

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

## От политики к экономике

Трамп-ралли оказалось активным, но коротким. Ужесточение риторики ФРС и рост доходностей десятилетних трежерис спровоцировали фиксацию прибыли

**Казахстан**  
Не все так однозначно

**Германия**  
Политический нейтралитет

**Узбекистан**  
На подъеме

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. От политики к экономике.....	4
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	5
Самое главное. Ничто не вечно, или Как меняются лидеры .....	6
Актуальные тренды. Обзор на 18 ноября .....	7
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков .....	9
Обзор компаний малой капитализации.....	12
Инвестиционная идея. Freeport-McMoRan. База зеленого перехода.....	13
Текущие рекомендации по акциям.....	15
Опционная идея. PUT CREDIT SPREAD ON SHOP .....	16
IPO Yuanbao. Страховка не подведет .....	17
Рынок Казахстана. Не все так однозначно.....	18
Инвестиционная идея. KEGOC. Энергия прибыли .....	20
Рынок Узбекистана. На подъеме .....	21
Рынок Германии. Политический нейтралитет.....	23
Инвестиционная идея. Puma. Возвращение легенды .....	25
Новости Freedom Holding Corp.....	26
Контакты .....	27

Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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

# Фондовый рынок США

## От политики к экономике

Трамп-ралли оказалось активным, но коротким. Ужесточение риторики ФРС и рост доходностей десятилетних трежерис спровоцировали фиксацию прибыли



По состоянию на 19.11.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-2,08%	0,20%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-3,42%	0,42%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-1,27%	0,43%
UUP	Доллар	1,90%	3,62%
FXE	Евро	-1,72%	-3,13%
XLF	Финансовый сектор	1,38%	4,72%
XLE	Энергетический сектор	1,05%	4,86%
XLI	Промышленный сектор	-2,10%	-0,11%
XLK	Технологический сектор	-3,56%	-0,95%
XLU	Сектор коммунальных услуг	0,09%	-3,29%
XLV	Сектор здравоохранения	-5,55%	-7,37%
SLV	Серебро	-3,20%	-10,02%
GLD	Золото	-4,59%	-5,84%
UNG	Газ	6,70%	2,61%
USO	Нефть	-4,62%	-2,28%
VXX	Индекс страха	4,07%	-9,02%
EWJ	Япония	-2,79%	-3,76%
EWU	Великобритания	-2,38%	-6,81%
EWG	Германия	-1,62%	-5,34%
EWQ	Франция	-2,89%	-7,57%
EWI	Италия	-1,27%	-6,71%
GREK	Греция	-3,12%	-6,66%
EEM	Страны БРИК	-3,81%	-6,47%
EWZ	Бразилия	-1,48%	-3,19%
RTSI	Россия	-2,00%	-4,02%
INDA	Индия	-2,47%	-6,26%
FXI	Китай	-4,19%	-6,28%



