупка	+ERJ^EBF35
Дата экспирации	15.11.2024
Маржинальное обеспечение	\$248
Цена выхода	\$450
Максимальный убыток	\$(248)
Ожидаемая прибыль	82%
Точка безубыточности	\$37,48

Управление позицией

Если в день экспирации, 15 ноября, цена базового актива окажется выше \$35, но ниже \$37,48, то инвестор получит убыток, который будет варьироваться. При цене базового актива менее \$35 будет получен максимальная убыток \$248. В случае если цена базового актива поднимется выше точки безубыточности \$37,48, потенциальная прибыль будет неограниченной. Однако мы рекомендуем закрыть позицию при достижении опционом call стоимости \$450.

Инвестиционный обзор №304

27 сентября 2024

ffin.global



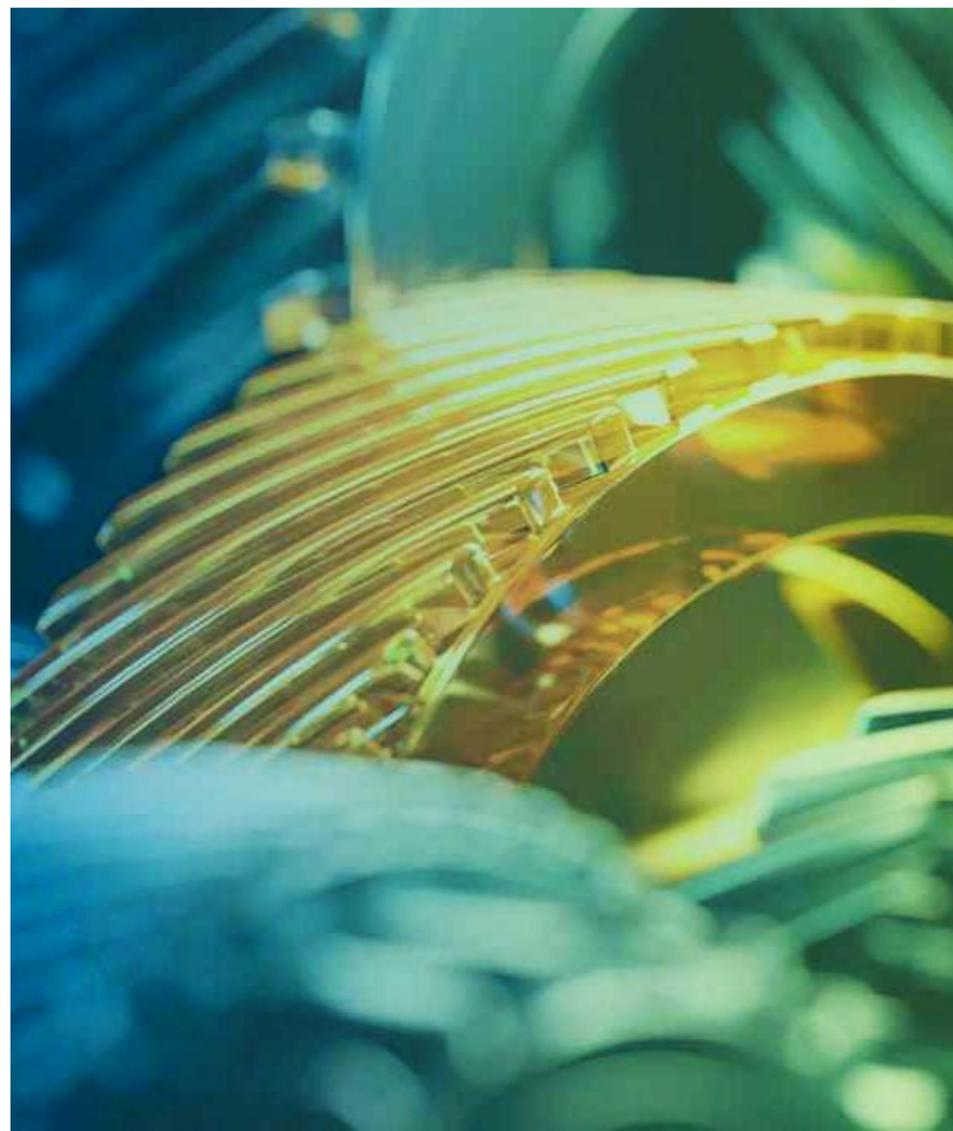
IPO Moove Lubricants

Как по маслу

17 сентября заявку на IPO подал производитель смазочных материалов для различных отраслей промышленности Moove Lubricants Holdings. Среди андеррайтеров размещения JP Morgan, BofA Securities, Citigroup

Чем интересна компания?

- **О компании.** Moove Lubricants Holdings была образована в результате приобретения Cosan бразильских активов ExxonMobil. На сегодняшний день ее предприятия выпускают смазочные материалы для различных видов оборудования, автомобилей, самолетов, сельхозтехники и других агрегатов. Moove производит и поставляет моторные масла, автомобильные и промышленные жидкости и смазки, смазочно-охлаждающие жидкости, изоляционные и технологические масла, а также автомобильную косметику. Компания обслуживает около 140 тыс. клиентов в Южной Америке, США и Западной Европе.
- **Потенциальный рынок.** Объем мирового рынка смазочных материалов, по прогнозам, будет расти в среднем на 1,3% ежегодно и к 2033-му будет оцениваться примерно в \$184 млрд (по текущим розничным ценам). Эта динамика обусловлена в первую очередь усиливающейся премиализацией рынка за счет проникновения на него синтетических материалов и более высокой сложности промышленных агрегатов, а также легковых и легких коммерческих автомобилей и оборудования для их выпуска и обслуживания.
- **Финансовые показатели.** В 2022 году доходы Мооув увеличились 47%, в 2023-м — на 13%, а за первое полугодие 2024-го — на 2%. При этом EBIT-маржа с 8% в 2021 году и 6% в 2022-м поднялась до 9% в 2023-м. С января по март текущего года показатель составил 8%. Чистый долг компании по состоянию на 30 июня был равен \$450,7 млн.



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №304

27 сентября 2024

ffin.global

Обзор перед IPO



Эмитент	Moove Lubricants
Тикер	MOOV
Биржа	NYSE
Андеррайтеры	JP Morgan, BofA Securities, Citigroup, Itau BBA, BTG Pactual, Santander, Goldman Sachs, Jefferies, Morgan Stanley.

