

№305 11 октября 2024

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Под знаком неопределенности

Данные рынка труда, внешнеполитическая напряженность и пересмотр прогнозов в отношении действий ФРС снизили активность покупателей

Казахстан

В фокусе валютные торги

Германия

В восходящем потоке

ОАЭ

Красный октябрь

Узбекистан

С пополнением!

Армения

Около нуля



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. Под знаком неопределенности.....	4
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	5
Самое главное. Реклама — двигатель торговли	6
Актуальные тренды. Обзор на 7 октября.....	7
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков	9
Обзор компаний малой капитализации.....	11
Инвестиционная идея. PulteGroup. Бизнес на прочном фундаменте.....	12
Текущие рекомендации по акциям.....	14
Оptionная идея. PUT CREDIT SPREAD ON DLTR.....	15
IPO Cerebras Systems. На переднем крае ИИ-революции.....	16
Рынок Казахстана. В фокусе валютные торги	17
Рынок Узбекистана. С пополнением!	19
Рынок Германии. В восходящем потоке.....	21
Инвестиционная идея. Brenntag SE. Формула успеха.....	23
Рынок Армении. Около нуля.....	24
Рынок ОАЭ. Красный октябрь	26
Новости Freedom Holding Corp.....	28
Контакты	29

Инвестиционный
обзор №305

11 октября 2024

ffin.global

Фондовый рынок США

Под знаком неопределенности

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



По состоянию на 08.10.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	0,26%	4,00%
QQQ	Индекс NASDAQ100	0,12%	5,80%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,11%	3,17%
UUP	Доллар	2,14%	1,74%
FXE	Евро	-1,80%	-0,96%
XLF	Финансовый сектор	1,11%	0,44%
XLE	Энергетический сектор	6,87%	6,15%
XLI	Промышленный сектор	0,50%	5,31%
XLK	Технологический сектор	0,08%	7,45%
XLU	Сектор коммунальных услуг	1,11%	5,83%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,90%	-3,19%
SLV	Серебро	1,73%	14,33%
GLD	Золото	-0,01%	6,32%
UNG	Газ	-2,63%	18,42%
USO	Нефть	8,65%	9,68%
VXX	Индекс страха	4,47%	-3,58%
EWJ	Япония	1,13%	2,45%
EWU	Великобритания	-1,86%	0,24%
EWG	Германия	-2,51%	2,89%
EWQ	Франция	-3,99%	0,66%
EWI	Италия	-4,11%	-0,71%
GREK	Греция	-4,22%	0,32%
EEM	Страны БРИК	0,77%	10,52%
EWZ	Бразилия	-1,08%	-0,57%
RTSI	Россия	-4,12%	0,96%
INDA	Индия	-3,43%	-0,78%
FXI	Китай	11,00%	37,45%



Инвестиционный обзор №305

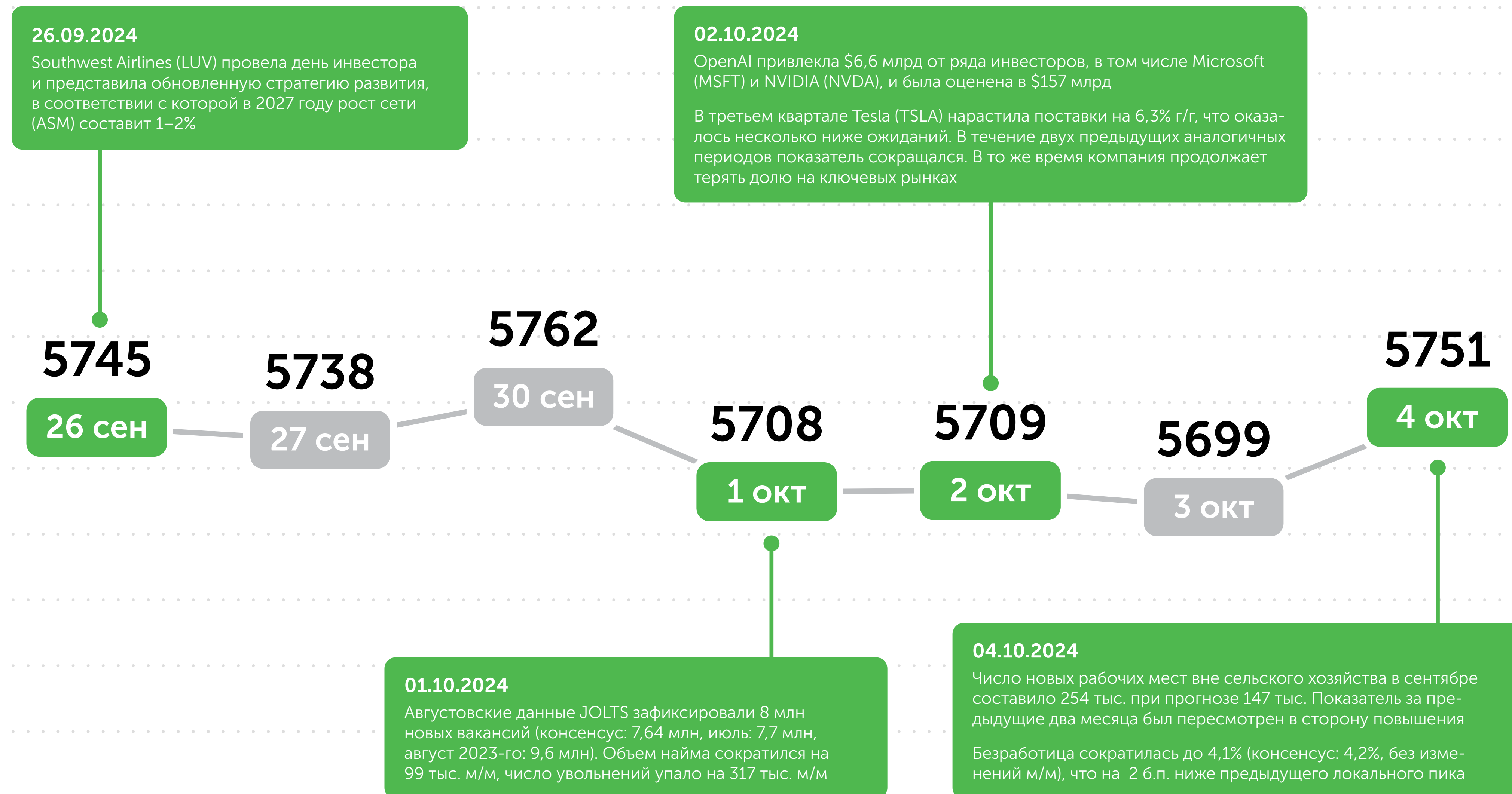
11 октября 2024

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (26.09.2024 — 04.10.2024)



Самое главное

Реклама — двигатель торговли

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №305

11 октября 2024

ffin.global



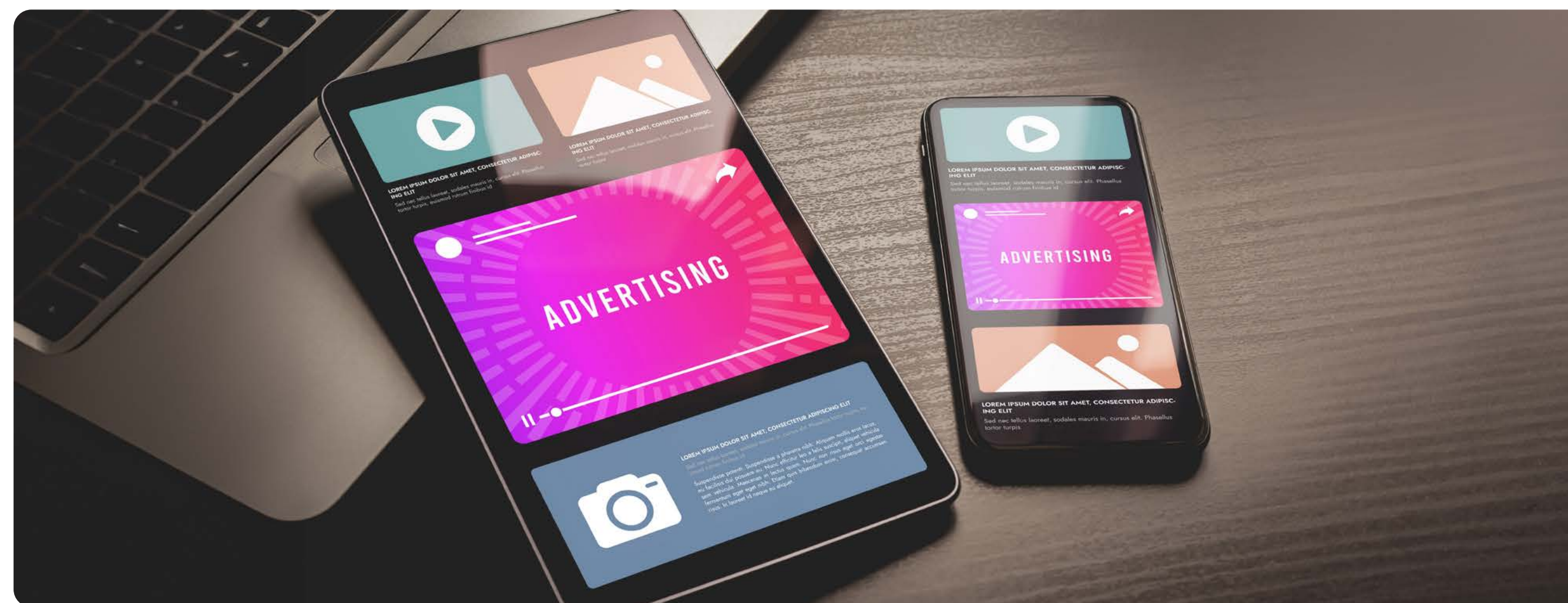
Как мы уже не раз отмечали, экономика США сохраняет стабильность. Доказательством этого, в частности, служит статистика безработицы в стране за сентябрь. Последний отчет Минтруда поставил перед некоторыми участниками рынка вопрос о целесообразности слишком активного смягчения монетарных условий, то есть снижения ставки ФРС сразу на 50 б.п., а не на «классические» 25 б.п. У текущей ситуации в американской экономике есть одна особенность: потребитель стал тщательнее выбирать товары и услуги, о чем свидетельствуют финансовые отчеты крупнейших ретейлеров.

В этой связи инвесторам стоит обратить внимание на рынок рекламы, так как именно она остается одним из ключевых инструментов воздействия на потребительский спрос. Alphabet (GOOGL), Meta Platforms* (META) и Amazon (AMZN) в 2024 году будут контролировать почти две трети американского рынка цифровой рекламы (около \$180 млрд из \$290 млрд). Все три корпорации в первом полугодии сгенерировали рекламную выручку выше прогнозов. Масштабы бизнеса и эффективные инструменты таргетинга позволили компаниям привлечь большой объем средств, в том числе в результате перетока части маркетинговых бюджетов с менее крупных платформ. Что касается Alphabet, ее рекламная выручка на YouTube испытала более выраженное давление, чем аналогичные доходы поисковика Google или Google Maps. Это объясняется экспозицией на «брендовую» рекламу, которой компании все чаще предпочитают более эффективные объявления «с прямым откликом».

Я прогнозирую продолжение уверенного роста доходов от рекламы на смарт-ТВ ввиду развития многолетнего тренда на уход маркетинговых бюджетов с традиционных ТВ-каналов. Объем сегмента в 2023 году вырос на 21%, до \$25 млрд, а в 2026-м, как ожидается, достигнет \$40 млрд. The Trade Desk (TTD), крупнейший игрок в своей нише, в последние несколько кварталов демонстрирует впечатляющие результаты. Эта платформа позволяет клиентам оптимально распределять бюджеты на продвижение в рамках быстроразвивающейся рекламы на стриминг-сервисах и смарт-ТВ и поэтому пользуется высоким спросом.

Несмотря на регуляторные риски для Alphabet, Meta и Amazon, я считаю очень перспективными их реклам-

ные дивизионы. Такие тренды, как значительный прогресс в монетизации формата коротких видео, помогут показывать результаты выше ожиданий инвесторов. В частности, доходы от рекламы в Reels (Instagram) демонстрируют взрывной рост, отражаясь не только на выручке, но и на прибыли Meta. Инвестировать в эти компании я советую на горизонте от года и более. Нишевой продукт The Trade Desk (TTD) стоит рассматривать для вложений на срок от двух лет благодаря высокому фундаментальному потенциалу и широким перспективам извлечения выгоды от столь малого рынка, а вероятный выход в другие сегменты поможет бизнесу масштабироваться за рамки текущей оценки.



*Деятельность Meta Platforms Inc. по реализации продуктов Facebook и Instagram на территории Российской Федерации запрещена по основаниям осуществления экстремистской деятельности.