Инвестиционный обзор №308

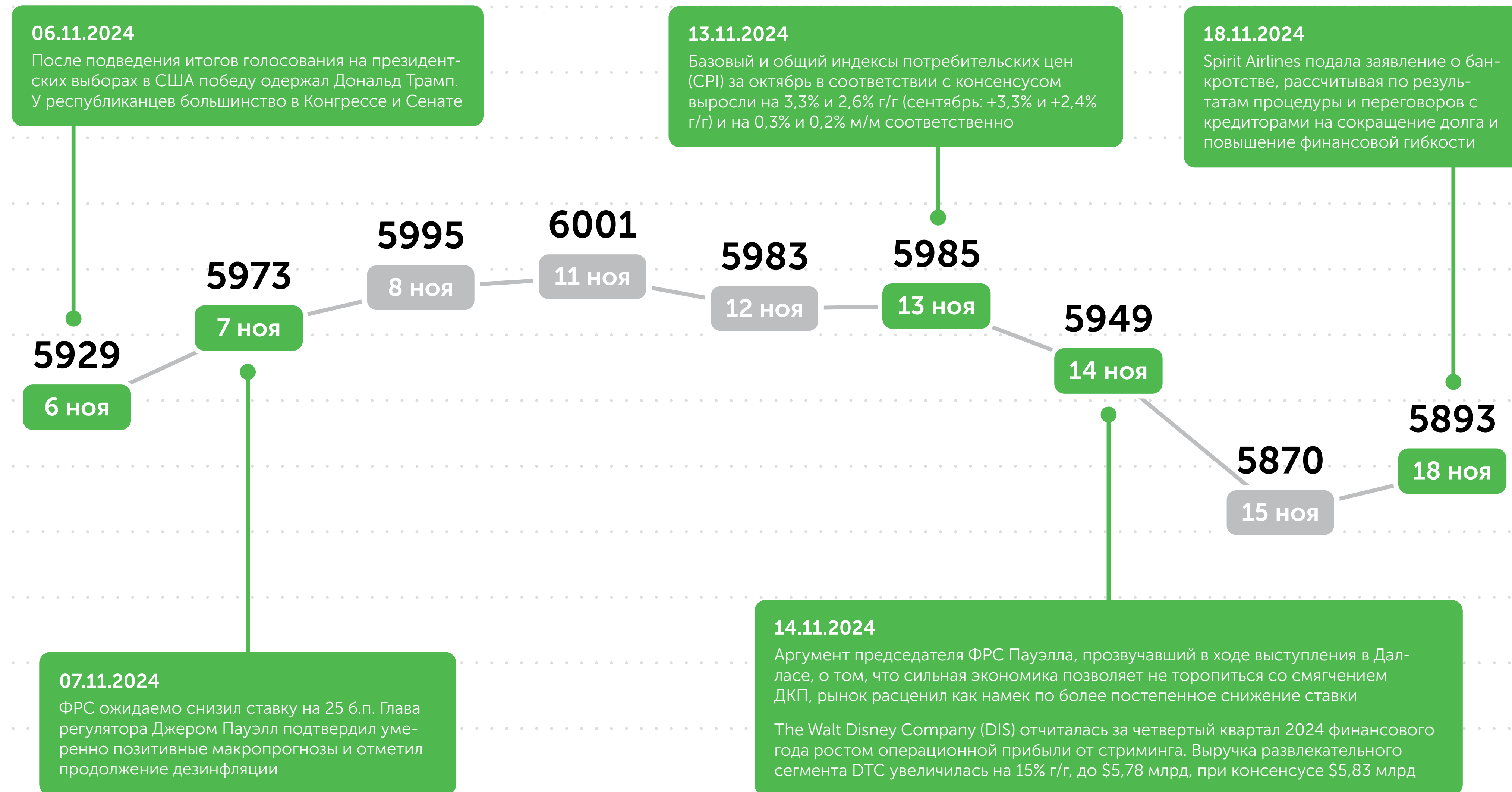
22 ноября 2024

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



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (06.11.2024 – 18.11.2024)



## Самое главное

# Ничто не вечно, или Как меняются лидеры !

Акции Palantir Technologies (PLTR) 5 ноября взлетели более чем на 20%, после того как компания Питера Тила сообщила о рекордном квартальном доходе и повысила гайденс. Основной причиной улучшения финансовых показателей и прогнозов стал высокий спрос на ПО для корпоративных клиентов и государства. Кроме того, инвесторы пристально следят за разработками в области софта на базе ИИ. Однако следующий скачок котировок PLTR, превысивший 11%, оказался сюрпризом для рынка. Член совета директоров компании Алекс Мор написал в соцсетях, что менеджмент рассматривает возможность ухода с биржи NYSE на NASDAQ, так как это приведет к огромному количеству покупок со стороны пассивных фондов, в особенности привязанных к индексу NASDAQ 100. Меньше чем через сутки автор удалил не только пост, но и свой аккаунт. Правда, это не отменяет логики и обоснованности его высказываний. Если присмотреться повнимательнее, эта новость вскрывает особенности конкуренции двух крупнейших в мире фондовых площадок.

NYSE — это самая старая американская биржа, имеющая богатую историю, связанную с Уолл-стрит и развитием финансовых рынков. NASDAQ — более молодая электронная площадка, на которой нет так называемой ямы, или пола, как на NYSE. Если 30 лет назад это еще было критично, то в глобальную цифровую эпоху NASDAQ здорово преуспела, поскольку развивала инфраструктуру вокруг электронной торговли. NYSE ограничивает количество маркетмейкеров (ММ), а NASDAQ имеет возможность этого не делать, что создает большой поток ликвидности за счет конкуренции.

Лучший показатель результатов этой конкуренции — поведение эмитентов. Листинг с NASDAQ на NYSE пере-

вели 347 компаний общей капитализацией \$1,5 трлн, а с NYSE на NASDAQ перешло 500 компаний совокупная рыночная стоимость которых составляет \$2,7 трлн. Технологичная площадка привлекает не только свои «профильные» хайтек-компании, но и эмитентов «классического формата». Так, легендарный производитель консервированных продуктов Campbell (CPB), ведущий свою историю с 1869 года, тоже торгуется на NASDAQ. При подготовке к размещению Freedom Holding (FRHC), состоявшемуся в 2019-м, мы на собственном опыте убедились в том, насколько различаются условия для эмитентов и отношение к ним у представителей NASDAQ и NYSE. В итоге наш выбор пал на технологическую биржу, о чем мы нисколько не жалеем.

NYSE — это, безусловно, сильный бренд внутри мощной инфраструктуры Intercontinental Exchange (ICE), и никуда эта компания не исчезнет. Однако тренд сигнала-

лизирует о том, что вне зависимости от условий рынка и высокого порога входа даже самый могущественный монополист не сможет бесконечно долго удерживать лидерство на рынке. Это отлично видно на графике доходности за 10 лет. NASDAQ (NDAQ) за этот период прибавил более 545%, а Intercontinental Exchange (ICE) — чуть больше 305%. Такие кейсы характерны не только для бирж. Похожие истории происходят между NVIDIA (NVDA) и Intel (INTC), Tesla и Ford (F)/ General Motors (GM)... Даже в недавнем тексте про Uber (UBER) мы говорили о возможности ее конкуренции с Amazon (AMZN). Новые игроки не только борются за долю на уже существующих рынках, но и открывают новые ниши и направления. Те инвесторы, которым удастся правильно определить таких игроков, при инвестициях на 10–20 лет смогут повторить успех Баффета и других известных инвесторов, которые умеют находить самые перспективные компании.