Рынок Казахстана

В зоне высокой турбулентности

Несмотря на всплески волатильности второй половины сентября, KASE остается в восходящем канале

Во второй половине сентября локальный рынок старался отыграть потери неудачного начала месяца. Однако последние сессии характеризовались крайне высокой волатильностью. Так, в ходе торгов 25 сентября котировки индекса KASE как прибавляли 1,31%, достигая 5229,73 пункта, так и падали на 2,1%, до 5053,64. Таких колебаний внутри дня не наблюдалось с мая 2022 года, хотя фундаментальных факторов, кроме косвенных новостных триггеров, для такой динамики не было.

В лидерах снижения оказался Kaspi.kz, ADS которого за последние две недели упали на 16,4%. Причиной такой глубокой коррекции стали рекомендация на продажу и отчет Culper Research, в котором было заявлено, что эмитент «систематически вводил в заблуждение американских инвесторов и регулирующие органы своими неоднократными заявлениями о том, что у него нет никаких связей с Россией». Финтех сразу опроверг данные обвинения, назвав отчет «неточным, вводящим в заблуждение и искажающим суть его бизнеса». Мы, со своей стороны считаем, что предъявленные к компании претензии не влияют на ее фундаментальную стоимость, так как приведенных аргументов недостаточно для попадания под вторичные санкции. Примечательно то, что акции Kaspi.kz на KASE более сдержанно реагируют на падение котировок ADS (и ГДР в про-

шлом), что в периоды волатильности становится причиной больших расхождений в ценах на разных биржах. На момент написания обзора спред составлял почти 18% в пользу бумаг, торгуемых в Казахстане.

В лидеры роста вышла Air Astana: ее акции за рассматриваемый период подорожали на 9–10%. Это был локально неплохой отскок из зон перепроданности к уровням сопротивления, но ответа на главный вопрос, развернется ли нисходящий тренд, который тянется с момента выхода компании на IPO, пока нет.

ГДР Казатомпрома поднялись на 5,1% на фоне оживления рынка атомной энергетики в связи с повторным вводом в эксплуатацию реактора Три-Майл-Айленд в США.

На валютном рынке картина осталась прежней. Мы склоняемся к прогнозу курса пары USD/KZT в диапазоне 468–478 тенге к концу текущего года. Дальнейшее укрепление нацвалюты вероятно в начале 2025-го.

Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №304

27 сентября 2024

ffin.global



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	27.08.24	10.09.24	
Индекс KASE	5 180,15	5 197,51	0,3%
Air Astana (GDR)	6,50	7,15	10,0%
Air Astana (KASE)	774,76	845,00	9,1%
Халык Банк (GDR)	16,30	17,58	7,9%
Казатомпром (GDR)	37,05	38,95	5,1%
Халык Банк (KASE)	201,30	208,89	3,8%
Казатомпром (KASE)	18 010,00	18 441,00	2,4%
KEGOC (KASE)	1 478,98	1 484,04	0,3%
Казтрансойл (KASE)	818,69	817,00	-0,2%
Kcell (KASE)	3 223,89	3 200,00	-0,7%
Банк Центр-Кредит (KASE)	1 949,00	1 929,00	-1,0%
Казхтелеком (KASE)	38 590,00	38 002,00	-1,5%
Kaspi (KASE)	60 762,50	58 919,00	-3,0%
Казмунайгаз (KASE)	14 074,98	13 605,07	-3,3%
Kaspi (ADS)	122,92	102,80	-16,4%

Ожидания и стратегия

Сентябрь на казахстанском фондовом рынке складывается напряженно, хотя обычно в этот период продолжают восходящие тренды августа и он благоприятен для покупателей. В то же время на биржах США, например, сентябрь, как правило, самый «медвежий» месяц. Тем не менее на логарифмическом графике KASE остается в растущем канале, к тому же бенчмарк относительно недавно обновлял исторические максимумы. Привлекательные для покупок бумаги мы сейчас рассматриваем ситуационно. На фоне оживления сектора урановых компаний интересно выглядит Казатомпром, также стоит присмотреться к Kaspi.kz, котировки которого способны компенсировать недавние потери.

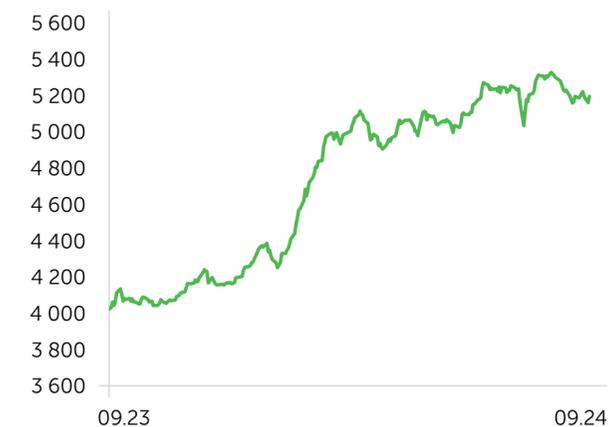
Рынок Казахстана

Важные новости

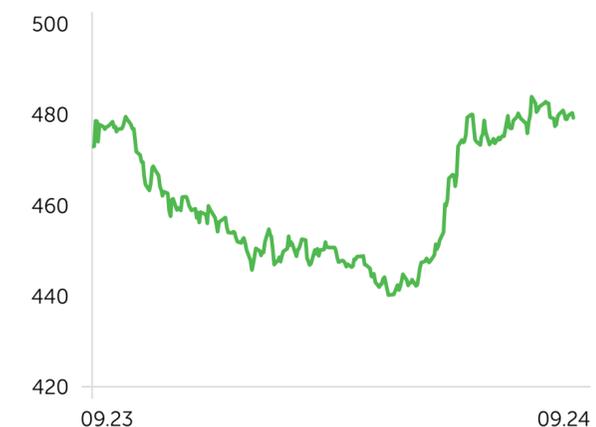
- **Moody's повысило кредитный рейтинг Казахстана до Baa2.** В качестве аргументов для этого решения агентство приводит объем и эффективность использования активов страны, низкий уровень госдолга, а также эффективность мер правительства по обеспечению макроэкономической устойчивости. Кроме того, Moody's пересмотрело вверх рейтинги компаний KEGOC, Казатомпром, Казмунайгаз, Народный банк и др. Рейтинг Kасpi.kz был повышен до инвестиционного Baa3 (BBB- по шкалам Fitch и S&P).
- **Народный банк анонсировал обратный выкуп ГДР.** Программа рассчитана на сумму до \$50 млн, ее цель — оптимизация структуры капитала банка. Buy back стартовал 18 сентября 2024-го и должен завершиться не позднее той же даты 2025 года. Citigroup Global Markets Limited выступит в качестве безрискового принципала (посредника) по приобретению ГДР.
- **АРРФР опровергло претензии к Kасpi.kz.** Агентство по регулированию и развитию финансового рынка заявило, что Kасpi Bank в полном объеме соблюдает санкционный режим США, Евросоюза и других стран, которые ввели ограничения против РФ, а также на постоянной основе сотрудничает с банками-корреспондентами в США и Евросоюзе для обеспечения лучшей практики KYC, риск-менеджмента и внутреннего контроля в отношении операций с высоким уровнем комплаенс-риска.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Инвестиционная идея