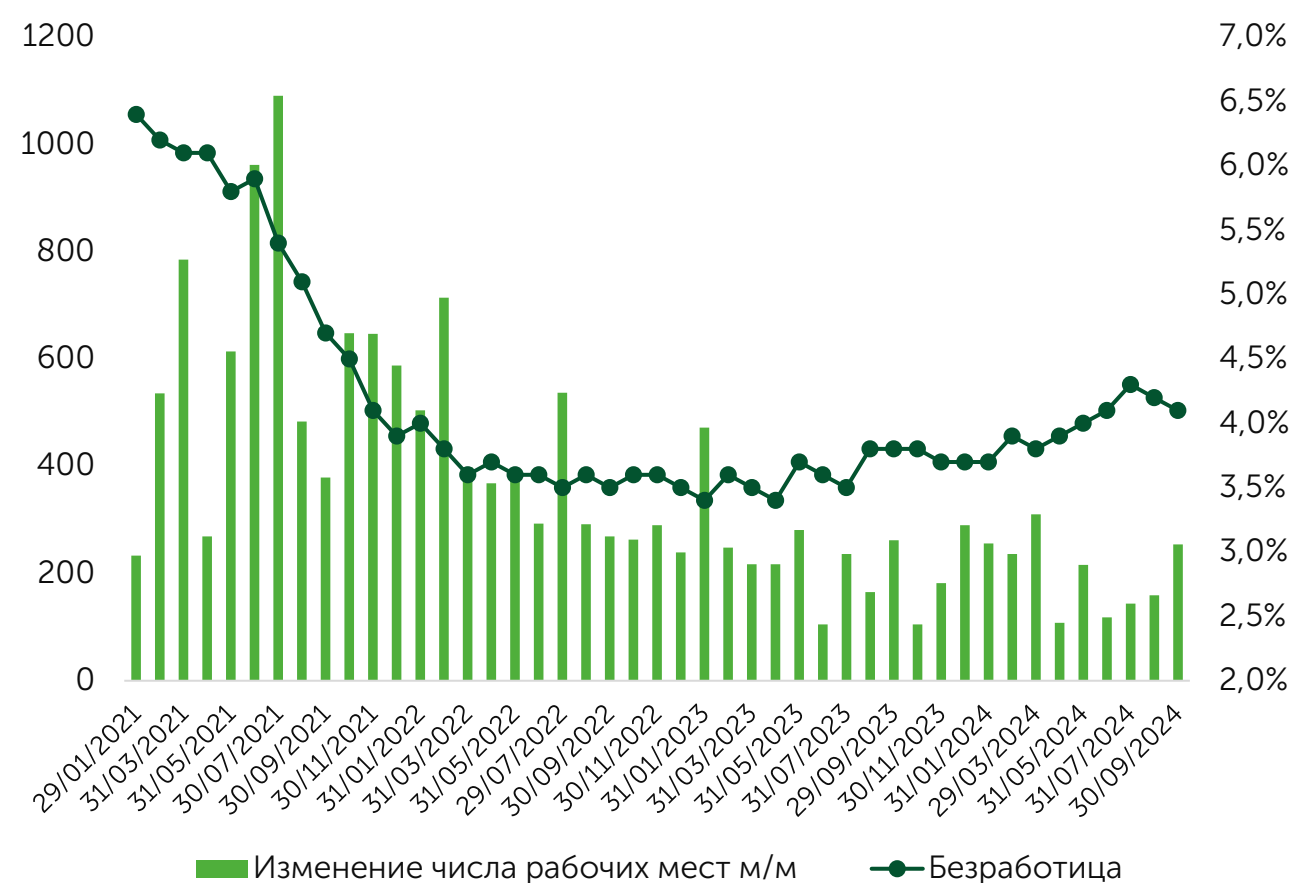
Актуальные тренды

Обзор на 7 октября

Глобальная картина

Последние две недели рынки провели преимущественно в боковом диапазоне. За этот период S&P 500 и Dow Jones потеряли по 0,4%, а NASDAQ 100 снизился на 0,26%. Главным вопросом для инвестсообщества оставалась целесообразность решения ФРС уменьшить ставку сразу на 50 б.п. Представители руководства регулятора в своих комментариях в целом повторяли оценки Джерома Пауэлла, отмечая, что экономика находится в близком к нормальному состоянию, а риски смещаются с инфляции в сторону рынка труда. Результаты сентябрьского отчета о занятости оказались существенно сильнее ожиданий. Число новых рабочих мест вне сельского хозяйства составило 254 тыс. при консенсусе 147 тыс., а показатели за июль и август пересмотрены с 89 тыс. и 142 тыс. до 144 тыс. и 159 тыс. соответственно. Безработица за первый осенний месяц сократилась до 4,1%, что стало дополнительным доказательством неприменимости к текущим условиям «правила Сам» (Sahm Rule). За последние 50 лет безработица ни разу не снижалась в течение двух месяцев после срабатывания этого правила. В целом риски рынка труда остаются ограниченными. Августовский отчет JOLTS указал на рост числа открытых вакансий до 8 млн (консенсус: 7,64 млн, предыдущее значение: 7,7 млн), еженедельное количество заявок на пособие по безработице сократилось до 225 тыс. против недавних локальных пиков на уровне 250 тыс., что указывает скорее на дальнейшую постепенную нормализацию, а не на резкое ухудшение состояния рынка.

Динамика безработицы и числа рабочих мест



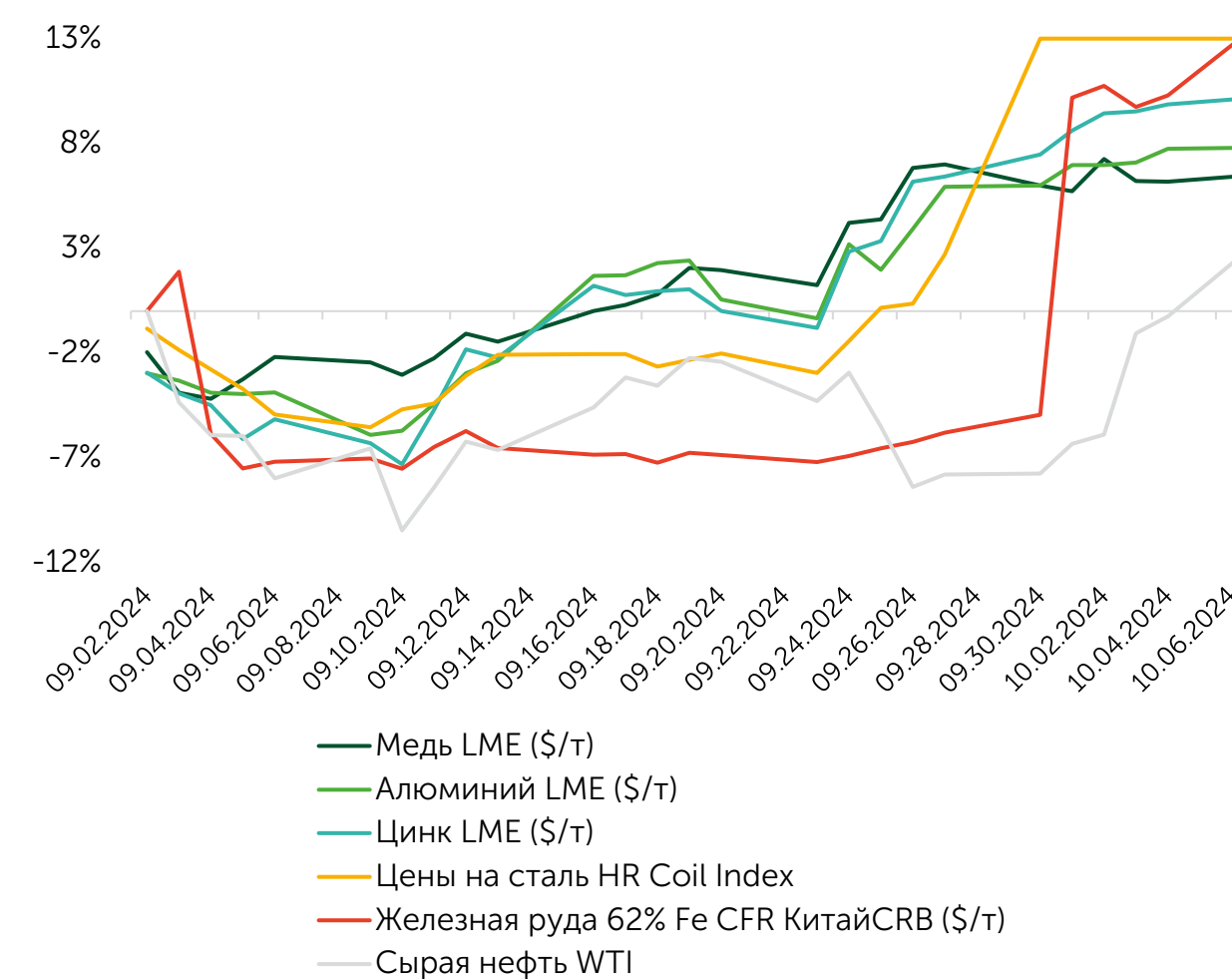
Источник: FactSet

Сопоставив последние отчеты по рынку труда с комментариями Пауэлла и других чиновников ФРС, биржевые игроки оценили вероятность снижения ставки в ноябре на 25 б.п. в 88% против 44% по состоянию на 25 сентября. Ожидание более плавного смягчения ДКП оказало давление на индексы эмитентов малой и средней капитализации: индексы Russell 2000 и S&P 400 за последние две недели показали относительный результат на 1,5% и 0,8% слабее, чем S&P 500.

Значимым для фондовых площадок фактором стала эскалация конфликта на Ближнем Востоке. У инвесторов возникли опасения, что в противостояние между Израилем с Ираном и его прокси могут быть вовлечены другие участники, в том числе США. Напряженность в регионе вызвала повышение геополитической премии в ценах на нефть, обеспечив рост энергетического сектора на 5,1% за последние две недели. Поддержку сырьевым компаниям оказало принятие Китаем программы монетарных стимулов (сокращение нормы резерви-

рования, снижение ставок, смягчение требований к первоначальному взносу на покупку жилья), а также обещания дополнительных мер со стороны Компартии КНР. В то же время на конференции 8 октября Национальная комиссия по развитию и реформам не назвала перечень конкретных шагов по поддержанию экономического роста, лишь повторив прошлые обещания. На этом фоне на фондовых площадках КНР началась массовая фиксация прибылей.

Динамика цен на сырьевые товары с начала сентября



Источник: FactSet

Локально макрориски существенно ослабли. Ситуация на рынке труда остается относительно благополучной. При этом деловая активность в производственном секторе продолжает испытывать давление, а в сервисном остается устойчивой. Кроме того, риски и неопределенность для экономики со стороны забастовки портовых работников сошли на нет.

Инвестиционный обзор №305

11 октября 2024

ffin.global



Актуальные тренды

Обзор на 7 октября

Фокус рынка

В течение следующих полутора недель в фокусе внимания участников фондового рынка будет начинающийся на днях сезон отчетности за третий календарный квартал 2024-го. Консенсус предполагает рост EPS по индексу S&P 500 на уровне 3,7% г/г (кварталом ранее: +11,4%), а на четвертый квартал прогнозируется нормализация с результатом +14,1%. Ориентир на июль-сентябрь объясняется ухудшением ожиданий в отношении энергетического сектора (негативная динамика нефтяных цен), индустрии здравоохранения (эффект от повышенных расходов, связанных с недавними M&A-сделками) и промышленности (на фоне слабости авиаперевозчиков). Наибольший интерес на старте сезона будут представлять релизы крупнейших банков: JPMorgan (JPM), Wells Fargo&Co (WFC), Bank of America (BAC), Goldman Sachs (GS), — которые традиционно служат барометром состояния экономики в целом. В условиях снижения ставок рынок не сомневается в давлении на процентную маржу в 2025 году, но ожидает ограниченного эффекта в условиях потенциального улучшения спроса на кредиты. Также инвесторы будут ожидать прогнозов менеджмента финансовых корпораций в отношении инвестбанкинга и трейдинга на следующий год. Среди отчетов значимых бигтехов выделим результаты ASML ADR (ASML) и Netflix (NFLX), от которых рынок также ждет положительных комментариев относительно текущего квартала и следующего года. Высокий интерес будут представлять публикации квартальных отчетов UnitedHealth (UNH) и Johnson&Johnson (JNJ). Полагаем, что сильный старт сезона отчетности может поддержать позитивный настрой инвестсообщества и способствовать достижению котировками новых максимумов.

Уверенность в устойчивости экономики могут укрепить сентябрьские данные розничных продаж (консенсус: +0,1% м/м) и промпроизводства (консенсус: +0,04% м/м). Если эта статистика окажется слабее прогнозов, вероятны всплески волатильности, но на тренд в целом существенно они повлиять не

должны. Положительный импульс способны придать биржевым котировкам и данные рынка недвижимости. Инвесторы рассчитывают, что на его показатели благоприятно повлияет снижение ставок.

Акции малой капитализации

За рассматриваемые две недели Russell 2000 (ETF: IWM) и Russell Microcap (ETF: IWC) скорректировались на 1,51% и 0,74% соответственно. Это было обусловлено пересмотром ориентиров рынка в отношении активности ФРС в деле смягчения монетарных условий после сильных данных занятости за сентябрь. На 7 октября вероятность сохранения ставки на текущей отметке оценивалась в 15,6%, что укладывается в нарратив о сохранении умеренно жесткой ДКП на более длительном горизонте. Охлаждение рынка труда стало одной из причин неожиданно резкого снижения ставки ФРС в сентябре. Затем фьючерсный рынок вновь принял за базовый сценарий вариант с постепенным и равномерным смягчением монетарных условий. Возможно, это будет сдерживать оптимизм инвесторов и ограничивать переток капитала из акций крупных компаний в небольшие. Сохраняется возможность продолжения локальной коррекции. В последующие две недели сентимент будут определять данные инфляции. Ускорение ее роста будет воспринято биржевыми игроками негативно, а результат лучше прогнозов вызовет нейтральную реакцию.

Ожидаем

Ориентируемся на движения индекса S&P 500 в диапазоне 5720–5840 пунктов.