Тимур Турлов,  
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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



# Актуальные тренды

## Обзор на 18 ноября

### Глобальная картина

С 4 по 18 ноября S&P 500 вырос на 3,2%, индекс голубых фишек ввиду более высокой доли в нем компаний финансового сектора прибавил 3,8%. NASDAQ 100 повысился на 2,9%. За неделю, на которую пришлись выборы в США, индекс широкого рынка поднялся на 4,7%, показав лучший результат за пять дней с ноября 2023-го, а за последние 10 лет недельный рост бенчмарка оказывался выше лишь 11 раз. Переток капитала в акции малых компаний продолжился: Russell 2000 поднялся на 0,9% выше, чем S&P 500. В то же время импульс фактора роста остается сильным (Russell 1000 Growth опередил широкий рынок на 0,4%).

Основным движущим фактором на рынках с 4 по 8 ноября были выборы в США, в результате которых республиканцы получили большинство в Сенате и Конгрессе (52/47 и 218/212 соответственно), а их кандидат был избран следующим президентом. Такая расстановка сил увеличивает шансы на реализацию ключевых компонентов программы Трампа (на графике ниже).

### Ключевые статьи прироста расходов бюджета, предлагаемые Трампом (млрд USD)



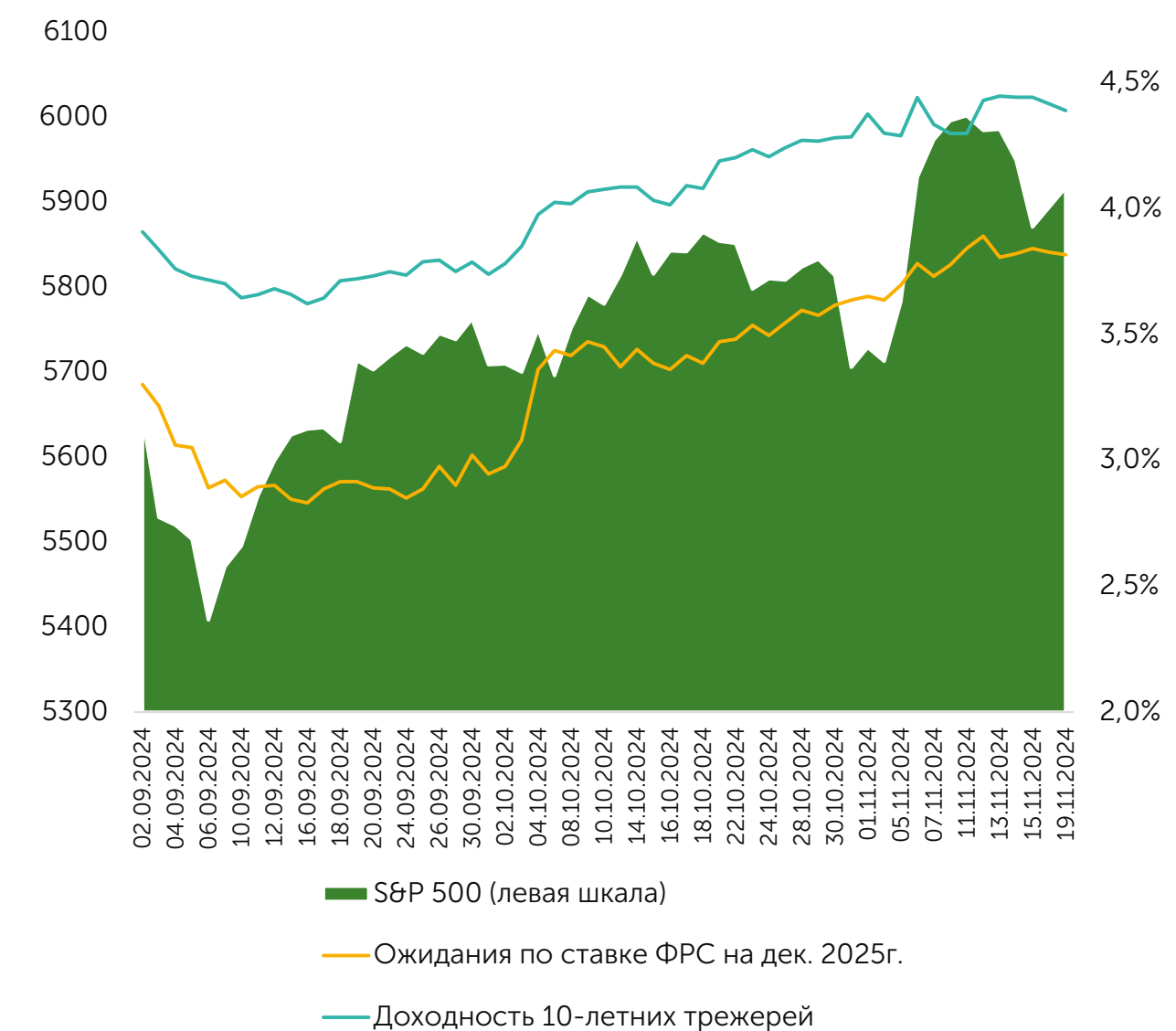
Источник: Committee for a Responsible Federal Budget, Penn Wharton Budget Model, Freedom Broker