Казахтелеком. Перемены к лучшему

Целевая цена по акции KZTK пересмотрена с 39,2 тыс. тенге до 53,2 тыс., рекомендация — «покупать»

Причины для покупки:

- **Динамика выручки в годовом и квартальном сопоставлении.** С учетом госсубсидий Казахтелекому удалось нарастить показатель за второй квартал на 12% г/г и 3,7% кв/кв, до 123 млрд тенге. Доходы от передачи данных увеличились на 14% г/г, хотя сократились на 6,3% кв/кв, достигнув 60 млрд тенге. Поступления от оказанных услуг проводной и беспроводной телефонной связи выросли на 27% г/г и 2% кв/кв. Выручка от продажи оборудования и мобильных устройств показала впечатляющий рост на 113%. Еще более убедительную динамику продемонстрировали доходы от межсетевых соединений, поднявшиеся на 117% кв/кв.
- **Повышение свободного денежного потока.** За второй квартал Казахтелеком сгенерировал free cash flow в объеме 5,8 млрд тенге, что на 26,5 млрд тенге выше показателя предыдущего квартала. Нужно отметить, что в этом результате учтены денежные потоки от МТС, поэтому точно оценить его размер затруднительно. Динамика данной метрики обусловлена увеличением операционного денежного потока на 50% кв/кв при сокращении капитальных затрат на 7,4% кв/кв. В сравнении с прошлым годом, когда компания тратила большие ресурсы на покупку частот 5G, свободный денежный поток значительно вырос. Объем денежных средств и финансовых активов Казахтелекома на конец июня оказался равен 50 млрд тенге. Эта сумма на 48% меньше, чем по

итогам первого квартала. Это объясняется исключением из релиза показателей проданной Мобайл Телеком-Сервис (Алтел-Теле2). Консолидированный чистый долг Казахтелекома с апреля по июнь сократился с 313 млрд тенге до 261 млрд.

- **Влияние продажи Мобайл Телеком-Сервис.** Публикация результатов Казахтелекома за второй квартал была ознаменована реклассификацией метрик Мобайл Телеком-Сервис, которая была продана уже после отчетной даты. Негативное влияние сделки на выручку, прибыль и денежные потоки материнской компании сопровождалось получением крупного объема денежных средств. В результате модель оценки бизнеса Казахтелекома была значительно изменена, так как финансовые показатели теперь учитывают только ее собственные дальнейшие результаты. В то же время мы принимаем во внимание денежные средства объемом \$1,1 млрд, которые будут получены Казахтелекомом после завершения сделки по продаже «дочки». Именно этот фактор оказал значительное позитивное влияние на наше итоговое вью в отношении эмитента. Данные средства он может направить на специальные дивиденды и/или погашение долгов. На этом фоне мы повысили целевую цену по акции KZTK с 39,2 тыс. до 53,2 тыс. тенге, а рекомендацию изменили с «держат» на «покупать».



ҚАЗАҚТЕЛЕКОМ

АО Казахтелеком

Тикер на KASE	KZTK
Цена на момент анализа	38 002 KZT
Целевая цена	53 200 KZT
Потенциал роста	40%

Динамика акций на KASE



Рынок Узбекистана

В поисках дна

Большинство входящих в TSMI акций с начала второй декады сентября ушли в минус

С 10 по 24 сентября Tashkent Stock Market Index (TSMI) обновил минимум с начала года, снизившись на 3,69%, до 692,52 пункта. Объем торгов сократился на 300 млн сумов и составил 2,1 млрд.

Акции банковского сектора, за исключением бумаг Узпромстройбанка (SQBN), которые торговались без существенных колебаний, оказались в красной зоне.

Бумаги Ипак-Йули банка (IPKY) обвалились в цене на 9,6%, до 179 сумов, однако с начала года они обеспечили доходность 84,5%.

Котировки Товарной биржи (URTS) за указанный период снизились

на 7,17%, до 15,41 тыс. сумов. Инвесторы ждут финальных параметров SPO.

Акции торгового комплекса Чиланзар (CBSK) опустились на 4,48%, до 2,13 сума.

В лидерах роста оказался Узтелеком (UZTL) с результатом +1,03%, стоимость бумаги достигла 4,6 тыс. сумов

Бумаги УзАвто Моторс (UZMT) торговались в диапазоне от 62,505 тыс. до 64,9 тыс. сумов, демонстрируя умеренную волатильность и завершив рассматриваемый период на отметке 64 тыс.

Текущие рекомендации по акциям

Мы рекомендуем к покупке:

Акции

- Товарной биржи (URTS, таргет: 24,9 тыс. сумов)
- Биокимё (BIOK, таргет: 30,797 тыс. сумов)

- Узметкобмината (UZMK, таргет: 7,3 тыс. сумов)
- Хамкорбанка (НМКВ, таргет: 37,5 сума)
- Узпромстройбанка (SQBN, таргет: 12,85 сума)

Облигации

- Imkon Finans (IFMT4) с годовой доходностью 28%

Корпоративные новости

- Национальное агентство перспективных проектов (НАПП) зарегистрировало венгерский OTP Bank в специальном правовом режиме «регуляторная песочница» на рынке капитала. Это дает финансовой организации право управлять счетами ценных бумаг и денежных счетов в узбекских депозитариях и Центральном банке без дополнительной лицензий. НАПП ожидает, что участие будет способствовать привлечению крупных портфельных инвестиций в Узбекистан.
- Компания AKFA Aluminium LLC впервые получила кредитный рейтинг от международного агентства S&P Global на уровне В+/В со стабиль-

ным прогнозом. Это важное достижение подтверждает финансовую устойчивость бизнеса компании и открывает для нее новые возможности для расширения и привлечения иностранных инвестиций.