Техническая картина

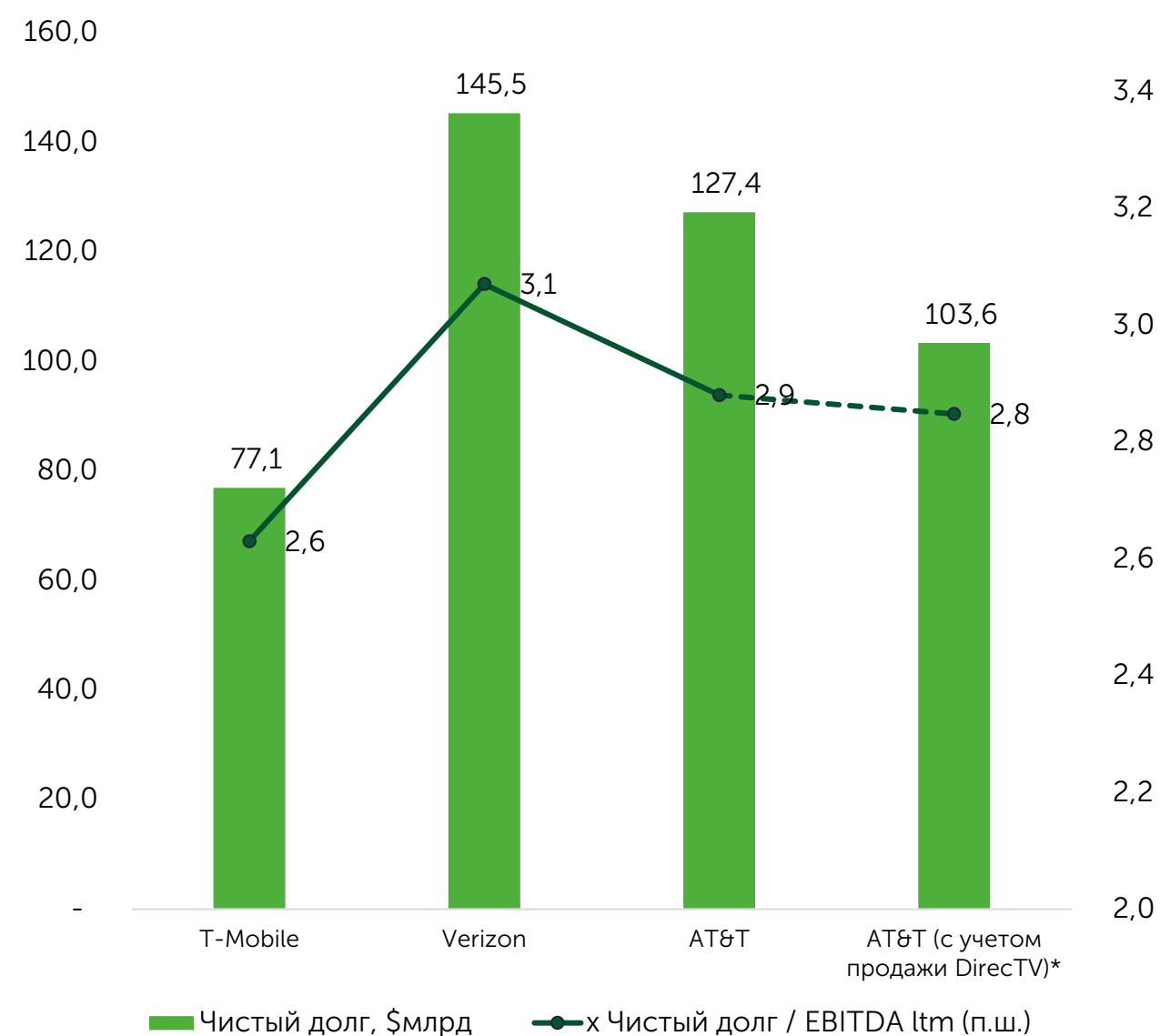
Техническая картина остается благоприятной для продолжения роста. В течение последних двух недель S&P 500 тестировал зону поддержки 5630–5670 пунктов, которая продолжает демонстрировать устойчивость. Индикаторы ширины рынка в целом не указывают на перегрев. Значение put/call ratio по индексам S&P 500 и NASDAQ 100 восстановилось до среднегодовых уровней. Соотношение между числом компаний, котировки которых находятся на 52-недельных максимумах и минимумах близко к пиковым отметкам. В годы президентских выборов октябрь, как правило, не отличается выраженной позитивной динамикой, однако мы прогнозируем повышенную волатильность при сохранении «бычьего» тренда.





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 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.

Долговая нагрузка в коммуникационном секторе



Источник: данные компаний, FactSet

* если бы в случае продажи DirecTV деньги бы поступили сразу



Southwest Airlines (LUV) 26 сентября провела день инвестора и представила обновленную стратегию развития. В соответствии с ней до 2027 года темп роста сети (ASM) должен составить 1–2%. В следующие девять месяцев авиаперевозчик планирует перераспределить слоты в ключевых для себя аэропортах Майами, Атланты, Окленда, Чикаго, а также расширить присутствие в аэропорту Нэшвилла. На тот же период планируется сокращение числа межсезонных рейсов, увеличение охвата пасса-

жиров с ограниченным бюджетом особенно на гавайском направлении, поиск партнера для трансатлантических рейсов. Наконец, компания намерена сократить интервал между посадкой и вылетом, что приведет к высвобождению до 16 самолетов для дополнительных рейсов. Главное нововведение предполагает появление мест повышенной комфортности, билеты на которые будут стоить значительно дороже, чем на стандартные варианты рассадки. Мы позитивно оцениваем долгосрочные перспективы акций LUV, однако в данный момент целевая цена находится на пересмотре.

Доходность пассажира-миль (центы)



Источник: FactSet

Инвестиционный обзор №305

11 октября 2024

ffin.global

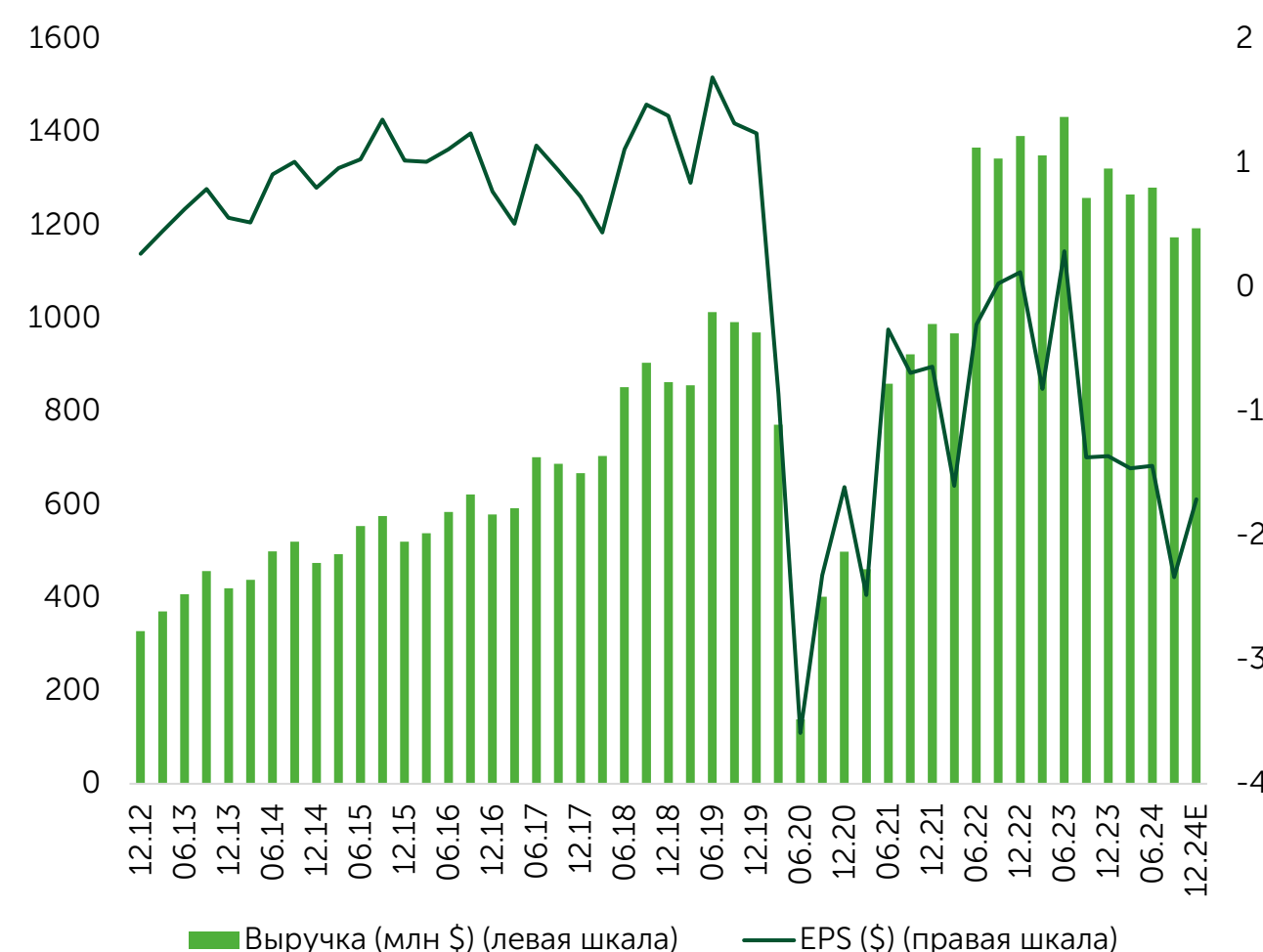




spirit

Акции Spirit Airlines (SAVE) 4 октября упали на 37%, до рекордно низкого уровня, после сообщения о возможной подаче заявления о банкротстве. Ввиду расторжения сделки SAVE-JBLU и проблем с двигателями P&W авиакомпания остается убыточной, несмотря на высокий спрос на авиаперевозки. Это вызывает сомнения в ее способности выплатить долги, которые на 30 июня оценивались примерно в \$3,3 млрд. Треть этой суммы подлежит погашению в следующем году. Тем не менее CEO Spirit надеется прийти к соглашению об отсрочке с держателями облигаций в досудебном порядке. Несмотря на снижение инвесторами таргета по акции SAVE, на текущий момент целевая оценка составляет \$2,14, что предполагает потенциал роста 15%.

Spirit Airlines (SAVE)

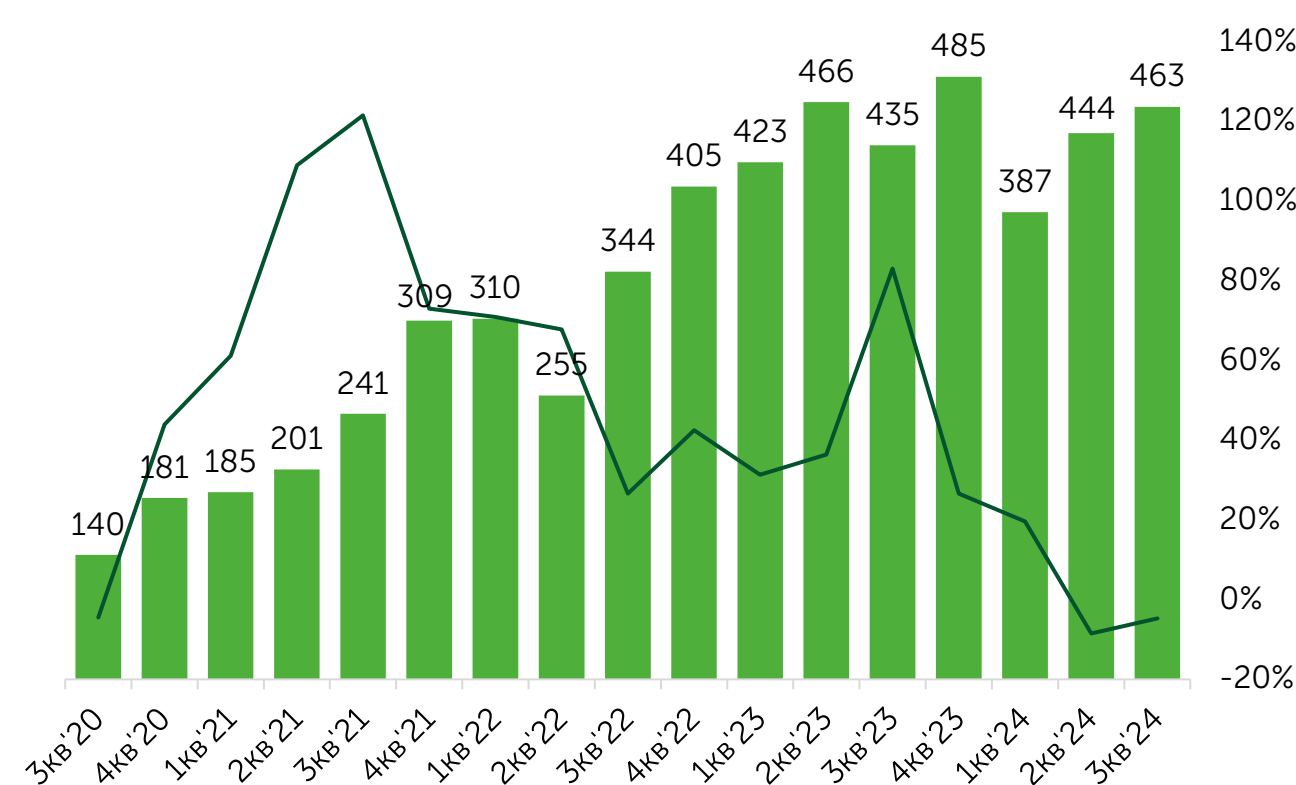


Источник: FactSet

TESLA

Tesla (TSLA) 2 октября отчиталась о поставках за третий квартал. За этот период показатель вырос на 6,3% г/г и 4,2% кв/кв, до 462,9 тыс., что практически совпало с консенсусом FactSet на уровне 463 тыс. авто. В третьем квартале Tesla также установила 6,9 ГВт/ч мощностей для хранения энергии против 4 ГВт/ч за аналогичный период годом ранее и 9,4 ГВт/ч во втором квартале 2024-го. Мы оцениваем эти данные как нейтральные. Объем поставок вернулся к росту после сокращения год к году в течение двух предыдущих кварталов подряд. Одновременно с этим Tesla продолжает терять доли на ключевых рынках присутствия. За август показатель Tesla China с прошлогодних 9% уменьшился до 6,2%, а в США с учетом данных о продажах с января по июль компания занимала 51,2% против 58,8% годом ранее.