В числе ключевых бенефициаров политического и экономического курса нового президента, предполагающего, в частности, наращивание буровой активности в нефтегазовой отрасли, отметим Halliburton (HAL). Протекционистский настрой Трампа и склонность к смягчению экологических норм могут положительно сказаться на черной металлургии, в том числе на бизнесе Cleveland Cliffs (CLF), Nucor (NUE), US Steel (X), угольной промышленности (Peabody (BTU), Arch Resources (ARCH), добыче редкоземельных элементов. Для цветной металлургии победа Трампа несет неоднозначные последствия. С одной стороны, поддержка производства внутри США положительна для спроса, с другой — импортные тарифы могут оказать негативный эффект на поставки в КНР, а повышение ввозных тарифов способно усилить фискальное стимулирование со стороны китайского государства. Вероятно ослабление регулирования банковской отрасли, включая затраты на соблюдение регуляторных требований, менее жесткий вариант программы «Базель III» и прочее. Это благоприятно сказалось бы на результатах и инвестпривлекательности Citigroup (C), Wells Fargo & Company (WFC), Bank of America (BAC), J.P.Morgan (JPM), Goldman Sachs (GS), Morgan Stanley (MS). Среди явных бенефициаров избрания Трампа компании малой капитализации, которые зафиксировали значительный скачок котировок по итогам сессии 6 ноября. Ускорение экономического роста и снижение налогов обеспечат драйвером роста прибыли сектора. Однако реализация планов избранного президента в отношении тарифной политики вкуче с массовой депортацией мигрантов может негативно сказаться на МСБ. Победа республиканского кандидата выгодна криптоиндустрии. По данным Stand with Crypto, в палату представителей было избрано 274 сторонника криптовалюты, а в Сенат —

20. В этом секторе выделим Robinhood Markets (HOOD), Coinbase Global (COIN), Riot Platforms (RIOT), Marathon Digital (MARA), iShares Bitcoin Trust (IBIT).

С 12 по 18 ноября на американских площадках преобладала фиксация прибыли. Участники торгов отрицательно отреагировали на некоторое ужесточение риторики руководства ФРС, что вкуче с ожиданием дальнейшего роста бюджетного дефицита подтолкнуло вверх доходность десятилетних казначейских облигаций и оказало давление на рынок акций.

### S&P 500 vs Ожидания по ставке ФРС vs доходность 10-летних трежерис



Источник: FactSet, Freedom Broker

Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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



# Актуальные тренды

## Обзор на 18 ноября

### Фокус рынка

В центре внимания инвесторов до 2 декабря будет статистика индекса личных расходов (PCE), включающего ценовые компоненты (консенсус: +2,8% г/г и +0,28% м/м, сентябрь: +2,7% г/г и +0,25% м/м). Также повышенный интерес привлекут данные фактических доходов и расходов населения за октябрь. Мы не спешим относить недавнюю боковую динамику индекса CPI на слом дефляционного тренда и продолжаем прогнозировать замедление роста базового PCE до 2,4% и 2,2% по итогам 2025-го и 2028 года соответственно. Эффект низкой базы сказывается на годовой динамике индекса, поэтому его соответствие прогнозам не должно быть негативно воспринято рынком, но, если показатель повысится на 0,29–0,3% м/м, это будет способно оказать давление на сентимент, так как усилит опасения по поводу закрепления высокой инфляции, которая ожидается в пределах 2–3% по базовому PCE.

Квартальные релизы Dell Tech (DELL) и HP (HPQ) позволят оценить состояние потребительского спроса, а результаты CrowdStrike Holdings (CRWD), Workday (WDAY), Autodesk (ADSK) дадут представление о динамике корпоративных расходов на ИТ.

Мы оцениваем избрание Трампа на пост президента как позитивный фактор на перспективу до трех лет, так как реализация существенной части инициатив главы Белого дома может обеспечить дополнительную поддержку экономике и динамике EPS. Соответствующие ожидания будут закладываться в цены рыночных инструментов в течение 2025 года. В то же время политический курс Трампа будет стимулировать увеличение долговой нагрузки, что может поддерживать доходность десятилетних трежерис в диапазоне 4,5–4,75%.

### Акции малой капитализации

За рассматриваемый период Russell 2000 (ETF: IWM) и Russell Microcap (ETF: IWC) выросли на 4,02% и 3,39% соответственно. За неделю, на которую пришлось президентские выборы, индексы компаний малой и микрокапитализации поднялись на 9,8% и 11,2%, причем Russell 2000 (IWM) в моменте приближался к своим историческим пикам. Инвестсообщество позитивно оценило влияние победы Трампа на эквити-сегмент ввиду его протекционистской позиции по внешней торговле, планов снизить корпоративные налоги и вве-

сти дополнительные фискальные стимулы. С 11 по 15 ноября «ралли Трампа» пошло на спад. Russell 2000 на этом фоне скорректировался на 4,05%, а Russell Microcap — на 5,08%. Повышение доходности трежерис на длинном участке кривой ограничило переток капитала в рискованные активы, а доходность «десятилеток» превысила 4,4%. Распродажу поддержали вышеупомянутые высказывания руководства Федерального резерва и его главы Джерома Пауэлла, который заявил об отсутствии необходимости экстренного смягчения ДКП ввиду благополучного состояния экономики. В ближайшие две недели тренды будут задавать макроэкономические данные, в частности PMI. Кроме того, на последней неделе ноября выйдет уточненная оценка роста ВВП за третий квартал.