- Постановлением кабинета министров РУз от 12 сентября года установлены новые лицензионные требования для товарно-сырьевых бирж, включая увеличение уставного капитала и обязательную аудиторскую проверку. Также утверждена дорожная карта по расширению деятельности УзРТСБ и внедрению новых финансовых инструментов для улучшения торговых условий.



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	10.09.24	24.09.24	
TSMI Index	719,06	692,52	-3,69%
URTS	16 600,00	15 410,00	-7,17%
IPKY	198,00	179,00	-9,60%
НМКВ	24,10	22,80	-5,39%
UZMK	4 095,00	3 880,00	-5,25%
CBSK	2,23	2,13	-4,48%
QZSM	1 930,00	1 800,01	-6,74%
SQBN	9,50	9,50	0,00%
UNVB	10 400,00	9 600,00	-7,69%
UZMT	64 288,00	64 000,00	-0,45%
UZTL	4 553,00	4 600,00	1,03%



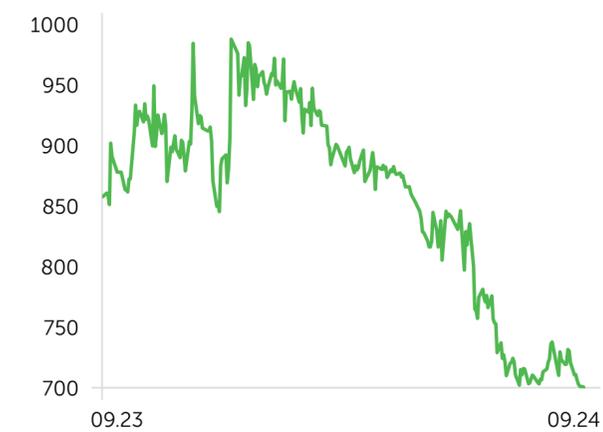
Новости экономики

- **Азиатский банк развития выделит Узбекистану \$300 млн для финансирования малого бизнеса, в том числе фермерского, а также для проведения реформ в банковском секторе.** Программа поможет устранить кредитный разрыв для микропредприятий и повысит инклюзивность финансовых услуг. В приоритете будет поддержка женщин-предпринимателей.
- **В Ташкенте прошел круглый стол «Внедрение исламских финансовых инструментов в Узбекистане: возможности и вызовы»,** организованный Исламским банком развития (ИБР), Национальным агентством перспективных проектов (НАПП) и Программой развития ООН. Основное внимание было уделено обсуждению проекта закона «О рынке капитала» и правовых основ для развития исламской финансовой системы, в том числе долговых инструментов сукук и зеленый сукук, а также исламского банкинга, с целью трансформации узбекского рынка капитала и защиты прав инвесторов.
- **Законодательная палата Олий Мажлиса одобрила в первом чтении законопроект, который улучшит систему финансовой поддержки малого и среднего бизнеса,** разрешив микрофинансовым организациям предоставлять услуги в иностранной валюте и заниматься деятельностью платежных организаций при наличии лицензии Центробанка.
- **Цена пятиграммового золотого слитка в Узбекистане превысила 5,5 млн сумов, а за грамм предлагают около 1,110 млн сумов.** С начала года золото подорожало более чем

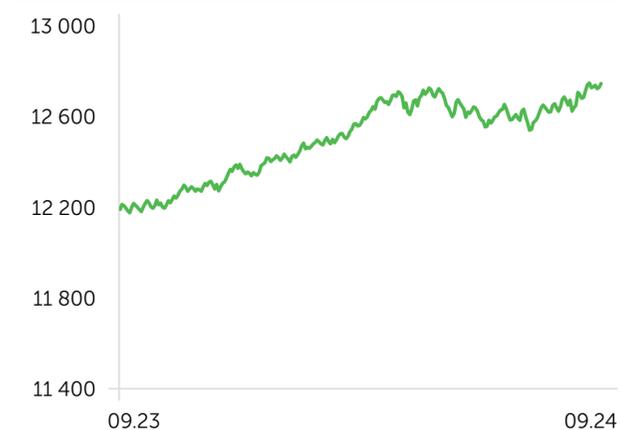
на 30% на фоне обновления максимумов рыночной ценой металла. Центральный банк республики с 2018 года продает населению золотые монеты и слитки, стимулируя инвестиции в этот инструмент для защиты сбережений и снижения зависимости от иностранной валюты.

- **Узбекистан и Малайзия планируют создать цифровую платформу для инвестиционных проектов.** Идею поддержал Узбекско-малайзийский деловой совет. Стороны также обсудили расширение экономического сотрудничества и товарооборота.
- **Внешнеторговый оборот Узбекистана за январь-август вырос на 6,6% г/г и достиг \$42,7 млрд.** Экспорт составил \$17,3 млрд (+5,5%), а импорт — \$25,3 млрд (+7,4%). Основные партнеры — Китай (\$8 млрд), Россия (\$7,7 млрд) и Казахстан (\$2,6 млрд). Объем торговли со странами СНГ увеличился на 2,7%.
- **Немецкий АКА Банк предоставит Узнацбанку кредитную линию на €100 млн, предназначенную для поддержки малого и среднего бизнеса.** Партнерство ускорит экономический рост, будет способствовать созданию рабочих мест и увеличению инвестиций в ключевые отрасли экономики республики, такие как текстильная промышленность, туризм, металлургия и альтернативная энергетика. Это укрепит развитие сотрудничества между Узбекистаном и Германией.

Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



Рынок Германии

Траекторию задали центробанки

Индекс DAX достиг новых максимумов на фоне резкого снижения ставки ФРС и продолжения ЕЦБ курса на смягчение ДКП

С 9 по 13 сентября индекс DAX прибавил 2%, вплотную приблизившись к отметке 18 700 пунктов. Главным движущим фактором для фондовых площадок еврозоны в целом и Германии в частности стало заседание ЕЦБ, состоявшееся 12 сентября. Депозитная ставка, как и ожидалось, была второй раз с июля снижена — на этот раз с 3,75% до 3,5%. Комментируя итоги встречи, глава регулятора Кристин Лагард подтвердила планы дальнейшего смягчения монетарных условий. Тем не менее в инвестсообществе считают маловероятным очередное уменьшение ставки в октябре. Большинство предполагает, что ЕЦБ предпочтет дождаться большего количества макроэкономических данных, на основе которых и примет решение о корректировке ставки в декабре. Значимой для участников рынка информацией стала статистика инфляции в США за август, которая в соответствии с консенсусом замедлилась с 2,9% до 2,5% годовых. Вероятность снижения ставки ФРС на 50 б.п. после релиза была пересмотрена в сторону уменьшения. В лидеры роста на немецкой бирже за указанный период вышел Commerzbank, акции которого взлетели на 16% на фоне приобретения итальянским UniCredit их 9%-го пакета. Половина этой доли была выкуплена у правительства Германии за 702 млн евро. В аутсайдерах оказалась BMW. Ее котировки 10 сентября обрушились на 11%, так как менеджмент пересмотрел вниз прогноз маржи на 2024 год из-за слабого спроса в Китае и проблем, связанных с тормозной системой от Continental.