Поставки электромобилей Tesla (тыс. ед.) и их динамика год к году

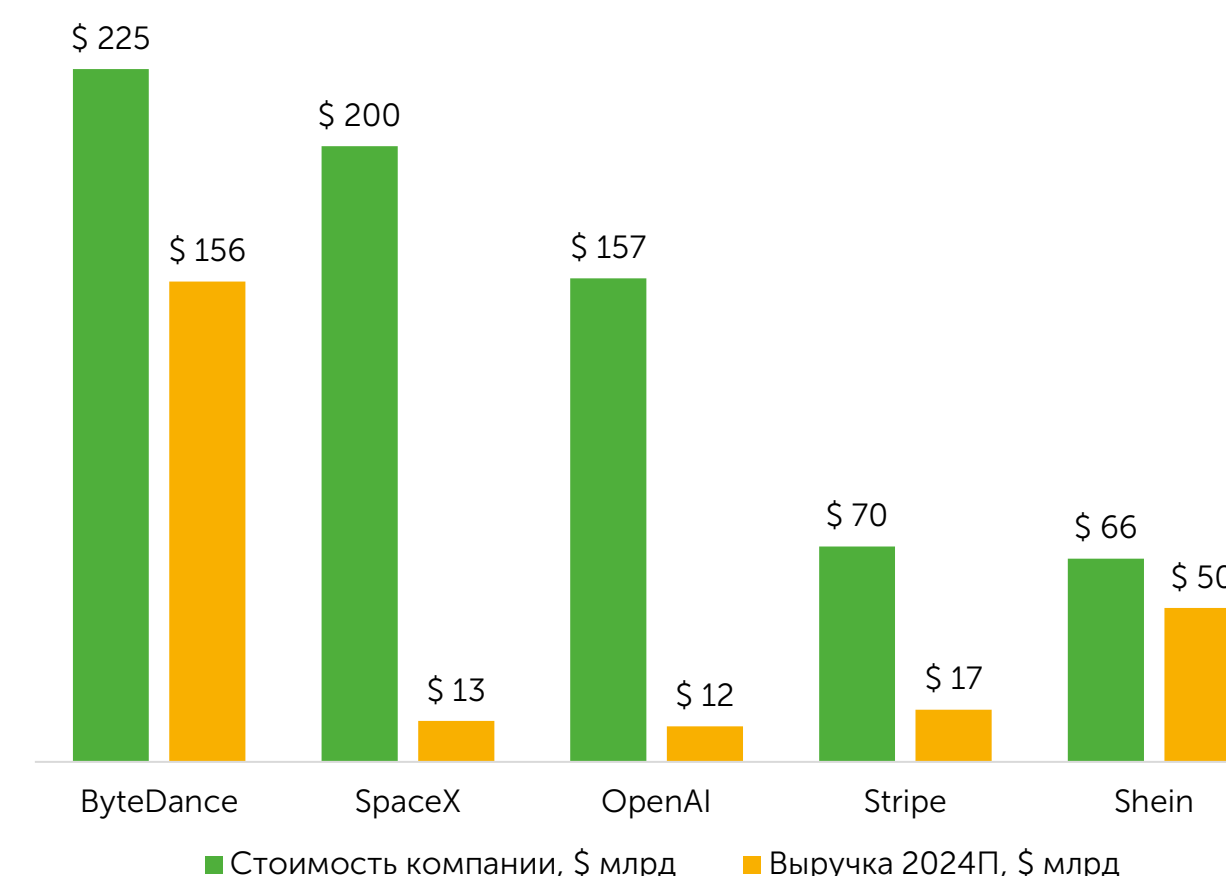


Источник: данные Tesla

OpenAI

OpenAI 2 октября привлекла финансирование в объеме \$6,6 млрд от инвесторов, среди которых были Microsoft (MSFT) и NVIDIA (NVDA), и в итоге была оценена в \$157 млрд. Этот результат почти вдвое выше, чем девять месяцев назад, что обеспечило компании место третьего самого дорогого стартапа в мире после ByteDance и SpaceX. В прошедшем инвестраунде не приняла участие Apple (AAPL), в устройства которой уже в конце этого года будет интегрирован ChatGPT. Согласно данным инсайдеров, OpenAI планирует заработать в этом году примерно \$3,7 млрд выручки, а ориентир на 2025-й предполагает результат около \$11,6 млрд. В случае реализации этих ожиданий OpenAI станет одной из самых крупных software-компаний в мире.

Самые дорогие стартапы в мире, \$ млрд



Источники: CBInsights, Freedom Broker

e.l.f. BEAUTY

e.l.f. Beauty (ELF) специализируется на производстве и дистрибуции уходовой косметики. Во многом бизнес-модель компании выстроена на передовых трендах бьюти-индустрии, что способствует активному улучшению ее финансовых результатов. e.l.f. концентрируется на инклюзивности, уделяя особое внимание экологичности продуктовых линеек, а также используя веганские ингредиенты и отказываясь от тестирования продукции на животных. Другим значимым преимуществом компании является позиционирование по соотношению цена/качество, способствующее привлечению широкой аудитории. Для продвижения своей продукции e.l.f. сотрудничает с инфлюенсерами и блогерами, вовлекаящими в потребление молодую аудиторию. Среднегодовой темп роста выручки эмитента с момента выхода на IPO в 2014 году составляет 24,3%. По итогам 2024-го прогнозируется повышение показателя на 37,06% г/г. Вкупе с ожидаемым увеличением EPS на 22,86% г/г это будет означать сохранение потенциала для экспансии бизнеса.

Консенсус FactSet по акции ELF на горизонте 12 месяцев — \$193,71.

Stride

Stride (LRN) — разработчик образовательной онлайн-платформы, на которой представлены как собственные, так и сторонние учебные программы. Продукт компании ориентирован на быстрые изменения трендов в индустрии онлайн-образования, что способствует усилению конкурентных преимуществ. Stride активно использует ИИ для адаптации и персонализации учебного процесса, предлагает гибридные программы через партнерства, улучшает возможности для микрообучения, также расширяет направление курсов повышения квалификации для взрослых. Среднегодовой темп роста выручки Stride с момента выхода на IPO в 2005 году составляет 18,2%. При продолжении этой тенденции эмитент может в будущем войти в число компаний средней или даже крупной капитализации. Прогноз по итогам 2024 года предполагает рост выручки на 8,83%, до \$2,11 млрд, при повышении EPS на 26,37%, до \$4,84.

Консенсус FactSet по акции LRN на горизонте 12 месяцев — \$86.

ENOVIX

Enovix (ENVX) разрабатывает безопасные мощные аккумуляторы для носимых устройств, что в условиях усиления спроса на их производительность и компактность и продолжения бума ИИ стало одной из главных инженерных задач. Enovix получила широкое признание в отрасли. Это подтверждается соглашениями с производителями смартфонов, наградами на CES 2024, а также контрактами с армией США. На данный момент компания активно расширяет производственные мощности, чтобы удовлетворить высокий спрос на свою продукцию. Пока Enovix генерирует убыток на акцию, но консенсус предполагает активный рост ее выручки в течение следующих пяти лет. По итогам 2024-го ожидается повышение показателя на 170% г/г, до \$20,5 млн, а в 2027-м прогнозируется результат на отметке \$606 млн при EPS в размере \$0,61.

Консенсус FactSet по акции ENVX на горизонте 12 месяцев — \$29,45.

Symbiotic

Symbiotic (SYM) ведет бизнес в секторе робототехники и специализируется на процессах оптимизации, в частности в цепочках поставок. SYM разрабатывает роботизированные системы и ПО на основе ИИ для логистических предприятий, что снимает ряд значительных нишевых проблем от стоимости услуг и дефицита кадров до оптимизации хранения запасов. У Symbiotic обширный портфель заказов от крупных компаний, что вселяет уверенность в будущих денежных потоках. Один из главных клиентов Symbiotic — это Walmart, которая также выступает в качестве стратегического инвестора компании. Предполагаем, что по мере внедрения автономных роботов и систем ИИ в операционные процессы ретейлера Symbiotic сможет и далее расширять клиентскую базу в потребсекторе. В консенсус на 2024 года закладывается рост выручки на 44,6% г/г, до \$1,91 млрд, в 2025-м ожидается выход EPS в плюс, на отметку \$0,28.

Консенсус FactSet по акции SYM на горизонте 12 месяцев — \$39,38.

Инвестиционный
обзор №305

11 октября 2024

ffin.global



Инвестиционная идея

PulteGroup. Бизнес на прочном фундаменте

Существенно недооцененные акции PHM интересны для покупки с таргетом \$188

PulteGroup, Inc. (PHM) — третья по величине девелоперская компания в США, специализирующаяся на строительстве домов для одной семьи (single-family homes), услугах ипотечного кредитования и страхования недвижимости. Ключевые регионы присутствия — Техас и Флорида. Кроме того, PulteGroup ведет бизнес в более чем 40 крупных городов страны.

Ключевые инвестиционные тезисы

Кредитное плечо и снижение ипотечных ставок. Консенсус Bloomberg на 2025 год предполагает снижение ставки ФРС примерно до 3,6%, а средний ориентир FOMC закладывает ее в пределах 3–3,5%. На этом фоне интерес к акциям застройщиков заметно усиливается. Так, котировки PHM за последний квартал поднялись на 36%, и, вероятно, потенциал их роста еще далеко не исчерпан.

Исторически выручка PulteGroup напрямую зависит от доступности ипотеки. За второй квартал с привлечением этого вида кредитования было заключено 86% сделок компании. Кроме кредитного плеча со стороны выручки, эмитент также имеет финансовый рычаг 1,5х.

Растущая выручка на падающем рынке. Последние несколько лет PulteGroup активно улучшает операционные показатели, несмотря на удорожание ипотеки и падение продаж на первичном рынке жилья. В свой гайденс на 2025 год компания закладывает рост выручки в диапазоне 5–10% г/г.

Дефицит предложения. В большинстве штатов предложение жилья не покрывает спрос на него, но региональные ограничения на строительство не позволяют девелоперам его существенно расширить. Большинство земельных участков лимитированы по этажности, плотности и назначению застройки. По

мнению менеджмента PulteGroup, эта проблема, вероятнее всего, не будет решена в обозримом будущем, поэтому нехватка предложения сохранится. В этой связи цены на недвижимость с высокой долей вероятности продолжат расти.

Buy back и дивиденды. Стратегия PulteGroup предполагает ежегодный выкуп с рынка собственных акций в объеме около 30–40% от чистой прибыли за определенный период. На дивиденды компания направляет небольшую часть дохода. В январе текущего года совет директоров утвердил программу buy back на сумму \$1,5 млрд. На конец первого полугодия у компании оставалось \$1,3 млрд, которые она может направить на соответствующие цели. Учитывая исторические доли выплат, мы прогнозируем среднюю доходность акционеров от возврата средств около 4,7% за счет обратного выкупа и дивидендов. Более 50% чистой прибыли PulteGroup будет реинвестировать в развитие бизнеса. При этом дивидендная доходность в сегменте жилищных REIT составляет около 3,4% годовых. По данным S&P Global, эти эмитенты направляют акционерам примерно 70% денежного потока, доступного для выплаты инвесторам (AFFO payout ratio).

Фундаментальная недооцененность. Общерыночные прогнозы предполагают крайне медленный рост бизнеса PulteGroup либо очень высокую требуемую норму доходности. По форвардному мультипликатору EV/EBITDA компания оценена в 7,5, по P/E — в 9,7. При этом четыре ее ближайших конкурента торгуются по 10,6 и 13,2 соответственно. На наш взгляд, с учетом снижающихся ставок в экономике долевые бумаги компании существенно перепроданы.

Целевая цена по акции PHM — \$188, рекомендация — «покупать», стоп-лосс советуем установить на уровне \$114.

Вадим Меркулов,
директор
аналитического департамента
Freedom Finance Global



Инвестиционный
обзор №305

11 октября 2024

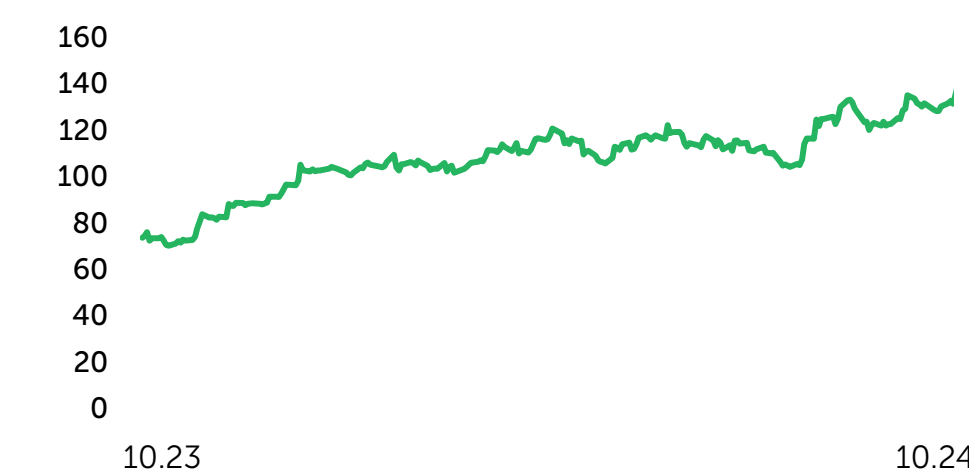
ffin.global



Тикер	PHM
Цена акций на момент анализа	\$143,30
Целевая цена акций	\$188,00
Потенциал роста	34%
Текущая дивидендная доходность	0,6%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
PHM	0,5%	(3,1%)	7,7%	33,2%	94,1%
S&P 500	1,0%	0,7%	6,3%	3,2%	33,5%
Russell 2000	0,1%	(0,1%)	5,0%	7,7%	25,7%
DJ Industrial Average	0,3%	(0,2%)	4,3%	7,0%	26,0%
NASDAQ Composite Index	1,4%	1,5%	8,9%	(1,2%)	35,4%

Динамика котировок PHM, \$



Инвестиционная идея

Финансовые показатели, \$ млн	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Выручка	13 927	16 003	16 062	17 424	18 723	19 920	20 928	21 773	22 431
Основные расходы	10 144	11 168	11 342	12 282	13 216	14 061	14 772	15 369	15 833
Валовая прибыль	3 782	4 834	4 719	5 142	5 507	5 859	6 156	6 404	6 598
SG&A	1 209	1 381	1 313	1 430	1 498	1 594	1 674	1 742	1 794
EBITDA	2 580	3 510	3 530	3 851	4 129	4 348	4 568	4 753	4 896
Амортизация и проч.	70	71	81	87	94	100	105	109	112
ЕБИТ	2 510	3 440	3 449	3 764	4 035	4 248	4 463	4 644	4 784
Процентные и прочие доходы	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ЕВТ	2 510	3 440	3 449	3 764	4 035	4 248	4 463	4 644	4 784
Налоги	(564)	(822)	-847	(912)	(969)	(1 020)	(1 071)	(1 114)	-1 148
Чистая прибыль	1 946	2 617	2 602	2 852	3 067	3 229	3 392	3 529	3 636
Dilluted EPS	\$7,44	\$11,07	\$11,79	\$13,90	\$15,43	\$16,76	\$18,15	\$19,45	\$20,64
DPS	\$0,57	\$0,61	\$0,68	\$0,69	\$0,76	\$0,83	\$0,90	\$0,96	\$1,02

Инвестиционный
обзор №305

11 октября 2024

ffin.global



Анализ коэффициентов	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
ROE	28%	32%	27%	25%	23%	21%	20%	18%	17%
ROA	15%	19%	17%	17%	16%	15%	14%	14%	13%
ROCE	25%	31%	28%	27%	25%	23%	22%	21%	19%
Выручка/Активы (x)	1,09x	1,14x	1,04x	1,03x	0,99x	0,94x	0,89x	0,84x	0,80x
Коэф. покрытия процентов (x)	19,3x	26,4x	27,3x	27,6x	27,7x	27,6x	27,8x	28,0x	28,2x

Маржинальность, в %	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Валовая маржа	27%	30%	29%	30%	29%	29%	29%	29%	29%
Маржа по EBITDA	19%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Маржа по чистой прибыли	14%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%