### Ожидаем

**Ориентируемся на колебания индекса S&P 500 в диапазоне 5850–6100 пунктов.**

### Техническая картина

Мощный позитивный импульс, возникший после завершения президентских выборов, позволил S&P 500 подойти к верхней границе восходящего тренда (около 6000 пунктов). Последовавшая за этим коррекция стала закономерной фиксацией прибыли. Индекс широкого рынка находится около предыдущих локальных максимумов, вблизи гэпа. В то же время котировки не выглядят перегретыми (индикаторы ширины находятся ниже средних значений), что позволяет надеяться на продолжения восходящего движения в ближайшие недели.

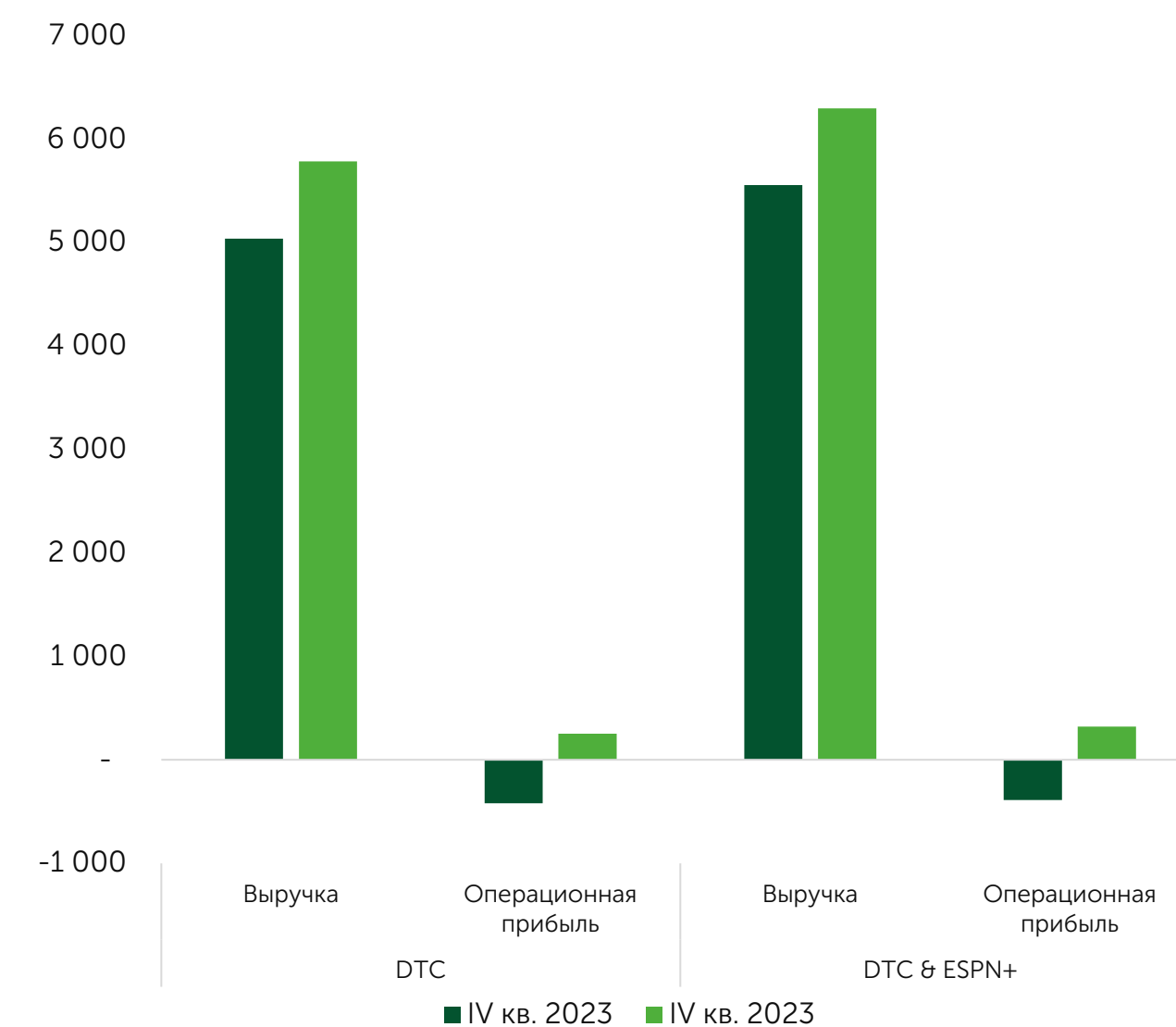






**The Walt Disney Company (DIS)** 14 ноября отчиталась за четвертый квартал 2024 финансового года (ФГ) ростом операционной прибыли от потокового сервиса в формате «напрямую потребителю» (DTC, Direct-to-Consumer), притом что в том же периоде 2023-го был получен операционный убыток в размере \$420 млн. В апреле – июне корпорация зафиксировала положительный результат этого сегмента совместно с ESPN+. Выручка от развлекательных сервисов DTC в отчетном периоде увеличилась на 15% г/г, до \$5,78 млрд, при консенсусе \$5,83 млрд. В то же