С 16 по 20 сентября DAX прибавил скромные 0,11%, хотя в

момента сумел подняться выше 19 000 пунктов и обновить исторический максимум. Динамику мировых фондовых рынков определяли ожидания и итоги заседания ФРС, на котором ключевая ставка была снижена сразу на 50 б.п. Американский регулятор заявил о намерении продолжить смягчение ДКП на ближайших заседаниях и удерживать низкий уровень безработицы. На этом фоне на торгах 19 сентября вверх пошли индексы и акции, особенно чувствительные к уровням ставки, а DAX достиг исторического максимума. Правда, на следующий день бенчмарк растерял основной рост, хотя существенных поводов для коррекции не появилось. Давление на рынок оказало падение акций автомобильного сектора на 3,6%, вызванное вторым за последние два месяца ухудшением гайденса Mercedes-Benz в отношении рентабельности на текущий год ввиду низкого спроса со стороны китайских потребителей. Дополнительным негативом стало снижение котировок технологических компаний на 2,7%, обусловленное измерением рейтинга Morgan Stanley для акций нидерландского производителя чипов ASML.

30 сентября будут опубликованы важнейшие для рынка данные инфляции в Германии за сентябрь (консенсус: 2,1% г/г, предыдущее значение: 1,9% г/г). 1 октября аналогичная статистика выйдет в еврозоне. 7 и 8 октября увидят свет данные объема промышленных заказов и промпроизводства. Аналитики ожидают снижения первого показателя на 2% м/м при сокращении второго на 1,5% м/м.

Ожидания и стратегия

За рассматриваемый период DAX удалось подняться выше восходящего локального тренда, что указывает на высокую вероятность достижения очередных максимумов в ближайшие несколько дней после пробоя 19 000 пунктов. Если же бенчмарк скорректируется ниже 18 700 пунктов и произойдет слом локального направления, снижение может продолжиться до 18 300 пунктов, где котировки найдут поддержку со стороны предыдущего тренда.

Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №304

27 сентября 2024

ffin.global



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	06.09.24	20.09.24	
DAX Index	18 633,10	18 301,90	2,3%
ENR GR Equity	24,62	23,81	36,3%
HFG GR Equity	2,20	6,75	25,7%
ZAL GR Equity	20,90	22,07	21,1%
CBK GR Equity	85,78	12,65	20,9%
GIB GR Equity	30,48	65,00	13,8%
DWNI GR Equity	95,25	23,10	12,1%
TUI1 GR Equity	67,75	5,76	11,8%
KRN GR Equity	14,92	116,20	11,2%
LXS GR Equity	63,80	24,10	10,7%
HLAG GR Equity	41,70	136,00	10,3%
NDX1 GR Equity	25,50	13,81	9,4%
LHA GR Equity	12,60	5,76	9,3%
HEI GR Equity	113,95	90,68	8,8%

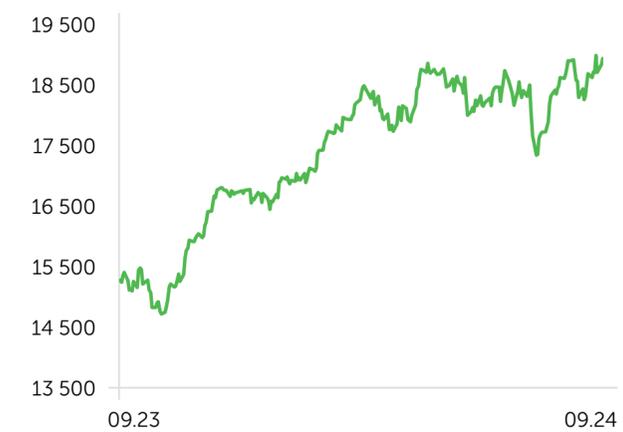
Рынок Германии

Важные новости

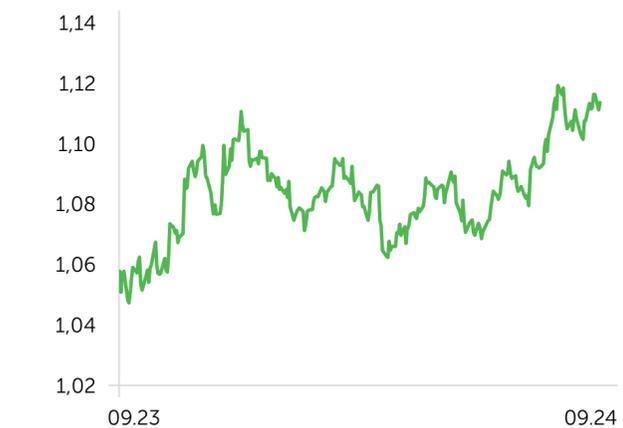
- **Социал-демократическая партия канцлера Олафа Шольца одержала победу на выборах в Бранденбурге.** Напомним, что ранее правая партия АдГ получила большинство в Тюрингии и второй результат в Саксонии.
- **Настроения инвесторов в Германии, по данным института ZEW, оказались хуже ожидаемого.** Соответствующий индекс упал с августовских 19,2 до 15,8 пункта при консенсусе 17 пунктов. Оценка текущей экономической ситуации достигла минимума с мая 2020 года.
- **Индекс цен производителей в Германии снижается быстрее ожиданий.** В августе показатель опустился на 0,8% г/г при консенсусе 1%. Эта динамика объясняется падением цен на энергетические товары, составившим 4,6% г/г.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

Adidas AG. Выше планку!