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



Инвестиционный
обзор №305

11 октября 2024

ffin.global



Тикер	Название компании	Отрасль	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
PHM	PulteGroup, Inc.	Строительство	29 089	2024-10-08	140,2	188	2025-10-08	34%	114	Покупать
DPZ	Domino's Pizza, Inc.	Рестораны	14 379	2024-09-24	411,2	520	2025-09-24	26%	370	Покупать
BIDU	Baidu Inc Sponsored ADR Class A	Информационные технологии	30 612	2024-09-10	106,0	170	2025-09-10	60%	73	Покупать
CXDO	Crexendo, Inc.	ИТ-услуги	137	2024-08-27	5,1	6	2025-08-27	17%	4,3	Покупать
PFE	Pfizer Inc.	Фармацевтика	165 354	2024-08-13	29,2	42	2025-08-13	44%	24	Покупать
IIPR	Innovative Industrial Properties Inc	Инвестиционные трасты недвижимости	3 669	2024-07-30	129,5	160	2025-07-30	24%	102	Покупать
ADSK	Autodesk, Inc.	Программное обеспечение	59 142	2024-07-16	275,1	300	2025-07-16	9%	225	Держать
WPM	Wheaton Precious Metals Corp	Сырье	27 039	2024-07-02	59,7	58	2025-07-02	-	40	Фиксация позиции (тейк профит)
BKR	Baker Hughes	Нефтегаз	37 214	2024-06-18	37,5	35,5	2025-06-18	-	27,5	Фиксация позиции (тейк профит)
F	Ford Motor Company	Автомобилестроение	40 957	2024-06-04	10,5	14,4	2025-06-04	-	10,9	Фиксация позиции (тейк профит)
CTGO	Contango ORE, Inc.	Горная промышленность	224	2024-05-21	18,4	29	2025-05-21	58%	16,2	Покупать
ERJ	Embraer S.A. Sponsored ADR	ВПК и аэрокосмическая промышленность	6 154	2024-05-07	33,6	31,7	2025-05-07	-	22	Фиксация позиции (тейк профит)
STZ	Constellation Brands, Inc.	Напитки	43 774	2024-04-24	241,1	290	2025-04-24	-	240	Фиксация позиции (стоп-лосс)
LULU	Lululemon Athletica	Текстиль, одежда и предметы роскоши	32 544	2024-04-08	276,6	400	2025-04-08	-	322,5	Фиксация позиции (стоп-лосс)
PDD	PDD Holdings	Интернет- и прямая розничная торговля	201 177	2024-03-26	144,9	170	2025-03-26	17%	85	Покупать
AVGO	Broadcom Inc.	Полупроводники и оборудование	844 113	2024-03-12	180,7	155	2025-03-12	-	110	Фиксация позиции (тейк профит)
BMRN	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Биотехнологии	13 077	2024-02-13	68,7	115,0	2025-02-12	-	79	Фиксация позиции (стоп-лосс)
FI	Fiserv, Inc.	Финансовые услуги	108 202	2024-02-13	187,9	159	2025-02-12	-	139	Фиксация позиции (тейк профит)

Опционная идея

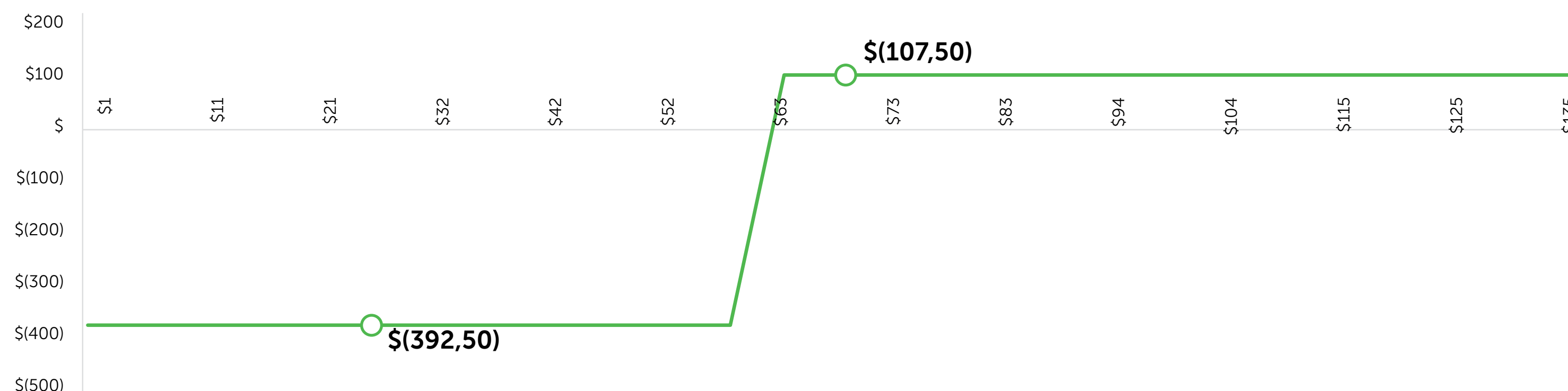
PUT CREDIT SPREAD ON DLTR

Инвестиционный тезис

Dollar Tree, Inc. (DLTR) — американская розничная сеть, торгующая товарами по фиксированной цене от \$1 и ниже через примерно 13,6 тыс. магазинов в 48 штатах США и в Канаде. Компания входит в список Fortune 500. Отчетность Dollar Tree за второй финансовый квартал разочаровала инвесторов. Рост сопоставимых продаж замедлился при увеличении трафика вкупе со снижением среднего чека, во многом обусловленным окончательным сворачиванием программы социальной поддержки SNAP, в рамках которой государство помогало малоимущим с покупкой продуктов питания. Среди негативных факторов в отчетности Dollar Tree отметим сокращение доли дискреционных товаров в общих продажах ниже 20% и более активное закрытие магазинов, чем изначально планировалось.

После публикации квартального отчета котировки DLTR ушли вниз с большим гэпом, и мы ожидаем, что акции ретейлера в дальнейшем будут стремиться к его закрытию. По нашему мнению, основная часть негативных новостей уже заложена в цену, которая не упадет ниже \$65 к 15 ноября.

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
DLTR	Покупать	PUT \$60	15.11.2024	1,16	\$(107,50)	-0,167	0,021	0,064	-0,038	53,01%	37%	59%	45%	40%
	Продавать	PUT \$65	15.11.2024	2,235		-0,298	0,032	0,079	-0,046	47,77%				

Параметры сделки

Продажа	Put Credit Spread on DLTR
Страйки	Put Credit Spread on DLTR
Покупка	+DLTR*EBF60
Продажа	+DLTR*EBF65
Дата экспирации	15.11.2024
Маржинальное обеспечение	\$500
Цена выхода	\$108
Максимальный убыток	\$(392)
Ожидаемая прибыль	22%
Точка безубыточности	\$63,93

Управление позицией

Если в день экспирации, 15 ноября, цена базового актива превысит страйк-цену проданного опциона put, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$108. При цене базового актива в диапазоне \$60–65 убыток будет варьироваться, при этом необходимо продать эквивалентное количество лотов (100 акций) DLTR для закрытия позиции в момент экспирации. Если же цена базового актива окажется ниже стоимости купленного опциона put, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$392. В позицию необходимо заходить до 1 ноября включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Инвестиционный обзор №305

11 октября 2024

ffin.global



IPO Cerebras Systems

На переднем крае ИИ-революции

30 сентября заявку на IPO подал стартап по производству чипов для ИИ Cerebras Systems. Среди андеррайтеров размещения Citigroup, Barclays, UBS Investment Bank и Wells Fargo

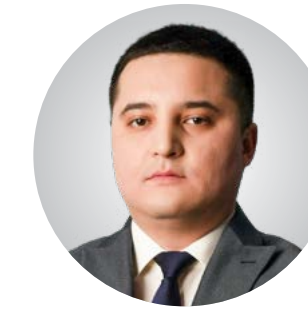
Чем интересна компания?

- **О компании.** Основанная в 2016 году Cerebras Systems разрабатывает чипы для искусственного интеллекта. Ее продукцию для создания собственных моделей и обучения моделей с открытым исходным кодом используют корпорации, научные и государственные учреждения. Флагманская система Cerebras CS-3 оптимизирована для обработки вычислительных нагрузок и может быть объединена в кластер для питания суперкомпьютеров ИИ. В 2021 году по завершении инвестраунда, в котором компания привлекла \$250 млн, она была оценена более чем в \$4 млрд. В мае технологический холдинг из Абу-Даби G42 заключил с Cerebras договор о поставке продукции на сумму \$1,43 млрд до марта 2025 года.
- **Потенциальный рынок.** Bloomberg Intelligence прогнозирует увеличение рынка ИИ к 2032 году до \$1,3 трлн. Потребительские и корпоративные модели, такие как Gemini от Google, Llama от Meta и ChatGPT от OpenAI, стимулировали спрос на решения для обучения и внедрения инфраструктуры ИИ. Сама Cerebras в текущем году оценивает свой адресный рынок в \$131 млрд и рассчитывает на его расширение до \$453 млрд к 2027-м, что предполагает среднегодовой рост (CAGR) 51%.
- **Финансовые показатели.** В 2023 году выручка Cerebras увеличилась на 220%, за первое полугодие 2024-го показатель вырос на 1474%. EBIT-маржа в 2022 году составляла -726%, в 2023-м поднялась до -170%, а в январе-июне текущего года

достигла -31%. По состоянию на конец первого полугодия долг на балансе компании отсутствовал.



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №305

11 октября 2024

ffin.global

Обзор перед IPO



Эмитент	Cerebras Systems
Тикер	CBRS
Биржа	NASDAQ
Андеррайтеры	Citigroup, Barclays, UBS Investment Bank, Wells Fargo, Mizuho, TD Cowen.

Рынок Казахстана

В фокусе валютные торги

На фоне медленной коррекции KASE курс тенге ускорил ослабление к укрепляющемуся доллару США

За последние две недели индекс KASE опустился на 1,8% и остается в нисходящем тренде, который начался в конце августа. С тех пор бенчмарк потерял около 4,3%. Сессия 24 сентября характеризовалась повышенной волатильностью, хотя явных причин для этого не было: котировки KASE в течение дня как росли до 5229,73 пункта (+1,31%), так и опускались до 5053,64 пункта (-2,1%). Затем рынку потребовалось несколько торговых сессий для восстановления баланса. Рекордсменом по неожиданному обвалу цен стал Казмунайгаз, его акции 24 сентября опустились на 18%, но затем быстро восстановились, а по результатам рассматриваемого двухнедельного периода их эмитент даже вышел в лидеры роста.

Основное давление на рынок оказали акции Kaspi.kz, которые продолжили снижаться после рекомендации на продажу от Culper Research. Мы ранее отмечали, что не видим оснований для влияния этого отчета на фундаментальную стоимость компании, так как приведенные в нем аргументы не являются достаточными для введения против компании вторичных санкций. Стоит отметить, что ADS финтеха, торгующиеся на NASDAQ, снизились лишь на 1,5%, а котировки на KASE просели на 11,9%. Вероятно, более глубокое падение акций

на локальном рынке связано с тем, что они ранее торговались заметно дороже бумаг в США, а теперь цены корректируются. На втором месте среди аутсайдеров оказалась Air Astana. Ее бумаги остаются в нисходящем тренде, но у них есть сильный уровень поддержки на отметке \$6,4.

На валютном рынке наблюдался резкий рост пары USD/KZT, которая поднялась выше 490 после публикации сильного отчета Минтруда США, что укрепило позиции доллара на мировом рынке. Согласно заявлению Нацбанка, в октябре он планирует реализовать \$1,3–1,4 млрд из Нацфонда, что можно рассматривать как продолжение активных продаж валюты. Однако в этот раз для ЕНПФ также будут приобретены рекордные для текущей программы \$850–950 млн. Стоит отметить, что валютная доля пенсионного фонда уже давно превысила планируемые 30% и, по последним данным, составляет 38,3%. В случае покупки указанных объемов она достигнет 40,6% (без учета изменений цен на валютные активы).

Ожидания и стратегия

KASE остается в нисходящем тренде уже более двух месяцев, однако долгосрочная техническая картина все же вселяет надежду на разворот, поскольку в последние дни индекс держится выше сильной поддержки на отметке 5080 пунктов. Среди интересных для инвестиций инструментов можно отметить акции Казатомпрома, хотя котировки ГДР колеблются в пределах 4% от сессии к сессии в рамках широкого бокового тренда. Технически подобное движение может продолжаться еще около месяца, однако мы обращаем внимание на рост цен на уран на 5,3%, до \$83,5 за фунт, с 19 сентября. Технические индикаторы также выглядят положительно: была пробита нисходящая трендовая линия и 50-дневная скользящая средняя. Наконец, мы продолжаем ждать новостей, касающихся планов Казахтелекома в отношении специальных дивидендов.

Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №305

11 октября 2024

ffin.global



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	24.09.24	08.10.24	
Индекс KASE	5 197,51	5 102,22	-1,8%
Казмунайгаз (KASE)	13 605,07	13 900,00	2,2%
KEGOC (KASE)	1 484,04	1 505,98	1,5%
Kcell (KASE)	3 200,00	3 244,48	1,4%
Казтрансойл (KASE)	817,00	822,34	0,7%
Казахтелеком (KASE)	38 002,00	38 185,00	0,5%
Банк Центр-Кредит (KASE)	1 929,00	1 917,54	-0,6%
Халык Банк (KASE)	208,89	206,97	-0,9%
Казатомпром (KASE)	18 441,00	18 230,00	-1,1%
Kaspi (ADS)	104,47	102,93	-1,5%
Казатомпром (GDR)	37,75	36,50	-3,3%
Халык Банк (GDR)	17,58	16,90	-3,9%
Air Astana (KASE)	845,00	797,80	-5,6%
Air Astana (GDR)	7,10	6,49	-8,6%
Kaspi (KASE)	58 919,00	51 898,00	-11,9%

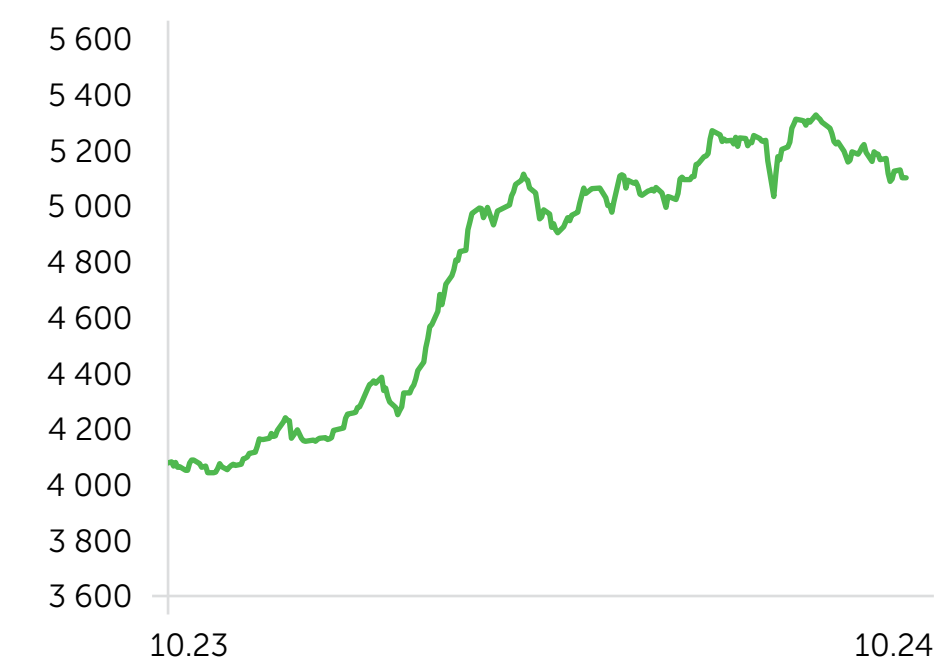
Рынок Казахстана

Важные новости

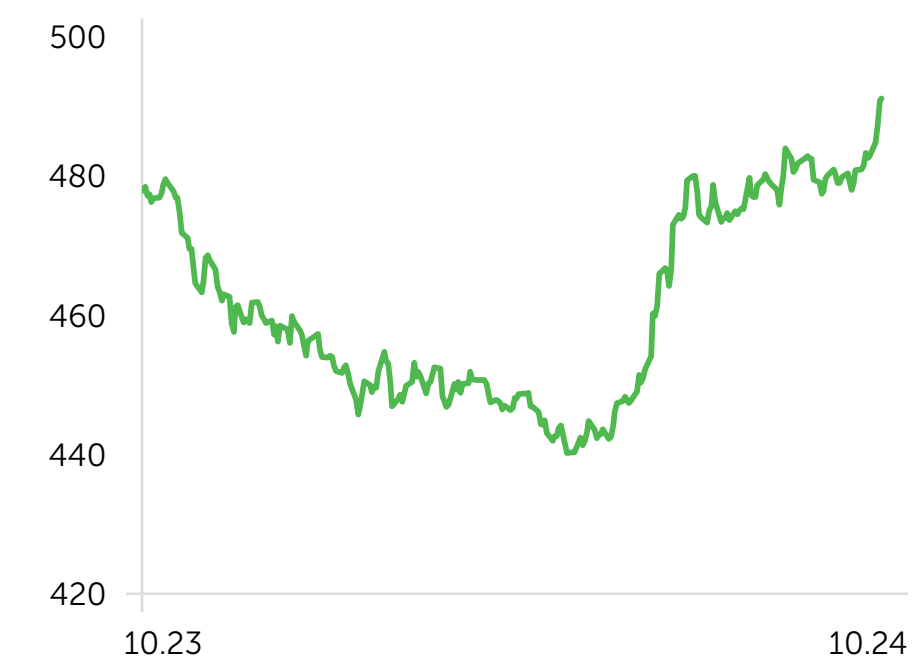
- **Инфляция в сентябре составила 8,3% годовых.** Рост цен замедлился с августовских 8,4% г/г, притом что мы прогнозировали ускорение до 8,5%. Стоимость услуг увеличилась на 13,6% г/г, непродовольственные товары подорожали на 7,6%, продовольственные — на 5,1%.
- **Air Astana реализовала программу buy back на 44%.** Общая стоимость выкупленных простых акций и ГДР составила \$5,25 млн. Из них 1,787 млн пришлось на обычные акции и 254,8 тыс. — на расписки, включающие четыре простых долевых бумаги (эквивалент 1,02 млн штук). Таким образом, около 63% всего размера buy back пришлось на обыкновенные акции, что соответствует \$3,34 млн. На наш взгляд, такого объема выкупа недостаточно, чтобы оказать сильное влияние на цены.
- **KEGOC рекомендовал выплатить полугодовой дивиденд в объеме 22,7 млрд тенге.** Внеочередное собрание акционеров, на котором будет утвержден размер дивиденда в размере 82,4 тенге на акцию, запланировано на 11 октября. Стоит отметить, что акции KEGOC выглядят привлекательным дивидендным инструментом, поскольку занимают второе место в KASE по 12-месячной доходности, составляющей 10,4%. На первой строчке остается Народный банк с показателем 12,2%.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Рынок Узбекистана

С пополнением!

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

В начале четвертого квартала была проведена ребалансировка Tashkent Stock Market Index (TSMI). В соответствии с установленными критериям ликвидности с 1 октября в состав индекса были включены акции Ипотека-банка (IPTB) и Трастбанка (TRSB).

За последние две недели Tashkent Stock Market Index (TSMI) опустился на 0,75%, до 687,36 пункта. Объем торгов увеличился на 19%, до 2,5 млрд сумов.

Бумаги Товарной биржи (URTS) завершили рассматриваемый период спадом на 4,57%, до 14,705 тыс. сумов. На запланированном на 26 октября собрании акционеров будет обсуждаться вопрос распределения прибыли за январь-сентябрь текущего года.

Акции Торгового комплекса Чиланзар (CBSK) с конца сентября выросли на 2,82%, до 2,19 сума.

В лидерах снижения в банковском секторе оказался Универсалбанк (UNVB): его котировки упали на 16,67%, до 8 тыс. сумов, оборот торгов бумагами кредитной организации составил 511,5 млн сумов.

Акции Ипак-Йули банка (IPKY) снизились на 3,35%, до 173 сумов, в течение последних двух недель котировки колебались от 166 до 200 сумов. В лидеры роста вышел Ипотека-банк (IPTB), доле-вые бумаги которого подорожали на 16,38%, до 1,35 сума.

Котировки Узпромстройбанк (SQBN) за рассматриваемый период двигались в диапазоне 9,5–10,9 сума. Цена последней сделки составила 9,96 сума, что соответствует повышению на 4,84%.

Текущие рекомендации по акциям

Мы рекомендуем к покупке:

Акции

- Товарной биржи (URTS, таргет: 24,9 тыс. сумов)
- Биокимё (БЛОК, 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%

ства от допэмиссии пойдут на сокращение участия государства в экономике и пополнение государственного бюджета.

- **Республиканская фондовая биржа Тошкент возобновила торги акциями Узтемирйулконтейнера**, приостановленные в июле из-за резкого роста цен. Котировки скорректировались до 393 тыс. сумов. В рамках приватизации планируется

Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	24.09.24	08.10.24	
TSMI Index	692,52	687,36	-0,75%
SQBN	9,50	9,96	4,84%
QZSM	1 800,01	1 600,00	-11,11%
URTS	15 410,00	14 705,00	-4,57%
UZTL	4 600,00	4 500,00	-2,17%
НМКВ	22,80	23,00	0,88%
IPKY	179,00	173,00	-3,35%
UZMK	3 880,00	3 800,00	-2,06%
UZMT	64 000,00	63 400,00	-0,94%
CBSK	2,13	2,19	2,82%
UNVB	9 600,00	8 000,00	-16,67%
TRSB	9 100,00	8 998,00	-1,12%
IPTB	1,16	1,35	16,38%



Корпоративные новости

- **26 сентября Узбекская республиканская товарно-сырьевая биржа провела роуд-шоу** в рамках программы «Народное IPO». С 27 сентября начался сбор заявок для участия в SPO через приложение GOINVEST и платформу E-auksion. Диапазон цены акции составляет 12,9–18 тыс. сумов, объем размещения — 4,44% уставного капитала (3 328 154 акции). Сред-



продажа 4% акций эмитента через «Народное IPO».

- **CLICK выплатит за первое полугодие 37,10 млрд сумов в виде дивиденда** (по 3710,17 сума на акцию). Прибыль компании за этот период составила 101,70 млрд сумов.
- **На внеочередном собрании акционеров Ипак-Йули банка**

было решено направить 393,2 млрд сумов на создание резервного фонда за счет прибыли за первое полугодие. Наблюдательному совету банка переданы полномочия по выпуску корпоративных облигаций, что свидетельствует о повышении финансовой активности и стратегическом развитии эмитента.

Новости экономики

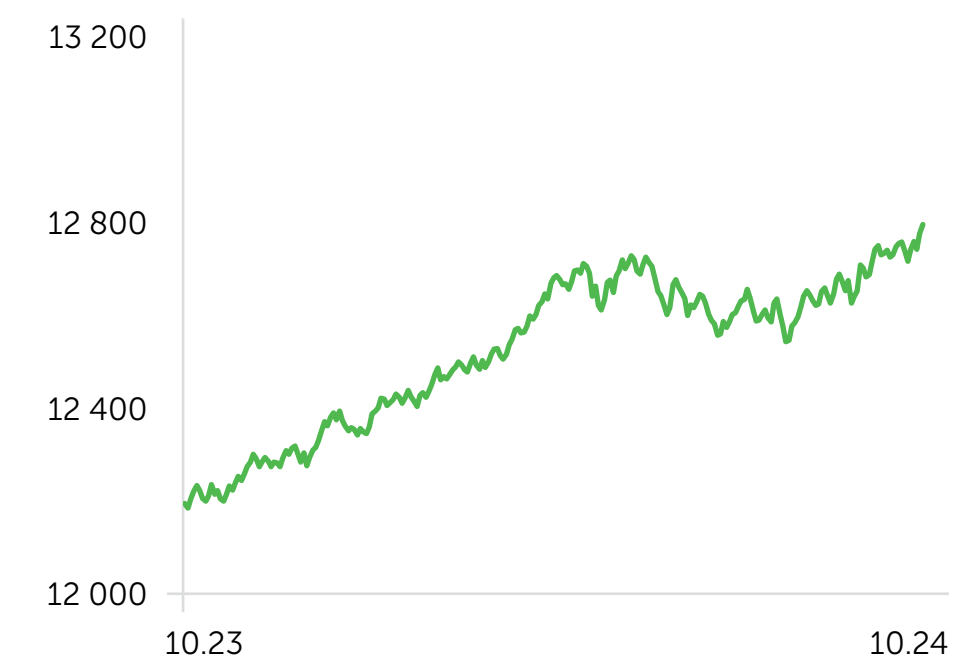
- **В сентябре доходы бюджета Узбекистана выросли на 20,8% м/м и 29,6% г/г**, до 26,7 трлн сумов, что было обусловлено повышением цен на золото. В то же время расходы бюджета увеличились на 21,4%, до 27,1 трлн сумов, в связи с повышением пенсий и пособий. Впрочем, накопленный дефицит сократился с 40,8 трлн до 37,3 трлн сумов, что сигнализирует о повышении эффективности управления госказной.
- **Узбекистан и Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АБИИ) планируют расширить портфель совместных проектов на \$4 млрд.** Президент республики Шавкат Мирзиёев на заседании управляющих АБИИ в Самарканде анонсировал строительство скоростных железных дорог и зеленых дата-центров, а также модернизацию инфраструктуры. В ближайшие пять лет Узбекистан намерен увеличить ВВП до \$160 млрд и развивать человеческий капитал. Также в планах реализация проектов государственно-частного партнерства на \$30 млрд.
- **Азиатский банк развития (АБР) повысил прогноз роста ВВП республики до 6% в 2024 году и 6,2% в 2025-м** благодаря активному развитию промышленности и строительства. Кроме того, в текущем и следующем году ожидается замедление инфляции до 9,5% и 9% соответственно. Оно будет достигнуто за счет увеличения внутреннего предложения и снижения цен на импорт.

- **Центральный банк Узбекистана стал участником Базельской консультативной группы (BCG)** при Базельском комитете по банковскому надзору (BCBS). Это дает возможность государству участвовать в формировании передовых стандартов для банковского сектора и повысить качество надзора, сохраняя национальные особенности. Сотрудничество укрепит взаимодействие с глобальными органами банковского надзора, открыв доступ к обсуждениям и рекомендациям по международным стандартам регулирования финансовых рисков.
- **Средняя ставка по валютным кредитам в Узбекистана в августе достигла рекордных 10,7%.** Ставки по кредитам для физлиц в сумах повысились до 24,5%, по краткосрочным займам — до 25,3%, по долгосрочными — до 24,4%. Ставки по кредитам для бизнеса снизились до 22,7%. Долгосрочное заимствование юрлица могут привлечь под 22,4%, краткосрочное — под 24%.
- **Золотовалютные резервы Узбекистана в сентябре впервые превысили \$41 млрд.** По данным Центробанка, на 1 октября они составили \$41,13 млрд, что на \$1,98 млрд больше, чем в августе. Основной драйвер роста — увеличение стоимости золотого запаса, которая достигла \$31,86 млрд (+\$1,46 млрд за месяц). Общий объем золота в резервах по-прежнему составляет 12 млн унций. Активы в конвертируемой валюте увеличились до \$8,7 млрд, что также укрепило позиции резервов.

Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



Рынок Германии

В восходящем потоке

Новости о программе стимулирования экономики КНР позволили DAX установить новый исторический максимум

С 23 по 27 сентября основной фондовый индекс немецкого рынка DAX поднялся на 4%, достигнув нового исторического рекорда на отметке 19 492 пункта. Основным драйвером роста для бенчмарка стали новости о принятии китайскими властями масштабной программы стимулирования экономики с целью выйти на плановое увеличение ВВП на 5% по итогам года. Позитивно на фондовых площадках была воспринята новость о том, что Народный банк Китая снизил ставки и предоставил дополнительную ликвидность банковской системе. Поддержку котировкам обеспечило сообщение о планах властей КНР принять также фискальные меры для придания импульса экономике. Кроме того, Пекин анонсировал выпуск до конца года облигаций на \$284 млрд. В результате на фондовых площадках Китая стартовало активное ралли, также вверх пошли акции европейских компаний, чей бизнес завязан на партнерстве со страной. В то же время в лидерах снижения 25 сентября оказалась SAP: по данным Bloomberg, США проводят расследование в отношении компании из-за подозрений в ценовом сговоре. В лидеры роста вышел Commerzbank (+6,9%), утвердивший стратегию развития, в частности, предусматривающую доведение коэффициента выплат дивидендов и обратного выкупа до 90% в 2025–2027 годах.