время операционная прибыль достигла \$253 млн, существенно превзойдя средние ориентиры рынка на уровне \$131 млн. Рост доходов стримингового сервиса Walt Disney был обусловлен успешными премьерными («Головоломка-2», «Дэдпул и Росوماха»), расширением базы подписчиков и повышением поступлений от рекламы. Аудитория стриминг-сервиса Disney+ по подписке выросла на 4% г/г, до 122,7 млн, общее число платных подписчиков Hulu увеличилось на 2% г/г, до 52 млн. Средняя выручка с пользователя (ARPU) у Disney+ в США снизилась с \$7,74 до \$7,7 из-за расширения доли подписок с рекламной поддержкой и оптовых предложений. Это удалось частично компенсировать повышением доходов от рекламы. Международная ARPU Disney+ увеличилась с \$6,78 до \$6,95 за счет повышения расценок. Менеджмент прогнозирует увеличение оттока подписчиков Disney+ в текущем квартале из-за недавнего пересмотра вверх стоимости подписки и окончания некоторых промоакций. Однако по итогам всего 2025 ФГ ожидается рост операционной прибыли от сервисов DTC на \$875 млн.

**Выручка и операционная прибыль от DTC и DTC & ESPN+ сегмента**



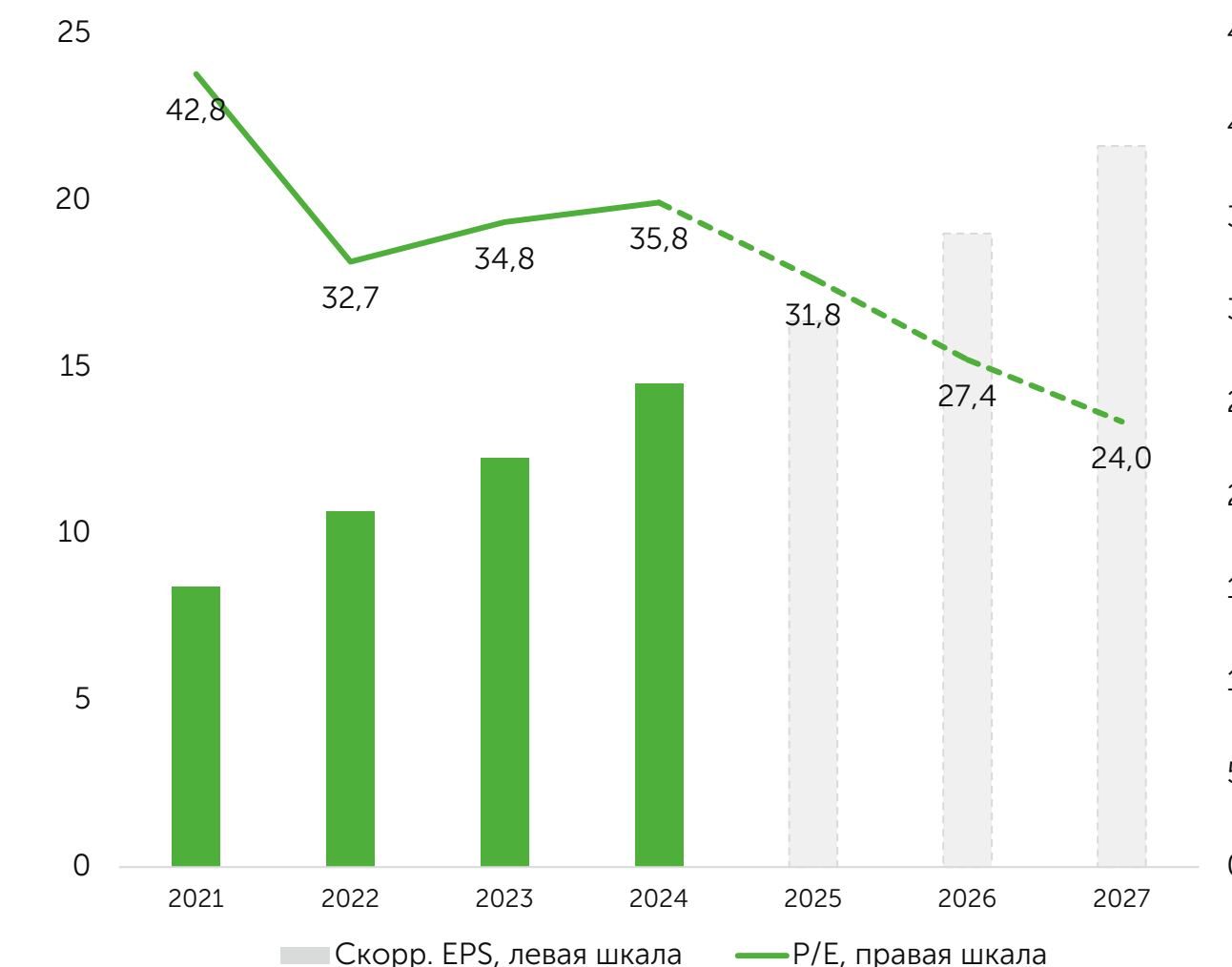
Источники: The Walt Disney Company, Freedom Broker