Драйвером роста для котировок ADS станет улучшение гайденса по прибыли после публикации сильного финансового отчета за второй квартал

Причины для покупки:

- **Улучшение собственных прогнозов.** В июле руководство Adidas повысило прогноз выручки с учетом более высоких, чем ожидалось, результатов за второй квартал. Ориентир в отношении операционной прибыли был пересмотрен с примерно 700 млн евро до 1 млрд. Таким образом, продажа оставшихся запасов коллекции Yeezy до конца текущего года будет в среднем происходить по себестоимости. Это обеспечит компании дополнительный доход в размере около 150 млн евро.

- **Средняя целевая инвестбанков составляет 242,98 евро.** Акции ADS покрывает 36 инвестбанков, из которых 18, в том числе Citi (таргет: 265 евро), HSBC (таргет: 300 евро), RBC Capital (таргет: 250 евро), BNP Paribas Exane (таргет: 260 евро) и Oddo BHF (таргет: 262 евро), дают рекомендацию «покупать», а 12 — «держат» и только шесть советуют продавать. Средняя целевая цена по бумаге составляет 242,98 евро.
- **Техническая картина.** Акции ADS в августе продемонстрировали отскок от поддержки 208 евро с попыткой пробоя сопротивления на отметке 232 евро. На текущий момент котировки вновь формируют попытку преодолеть этот уровень.

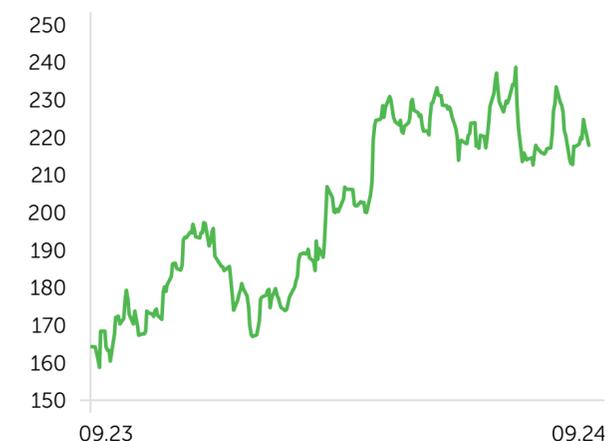


Среднесрочная идея



Тикер на Xetra	ADS
Текущая цена	€218,2
Целевая цена	€250
Потенциал роста	14,6%

Динамика акций ADS на Xetra



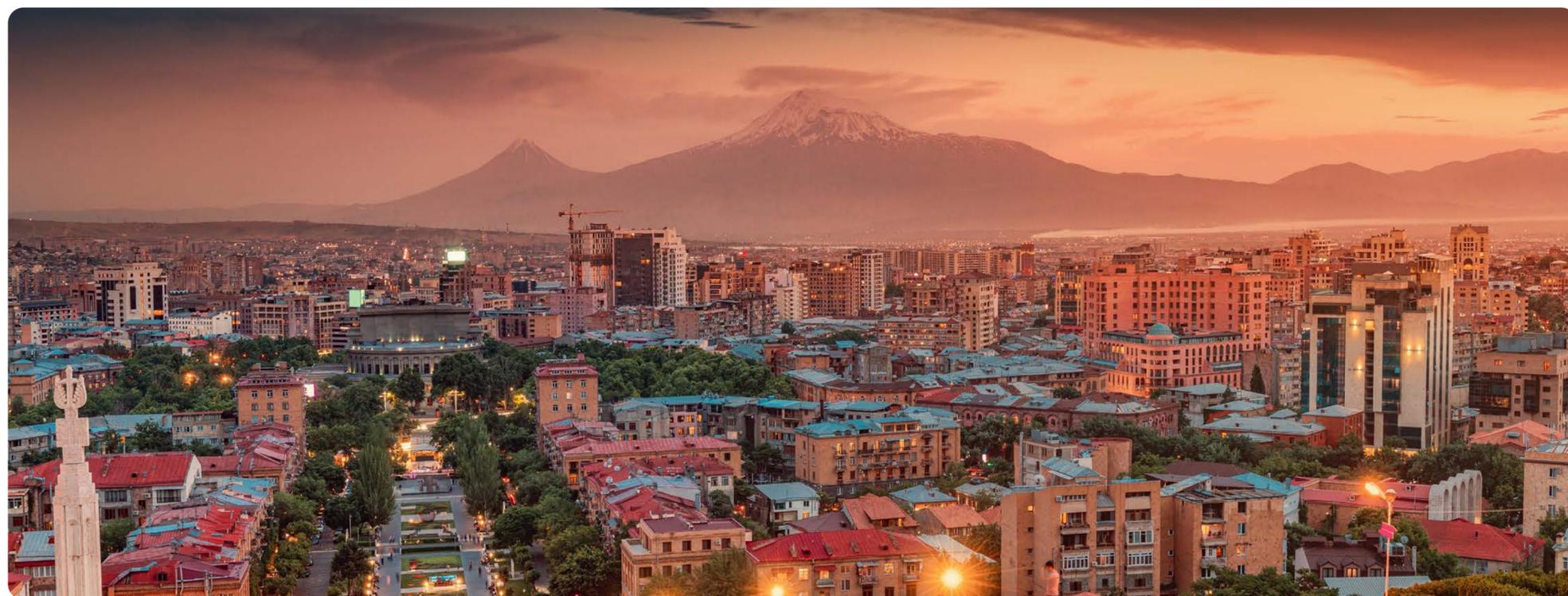
Рынок Армении

Буря в стакане воды

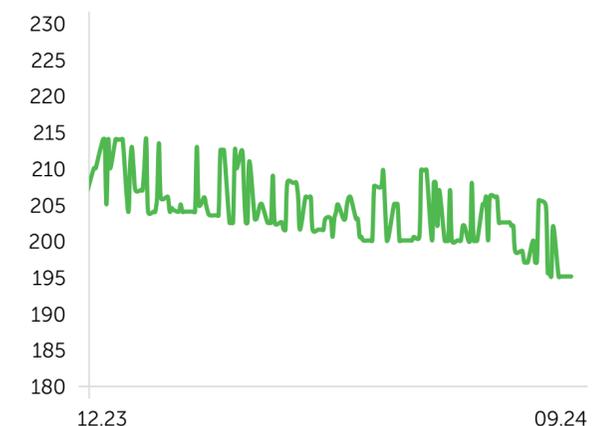
Динамика на локальных фондовых площадках отличалась высокой волатильностью без фундаментальных причин

- С 9 по 23 сентября фондовый рынок Армении торговался разнонаправленно. Акции АСВА BANK выросли на 2,7%, котировки Telecom Armenia упали на 4,8% до минимальных отметок с момента IPO. При этом важных негативных новостей вокруг компании не было. Одним из факторов, сдерживающих рост акций, остается повышенный интерес к инвестициям в недвижимость и в долговые инструменты.
- Скачок котировок трехлетних корпоративных облигаций

обусловило изменение биржей АМХ методики расчета индекса 10 сентября. Обновление индекса делает сравнение с его историческими значениями нерелевантным. Однако сопоставление доходности облигаций, номинированных в драмах (как суверенных, так и корпоративных), с кривой месяцем ранее и в конце июня указывает на относительную стабильность долгового рынка (на основании данных Cbonds). Решение о пересмотре методики расчета, вероятно, объясняется низкой торговой активностью по большей части бумаг.