С 30 сентября по 4 октября DAX скорректировался вниз на 1,8%, до 19 121 пункта. Определяли динамику рынка новости об эскалации напряженности на Ближнем Востоке. На этом фоне

активно дорожала нефть, шли вверх акции энергетического сектора и оборонных предприятий. Резкое снижение, спровоцированное ухудшением прогнозов Stellantis и Volkswagen на 2024 год, продемонстрировал автопром. Свое влияние на движение котировок оказали и предварительные данные индекса деловой активности (PMI) за сентябрь. В еврозоне и Германии было зафиксировано максимальное в этом году снижение показателя в промышленности, а сервисный PMI в ЕС ушел в негативную зону впервые с февраля. В то же время результат оказался выше ожиданий рынка, а респонденты, на основе ответов которых рассчитывается индекс, отмечают ослабление инфляционного давления. История с расследованием ценового сговора в США в отношении SAP получила продолжение: СМИ сообщили о расширении проверок со стороны прокуратуры.

Макроэкономический календарь ближайших двух недель. 15 октября ZEW представит индекс экономических настроений в Германии за октябрь (сентябрь: 3,6 пункта). 21 октября будет опубликован важный для прогнозирования инфляционных трендов индекс цен производителей за сентябрь (консенсус: +0,3% м/м, август: +0,2% м/м). 24 октября появятся предварительные данные индекса деловой активности за октябрь, предполагающие небольшое повышение месяц к месяцу. 25 октября свою версию этого показателя представит институт Ifo (консенсус: 85,5 пункта, сентябрь: 85,4 пункта).

Ожидания и стратегия

Последнее время DAX движется строго по локальному восходящему тренду, что позволяет ожидать роста к 19 500 пунктам с последующим обновлением исторических максимумов в области 19 800. При реализации маловероятного коррекционного сценария бенчмарк может уйти под отметку 18 800 пунктов, что приведет к развороту вниз. В этом случае индекс может откатиться до 18 300 пунктов, где встретит поддержку более долгосрочного тренда.

Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №305

11 октября 2024

ffin.global



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	19.09.24	03.10.24	
DAX Index	19 002,38	19 015,41	0,1%
DHER GR Equity	30,38	37,28	22,7%
AFX GR Equity	59,30	66,75	12,6%
RDC GR Equity	120,50	135,60	12,5%
HLAG GR Equity	147,00	163,70	11,4%
ZAL GR Equity	26,41	29,06	10,0%
AT1 GR Equity	2,68	2,92	9,2%
WCH GR Equity	85,40	92,40	8,2%
HFG GR Equity	8,51	9,20	8,1%
ENR GR Equity	31,83	34,05	7,0%
GIB GR Equity	74,00	79,00	6,8%
TKA GR Equity	3,19	3,40	6,6%
1COV GR Equity	54,78	58,38	6,6%
SIE GR Equity	169,68	179,36	5,7%

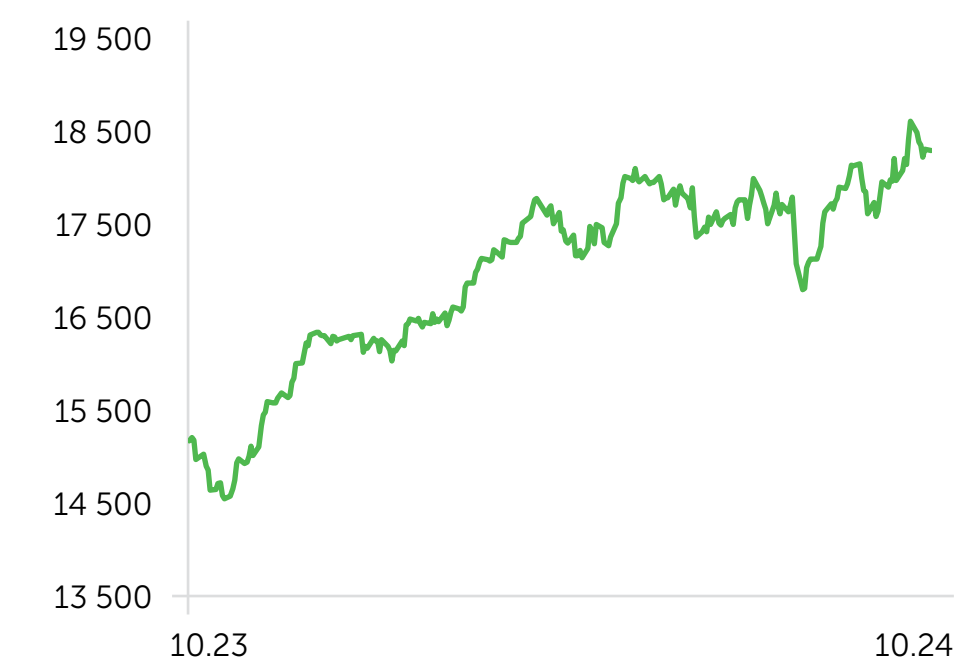
Рынок Германии

Важные новости

- **Промышленный PMI в Германии за сентябрь упал с августовских 42,4 пункта до 40,6.** Негативная динамика фиксируется четвертый месяц подряд, а сентябрьский результат оказался минимальным за 12 месяцев. Основной причиной падения стало ухудшение ситуации с новыми заказами у промышленных предприятий.
- **Инфляция в Германии в сентябре замедлилась до 1,8% при консенсусе 1,9% и 2% за август.** В еврозоне инфляция уменьшилась с 2,2% до 1,8%. На этом фоне рынок повысил вероятность очередного снижения ставки ЕЦБ.
- **Индекс потребительской уверенности по версии GfK за октябрь остался на низком уровне.** С -21,9 пункта в сентябре показатель поднялся до -21,2 пункта, притом что аналитики прогнозировали снижение до -22,5. На текущих отметках потребительская уверенность остается с июня.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

Brenntag SE. Формула успеха

Реализации потенциала роста в акциях BNR будет способствовать подписание нового партнерства и расширение продуктовой линейки

Причины для покупки:

- Дистрибьюторское соглашение с Capsoil Technologies в США. Новое партнерство позволит поставщику химических ингредиентов Brenntag Specialties расширить портфель специализированных продуктов, а также укрепить ведущие позиции в своем секторе. Компания предлагает инновационную линейку продуктов, включающую самоэмульгирующиеся порошки натуральных масел вместе с липосомальными порошками активных ингредиентов с использованием запатентованных технологий Capsoil.
- Рекомендации ведущих инвестдомов. Акции BNR на сегодня покрывают 22 инвестбанка, из которых 10, в том числе BNP

Paribas (таргет: 82 евро), Oddo BHF (таргет: 91 евро), Bankhaus Metzler (таргет: 80 евро) и Goldman Sachs (таргет: 99 евро), дают рекомендацию «покупать», столько же советуют держать, и лишь два дома рекомендуют продажу. Средняя целевая цена по акции компании – 76,59 евро.

- Техническая картина. Котировки BNR в сентябре продемонстрировали отскок от поддержки 61 евро с дальнейшим ростом до 68. На текущий момент акции тестируют поддержку на отметке 65 евро. Если цене удастся оттолкнуться от нее, появится вероятность еще одной попытки пробоя сопротивления на уровне 68 евро и достижения отметки 74 евро.



Среднесрочная идея

B BRENNTAG

Тикер на Xetra	BNR
Текущая цена	€65,84
Целевая цена	€76,59
Потенциал роста	16,3%

Динамика акций BNR на Xetra



Рынок Армении

Около нуля

С конца сентября по середину первой октябрьской декады локальные акции консолидировались, несмотря на насыщенный новостной фон

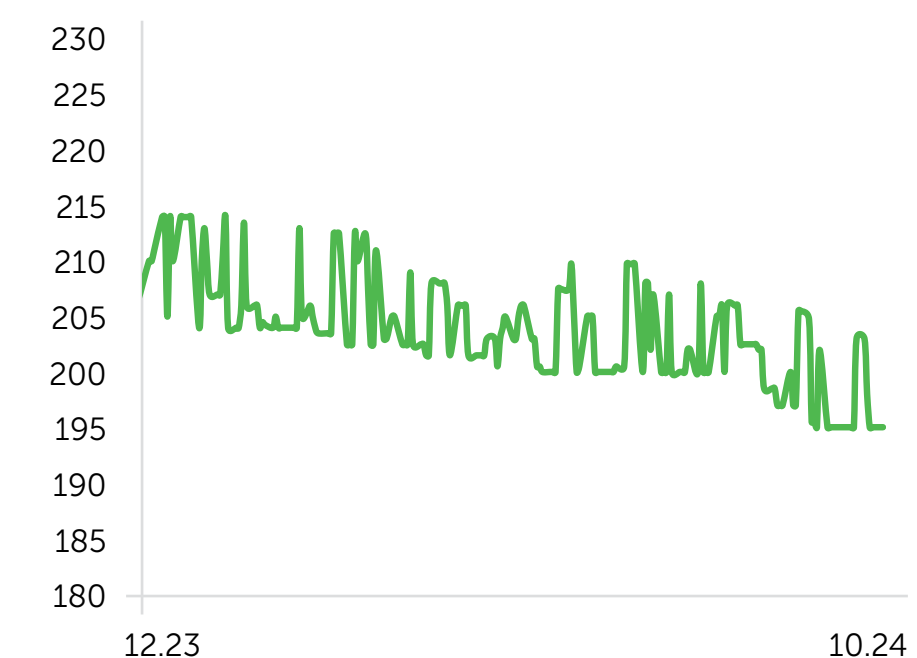
- **С 23 сентября по 7 октября фондовый рынок Армении показал боковую динамику.** Акции ACBA BANK и Telecom Armenia торговались разнонаправленно и по итогам двух последних недель оказались на исходных уровнях. В то же время бумаги Telecom Armenia остаются вблизи исторических минимумов, проигнорировав позитив недавней презентации обновленного Wi-Fi 7 со скоростью 1500 Мбит/сек. Нечувствительность акций к новостям объясняется низкой торговой активностью.
- **Недавно обновленный индекс трехлетних корпоративных облигаций снизился на 0,6%.** Это могло быть обусловлено негативной динамикой цен на трежерис и высокодо-

ходные долговые инструменты развивающихся стран. В случае продолжения смягчения ДКП (мы ожидаем как минимум одно снижение ставки до конца года) индекс корпоративных облигаций может получить поддержку. Аргументом для снижения ставки ЦБ выглядит и сохранение высокого уровня безработицы. В третьем квартале она сократилась с 15,5% лишь до 13,8% при консенсусе 13%.

- **Курс пары USD/AMD остается в узком диапазоне 385–391,** что косвенно указывает на относительную стабилизацию внешнеторговых оборотов.



Динамика акций
Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций ACBA BANK, 1 год



Рынок Армении

Важные новости



Новости экономики

- **Индекс экономической активности в Армении в августе оказался на уровне 5,6% г/г при прогнозе роста на 5% и после 6,2% г/г в июле.** В месячном сравнении показатель поднялся на 7,2% м/м против 5,6% в июле. Существенное влияние на настроения на рынке этих данных маловероятно, даже несмотря на то, что они немного превысили средние ориентиры. В целом статистика ожидаемо продолжает отражать небольшое замедление роста активности.
- **Индекс потребительских цен за сентябрь поднялся на 0,6% г/г после 1,3% в августе при прогнозе 1%.** В месячном выражении инфляция составила 0,2% м/м. Основным драйвером дезинфляции оказались продовольственные товары, занимающие большую долю в корзине, из которой рассчитывается показатель. Продукты питания за сентябрь подешевели на 1% после такого же удорожания в августе.
- **Азиатский банк развития снизил прогноз инфляции в Армении на 2024 и 2025 год с 3% и 3,5% до 0,8% и 2,5% г/г соответственно.** Евразийский банк развития (ЕАБР) ориентируется на показатель 1,5% г/г по итогам текущего года. Возобновление дезинфляции в стране может привести к дальнейшему пересмотру ориентиров, что вкупе с ожиданием снижения ставки поддержит спрос на долговые инструменты.
- **Экспорт из Армении в августе вырос на 58,1% г/г и на 15,6% м/м, а импорт — на 18,7% г/г и 1,7% м/м.** Внешнеторговый оборот увеличился на 33,3% г/г и на 7,4% м/м. Дефицит торгового баланса сократился с \$372 млн до \$264 млн. Эта динамика уже должна быть учтена курсом драма.

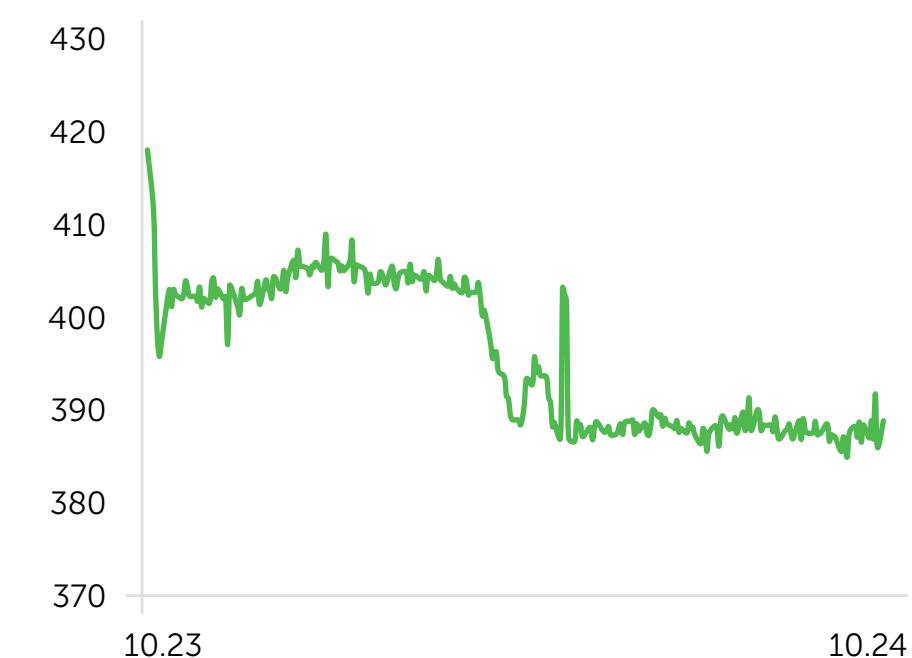
Новости компаний

- Team Telecom Армения на выставке Digitec, прошедшей в Ереване, представила Wi-Fi 7 со скоростью интернета до 1500 Мбит/сек, а также презентовала игровую телеприставку Cosmo Box, поддерживающую около 1800 игр, в том числе Cyberpunk 2077, Fortnite, Need for Speed, Call of Duty, Dota 2.
- Triple S Ventures объявила об инвестициях в компанию StarsHunt AI, которая предлагает инновационные решения для автоматизации подбора персонала в технологическом секторе. Благодаря возможностям ИИ на платформе можно проводить интерактивные видеоподборки в режиме 24/7, задавать персонализированные уточняющие вопросы и мгновенно оценивать ответы кандидатов.