**Mastercard (MA)** 13 ноября представила гайденс в отношении финансовых показателей на 2025–2027 годы. В соответствии с ним совокупный среднегодовой темп роста чистой выручки закладывается на уровне верхнего предела низких двузначных чисел. Для достижения этой цели корпорация планирует повышать доходы от сервисов и решений с добавленной стоимостью в диапазоне

высоких двузначных значений. Кроме того, Mastercard намерена довести операционную рентабельность до отметки не ниже 55% при росте скорректированной прибыли на акцию (EPS) в среднем на 15–16% в год. В третьем квартале чистая выручка Mastercard увеличилась на 13%, скорректированная EPS поднялась на 15%. По темпам роста этих показателей корпорация опередила своего основного конкурента Visa. В то же время операционная рентабельность Mastercard составила 59,2% против 66,8% у Visa. Основные риски для корпорации заключаются в усилении регуляторного давления и конкуренции на платежных рынках. Планы ее менеджмента на 2025–2027 годы подтверждают устойчивый потенциал роста бизнеса.

**Прогноз чистой прибыли на акцию (EPS) и мультипликатор P/E**



Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



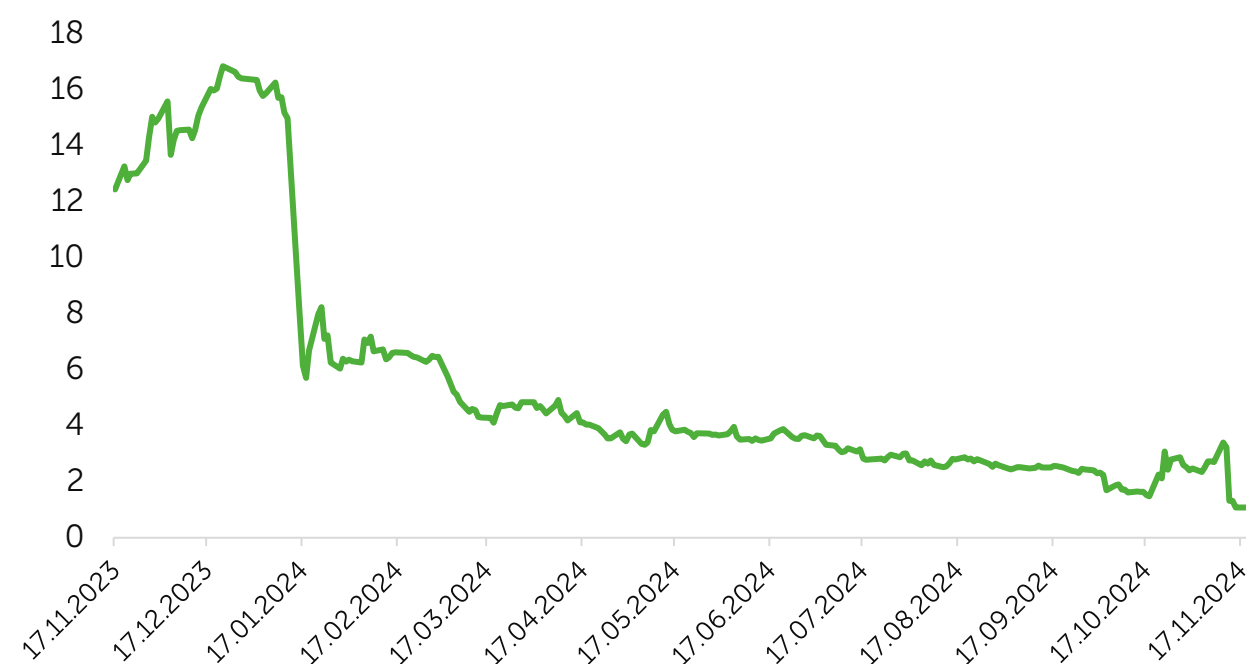
# Новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков

### spirit

**Spirit Airlines (SAVE)** 18 ноября подала заявление на банкротство и заявила, что продолжит свою деятельность в процессе реструктуризации долга. Все проданные билеты, предложения и баллы лояльности остаются действительными. Менеджмент рассчитывает, что после проведения процедуры банкротства и в результате переговоров с кредиторами в начале следующего года компании удастся сократить долговую нагрузку и повысить финансовую гибкость. В свою очередь, это позволит Spirit добиться долгосрочного успеха и активизировать инвестиции. Кредиторы согласились предоставить авиакомпания еще \$300 млн, чтобы финансировать деятельность в процессе банкротства. Не исключено, что Spirit поглотит более крупный авиаперевозчик или она будет ликвидирована. На данный момент в штате компании почти 13 тыс. сотрудников и 8 тыс. независимых подрядчиков и временных работников. Вторым по величине кредитором компании выступает Минфин США, на налогоплательщиков возложена задолженность по необеспеченному кредиту в размере \$136 млн.