Динамика акций
Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год



Рынок Армении

Важные новости



Новости экономики

- Глава ЦБ Армении Мартын Галстян заявил, что текущий рост экономики страны (+6,4% за второй квартал) превышает ее реальный потенциал. Спикер отметил постепенное сужение разрыва между реальным ростом и потенциалом, однако влияние краткосрочных факторов все еще сохраняется.
- Прогнозы Евразийского банка развития (ЕАБР) в отношении дальнейших действий регулятора по ставке рефинансирования совпали с ориентирами Freedom Broker. ЕАБР ожидает продолжения снижения ставки до конца года. Мы по-прежнему рассчитываем на еще один пересмотр ставки ЦБ вниз при условии отсутствия шоков на рынке.

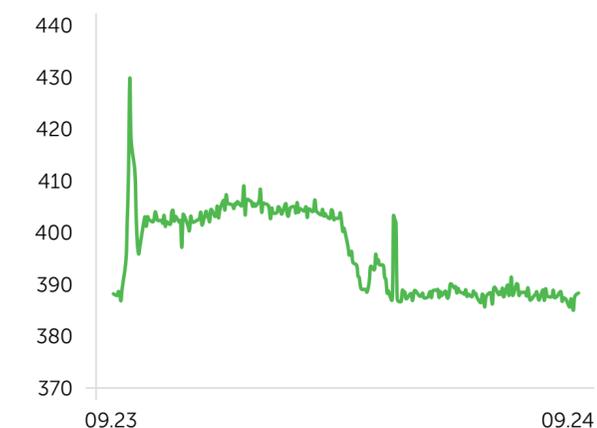
Новости компаний

- Армянский стартап EasyDMARC Inc. привлек в виде инвестиций \$20 млн в раунде А. Компания предоставляет бизнесу облачную платформу для внедрения стандарта безопасности электронной почты DMARC, который все чаще разворачивается вместе с технологиями кибербезопасности SPF и DKIM.

Ожидания на предстоящие две недели

- С 27 сентября по 7 октября запланирована публикация данных экономической активности за август (консенсус: +5%, июль: +6,2%). Замедление роста в целом согласуется со упомянутой оценкой главой ЦБ потенциала охлаждения экономики.
- В отношении релиза ИПЦ за сентябрь консенсус закладывает повышение на 1% г/г после 1,8% в августе. Индекс цен производителей (PPI) в августе, как ожидается, поднимется на 3,1% после 3,7% в июле, что согласуется с динамикой потребительских цен за последний летний месяц.
- Данные торгового баланса страны, как предполагает прогноз, зафиксируют снижение дефицита до 13% (~\$320 млн), однако этот результат уже должен быть полностью учтен в котировках армянского драма (AMD). В консенсус в отношении безработицы за второй квартал закладывается ее сокращение с 15,5% в январе-марте до 13%. Вкупе с необходимостью приведения инфляции к целевому уровню этот показатель также должен способствовать дальнейшему снижению ставки ЦБ.

Динамика USD/AMD, 1 год



Заряд позитива от ФРС

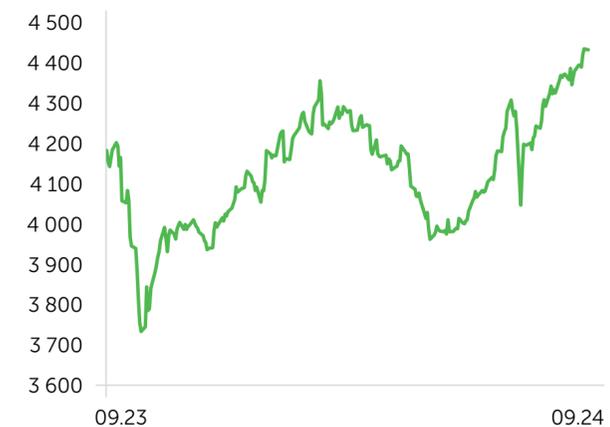
Разворот монетарной политики в США обеспечил уверенный рост на фондовых площадках Эмиратов

- С 9 по 23 сентября индекс Dubai Financial Market (DFM) General вырос на 1,87%, а котировки S&P/Hawkamah UAE ESG Index (UAEESGI) поднялись на 2,27%. В фокусе внимания были ожидания и решения заседания ФРС, поэтому позитивную динамику на глобальных эквити-рынках объясняем разворотом ДКП в США. Напомним, что курс дирхама привязан к курсу доллара, то есть ОАЭ импортируют монетарную политику Федрезерва, поэтому ставки в Эмиратах были также пересмотрены вниз. После принятия американским регулятором оптимального для рынков решения sentiment локального рынка ОАЭ, на наш взгляд, останется позитивным. Еще одним фактором поддержки для него за последние две недели стал отскок цен на нефть марки Brent, составивший 3,57%, до \$74,95 за баррель.
- Около 56% входящих в ключевые фондовые индексы эмитентов двигались вверх, средний рост составил 3,72%. Котировки 35% компаний в среднем опустились на 3,18%, примерно 9% акций торговались вблизи нулевых отметок. В лидеры роста вышел сектор потребительских товаров повседневного спроса (+8,5%) при поддержке котировок производителя продуктов питания и напитков Agthia Group PJSC (AGTHIA-AE: +10,93%). Поддержкой для акций этого эмитента стало упомянутое снижение ставки, способное стимулировать внутренний спрос и, как следствие, доходы компании. Среди положительных факторов также отметим одобрение акционерами AGTHIA-AE повышения промежуточных дивидендов на 25% и сильные квартальные результаты.