Ожидания на предстоящие две недели

- С 11 по 21 октября вероятен выход пересмотренных оценок ранее опубликованных макропоказателей.
- Ближе к концу месяца должно состояться заседание ЦБ, на котором ставка может быть вновь снижена. Однако, принимая во внимание в целом относительно консервативную политику регулятора, не исключаем сохранения ставки на текущем уровне до выхода очередных блоков макроэкономической статистики.

Динамика USD/AMD, 1 год



Красный октябрь

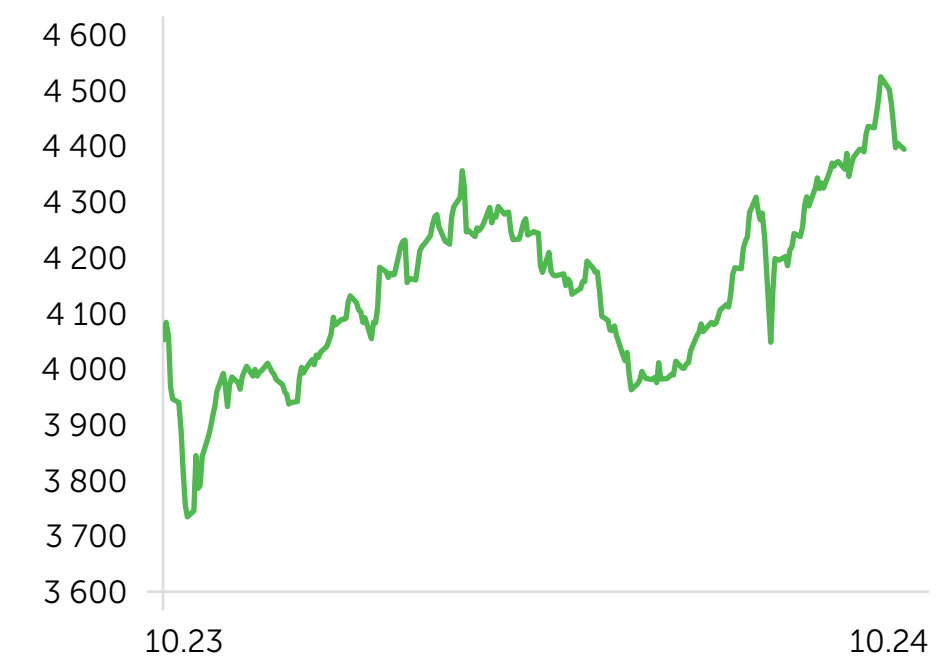
Усиление геополитической напряженности и неоднозначная оценка решения ФРС по ставке привели к коррекции

- С 23 сентября по 7 октября индекс **Dubai Financial Market (DFM) General** снизился на **0,88%**, **S&P/Hawkamah UAE ESG Index (UAEESGI)** опустился на **3,64%**. Участники рынка дискутировали по поводу целесообразности снижения ставки ФРС на 50 б.п., в результате чего аналогичные решения приняли регуляторы государств Персидского залива. В фокусе внимания также было расширение конфликта на Ближнем Востоке после начала наземной операции Израиля на территории Ливана и ракетных ударов Ирана по израильским позициям. Новости внешней политики усилили настроения риск-офф и вызвали ралли в ценах на нефть на фоне опасений о потенциальных перебоях в добыче и цепочках поставок. Brent по итогу периода подорожала на 9,06%, до \$81,74 за баррель.
- В акциях локальных игроков, торгуемых на одной из двух крупнейших бирж ОАЭ (DFM и ADX), преобладала негативная динамика. Примерно 76% составляющих индекса демонстрировали коррекцию, среднее снижение составило 4,4%, 17% компаний демонстрировали рост, в среднем составивший 3,37%. Около 7% эмитентов из состава индекса колебались вблизи нулевых отметок. В числе лидеров падения был финансовый сектор, потерявший 3,4%. Мы объясняем эту динамику началом цикла снижения ставок, что негативно скажется на чистой процентной маржинальности и прибыли отрасли. Также среди аутсайдеров оказались девелоперы, чьи акции скорректировались на 4%. Для этой индустрии главным фактором давления стала эскалация вооруженного конфликта в регионе, грозящая ослаблением спроса на недвижимость в странах Персидского залива.

- Индекс, отражающий доходность форвардной 10-летней ставки ОАЭ, показал отрицательную динамику по итогам двухнедельного периода, а доходность снизилась на 12 б.п., до 5,13%.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год





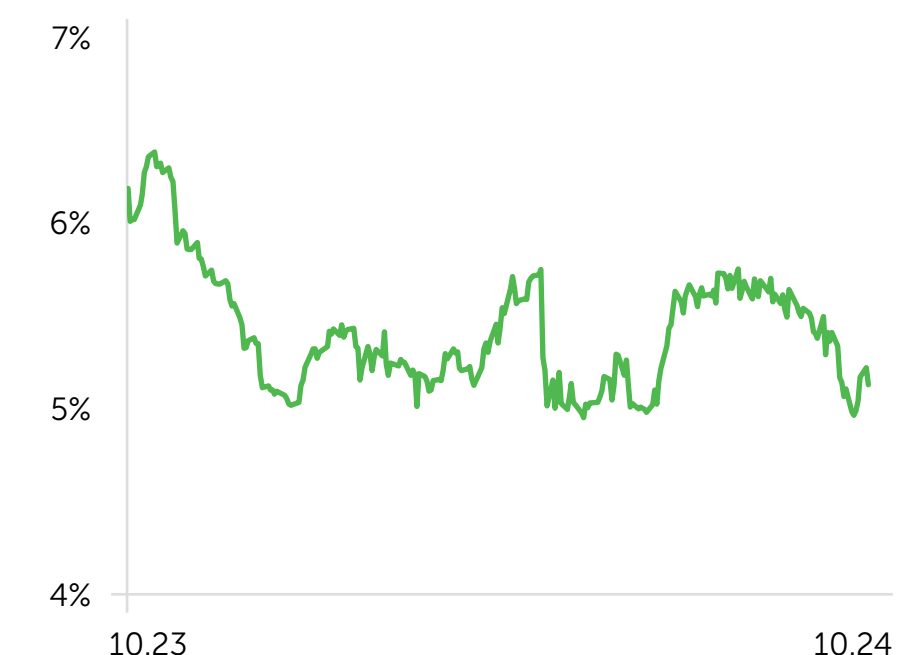
Новости экономики

- **Сезонно скорректированный PMI за сентябрь от S&P Global составил 53,8 пункта после 54,2 пункта месяцем ранее.** Рост производства и новых заказов замедлился, из-за чего повышение уровня занятости оказалось минимальным с декабря 2022 года. Производственные цены продемонстрировали самое быстрое с января 2018 года увеличение, что было вызвано удорожанием бензина, транспортных услуг, рабочей силы и технологий. Однако сохранение индекса над отметкой 50 пунктов указывает на продолжающийся рост экономической активности в ОАЭ.
- **Правительство утвердило самый крупный в истории национальный бюджет на 2025 финансовый год.** Расходы составят 71,5 млрд дирхамов (около \$19,5 млрд), на том же уровне, как планирует кабмин, будут и поступления в госказну. С точки зрения разбивки бюджета затраты на социальное развитие и выплаты населению составят порядка 39% (27,9 млрд дирхамов). На государственные нужды будет направлено 35,7% бюджета (25,5 млрд дирхамов). Остальная доля будет выделена на развитие инфраструктуры, инвестиции и прочие федеральные расходы.
- **Управление Digital Dubai запустило «Стратегию безналичных платежей», призванную усовершенствовать безопасные цифровые инструменты и поддержать позицию Дубая как столицы мировой цифровой экономики.** Цель стратегии — довести долю безналичных операций в их общем объеме примерно до 90% к 2026 году. По предварительной оценке, это может способствовать экономическому росту более чем на 8 млрд дирхамов (примерно \$2,2 млрд) в год за счет инноваций в финтех-направлении. По словам директора Департамента финансов Дубая Абдулрахмана аль-Салеха, город обладает развитой финансовой экосистемой для реализации указанных целей.

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



Курсы младшего аналитика от Freedom Broker пройдут более 400 студентов

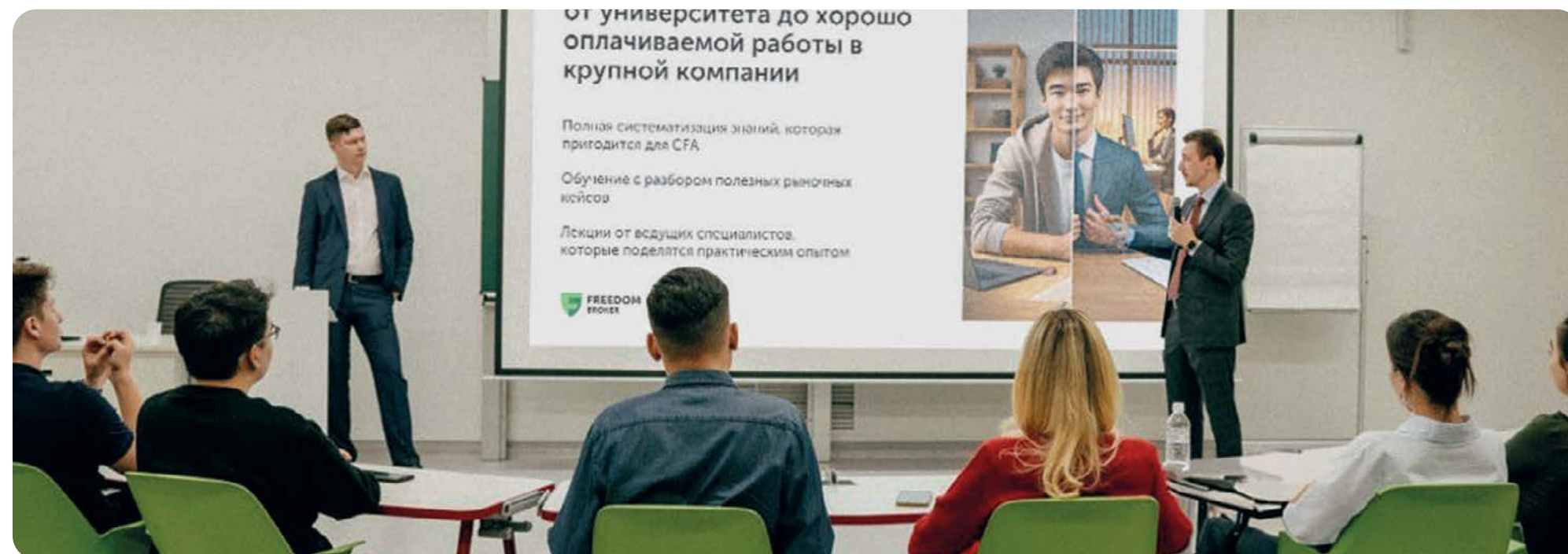
В течение сентября Freedom Broker набирала студентов для обучения на организованных компанией курсах для младших аналитиков. Сооснователь холдинга Игорь Ключнев, а также советники департамента развития и международного сотрудничества Вадим Меркулов и Сергей Глинянов провели звонки с рядом университетов, а также живые встречи со студентами.

Заявки на прохождение обучения во Freedom Broker подали более 1300 студентов. Вступительный тест прошли свыше 400, из них была сформирована группа для обучения. 29 сентября 2024 года набор желающих был закрыт. С 30 сентября начались занятия. В течение двух месяцев учащиеся на практических кейсах изучат вопросы, связанные с корпоративными финансами, финансовым моделированием и анализом отчетности. Лучшие выпускники в декабре получают предложения работы на должности младших аналитиков во Freedom Broker.

Компания желает успешного прохождения обучения всем студентам. Мы убеждены, что в итоге сможем взять в команду аналитиков талантливых ребят.

Freedom Broker благодарит Анель Шакенову, генерального директора ForeValue и члена Совета по грантовому финансированию QAZINNOVATIONS при МЦРПИАП, за помощь в организации контактов с университетами.

Мы также благодарим все университеты, которые участвовали в нашей программе, за помощь в информировании студентов. Уверены, что это сотрудничество станет полезным для всех участников.



Freedom Holding Corp. – спонсор PMI от S&P Global в Казахстане

Freedom Holding Corp. стал спонсором индекса деловой активности (Purchasing Managers' Index™) от S&P Global в Казахстане. Первый выпуск бенчмарка с участием Freedom Holding Corp. состоялся в начале октября.

PMI® от S&P Global – это экономический индикатор, находящийся в поле внимания широкого круга экспертов и бизнес-сообщества. Совокупный объем ВВП стран, по которым выпускается индекс, составляет порядка 85% от мирового. Индекс освещается множеством профессиональных информационных площадок, включая Bloomberg и Thomson Reuters.

Участие в выпуске индекса Казахстан PMI® от S&P Global подчеркивает стремление Freedom Holding Corp. поддержать развитие альтернативных экономических индикаторов на локальном рынке, усиливая прозрачность и информационную доступность происходящих на внутреннем рынке событий.

«Наши индексы деловой активности в секторе производства и услуг выходят по Казахстану уже более пяти лет, предоставляя точную своевременную статистику по крупнейшей экономике Центральной Азии, что позволяет экономистам, политикам и инвесторам отслеживать динамику изменений в экономике страны почти в реальном времени с использованием сопоставимых данных по миру в целом. Мы рады приветствовать Freedom Holding Corp. в качестве нового спонсора наших индексов деловой активности, поддерживающего выпуск этих важнейших индикаторов в Казахстане», – прокомментировал событие управляющий директор S&P Global Market Intelligence **Люк Томпсон**.

«PMI в Казахстане имеет такое же значение, как и в мировых экономиках, позволяя стране интегрироваться в глобальное экспертное сообщество, становясь более открытой для внутренних и внешних инвесторов. Особенно актуально привлечение в страну прямых инвестиций, поскольку мы верим, что Казахстан имеет высокий потенциал, требующий освоения», – отметил главный исполнительный директор Freedom Holding Corp. **Тимур Турлов**.

Инвестиционный
обзор №305

11 октября 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 №305**

11 октября 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.