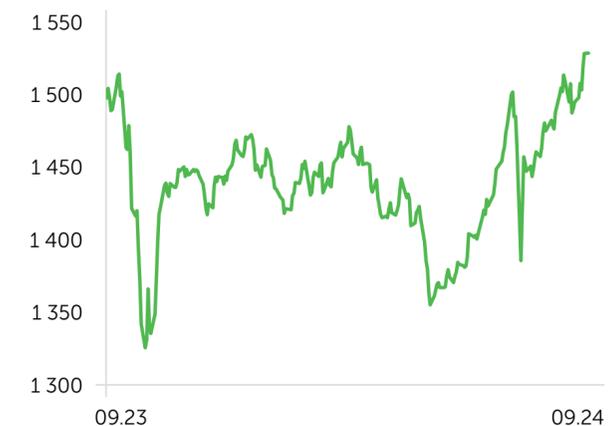
- Индекс, отражающий доходность форвардной десятилетней ставки ОАЭ, двигался вниз, доходность опустилась на 18 б.п., до 5,33%, на фоне упомянутого смягчения ДКП.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год





Новости экономики

- **Большинство регуляторов стран Персидского залива (Саудовская Аравия, Бахрейн, Катар, Кувейт) 19 сентября смягчили монетарные условия вслед за ФРС**, что будет способствовать ускорению и без того уверенного экономического роста в регионе. В ОАЭ ставка по овернайт-депозитам была уменьшена на 50 б.п., до 4,9%, а ставка по займам краткосрочной ликвидности осталась на 50 б.п. выше ключевой (5,4%) по всем кредитным линиям. Экономика ОАЭ, вторая среди государств Персидского залива, за январь-сентябрь увеличилась на 4% г/г (результат ненефтяного ВВП) благодаря реализации стратегии диверсификации доходов.
- **ЦБ ОАЭ обновил прогноз роста ВВП на текущий год, повысив его с 3,9% до 4%** на фоне оптимистичных ожиданий в отношении не связанного с нефтегазовой отраслью сектора экономики. В квартальном отчете регулятора говорится, что экономический рост будет поддерживаться взаимодействием с партнерами ОАЭ. С начала года Абу-Даби подписал соглашения с быстроразвивающимися странами Азии, Ближнего Востока и Африки на общую сумму 1,4 трлн дирхамов (примерно \$382 млрд).

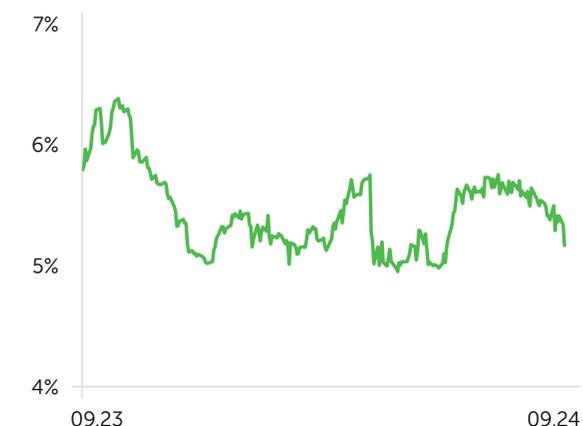
Новости компаний

- **Microsoft объявила о присоединении ОАЭ к своей сети глобальных центров инженерных разработок (Global Engineering Development Center), что ознаменует экспансию технологического гиганта в арабском мире.** По словам наследного принца Абу-Даби, Эмираты имеют все возможности, для того чтобы возглавить глобальные усилия в области разработки искусственного интеллекта, поддерживая передовые и инновационные решения. По словам менеджмента Microsoft, новый центр будет работать не только над ИИ-технологиями, но над развитием облачных решений и продуктов для кибербезопасности. Это усилит позиции ОАЭ как центра технологических инноваций на Ближнем Востоке.

Ожидания на предстоящие две недели

- Стоимость сырья, в частности нефти, остается главным катализатором для финансовых рынков стран Персидского залива. Мы продолжаем рассчитывать на техническое восстановление котировок углеводородного сырья в краткосрочной перспективе после коррекции в начале сентября. Поддержку котировкам может оказать расширение вооруженного конфликта на Ближнем Востоке, а также продолжение атак на нефтегазовую инфраструктуру на территории России (существенный рост цен способно вызвать поражение морской экспортной инфраструктуры). С технической точки зрения котировки нефти находятся вблизи нижней границы ключевого уровня поддержки (отметки \$67 и \$65 ограничивают потенциал падения). В ближайшее время ожидаем консолидацию в ценах на черное золото. Отмечаем высокую привлекательность взвешенной на риск доходности, данная динамика может поддержать котировки локального рынка ОАЭ.

Доходность, Форвардная Ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



Нефть Марки Brent, 1 год



Freedom Finance Global вступила в международную ассоциацию рынков капитала

В соответствии с решением, принятым на заседании членского комитета International Capital Market Association (ICMA) компания Freedom Finance Global стала первым в Казахстане и Центральной Азии полноправным участником международной ассоциации.

ICMA – крупнейшая международная саморегулируемая организация финансового рынка с полувековой историей, объединяющая участников долговых рынков из более чем 70 стран.

Данный шаг позволит Freedom Broker совершенствовать применяемые в своей деятельности стандарты международной практики, внедрять передовой опыт, соответствующий текущим рыночным тенденциям. Он успешно практикуется в сфере рынков капитала в нашей стране. Все это позволит брокеру стать равноправной частью мирового экспертного сообщества.

«Присоединение к международной профессиональной площадке ICMA – еще один важный этап в стратегическом развитии Freedom Finance Global. Объединяя усилия с ведущими участниками финансового рынка, мы укрепляем нашу роль во всемирной экосистеме рынков капитала. Это партнерство расширяет наши возможности для взаимодействия с эмитентами, посредниками, управляющими активами и инвесторами по всему миру, что позволяет нам вносить вклад в формирование лучших практик и инноваций на благо всех участников финансового сообщества», – прокомментировал событие **председатель совета директоров Freedom Finance Global Сергей Лукьянов.**

Отметим, что International Capital Market Association (ICMA) – это глобальная организация, которая способствует развитию международных рынков капитала. Она работает над обеспечением эффективного функционирования, успешных практик и прозрачности на этих рынках, устанавливая стандарты и рекомендации для участников. Члены ICMA – это банки, инвестиционные компании и другие финансовые учреждения. Ассоциация также активно участвует в развитии устойчивого финансирования и улучшении нормативно-правовых рамок для различных рынков капитала.



Инвестиционный
обзор №304

27 сентября 2024

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 №304

27 сентября 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.