### SAVE, \$



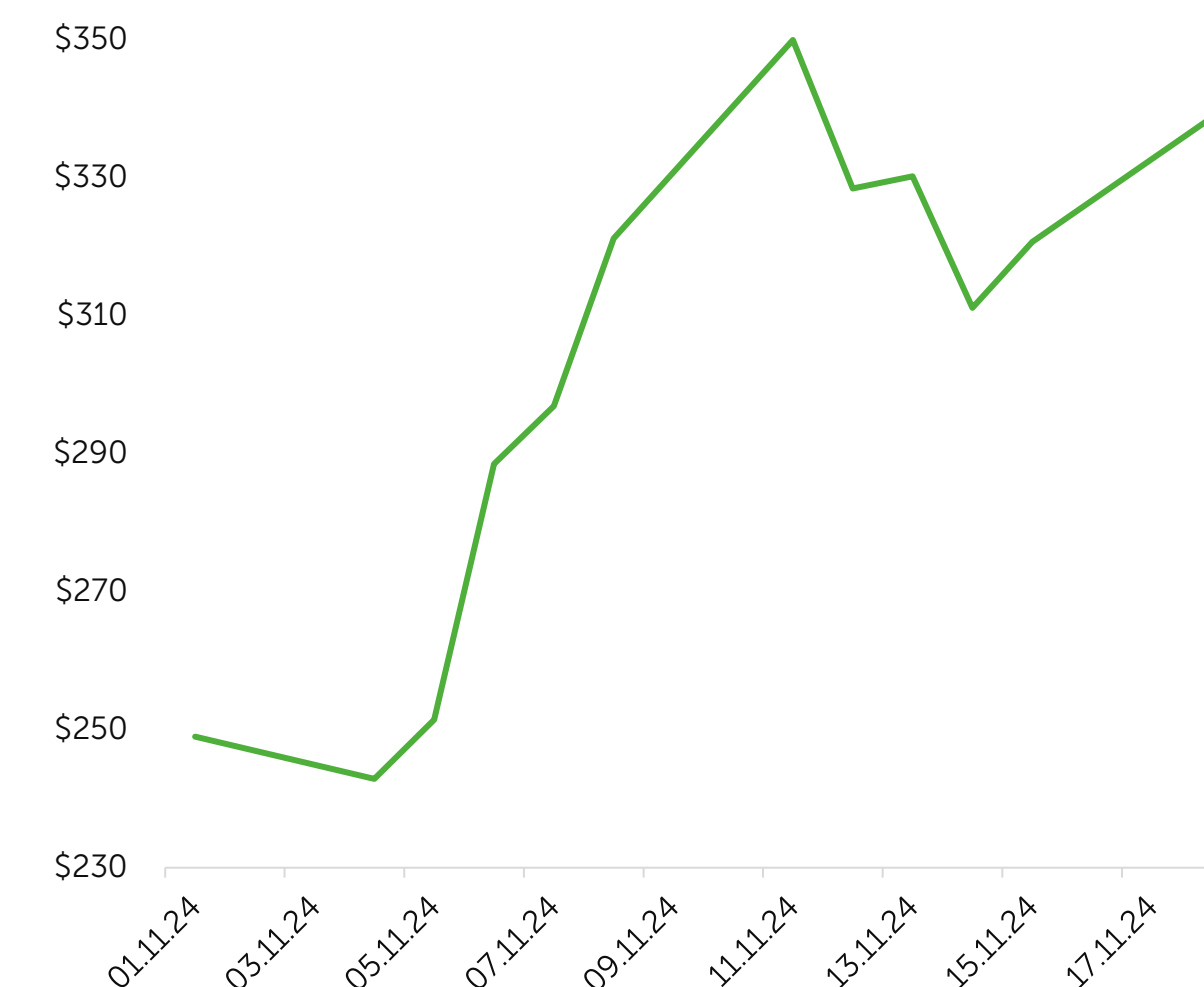
Источник: FactSet

### TESLA

Текущий месяц стал одним из лучших для **Tesla Inc. (TSLA)** за последние годы. На сообщения о победе Дональда Трампа на президентских выборах акции компании отреагировали ростом на 14,7%, так как Илон Маск активно поддерживал кандидата от Республиканской партии. 14 ноября Reuters сообщило, что команда Трампа намерена отменить льготы в размере до \$7,5 тыс. на покупку нового электромобиля американского производства. Это решение грозит оказать дополнительное давление на объемы поставок Tesla, поэтому новость была негативно встречена рынком. Однако 18 ноября появился новый повод для продолжения восходящего движения. По информации Bloomberg, избранный президент выступает за лицензирование беспилотных автомобилей на федеральном уровне, что смягчило бы их регулирование. Текущий год стал поворотным для стратегии Tesla. Отказавшись от идеи производства бюджетной модели электромобиля в пользу развития полностью автономных транспортных средств, компания явно выигрывает в случае принятия закона о беспилотных авто. Но трудно не отметить тот факт, что кроме вопросов регулирования, остается вопрос технологической готовности Tesla представить полноценный автопилот в ближайшие годы.



### Динамика акций Tesla



Источник: FactSet



Сектор здравоохранения в целом позитивно отреагировал на итоги президентских выборов. Однако появившаяся 14 ноября новость о выдвижении Роберта Кеннеди-младшего на пост главы Министерства здравоохранения...



Инвестиционный обзор №308

22 ноября 2024

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



# Новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков

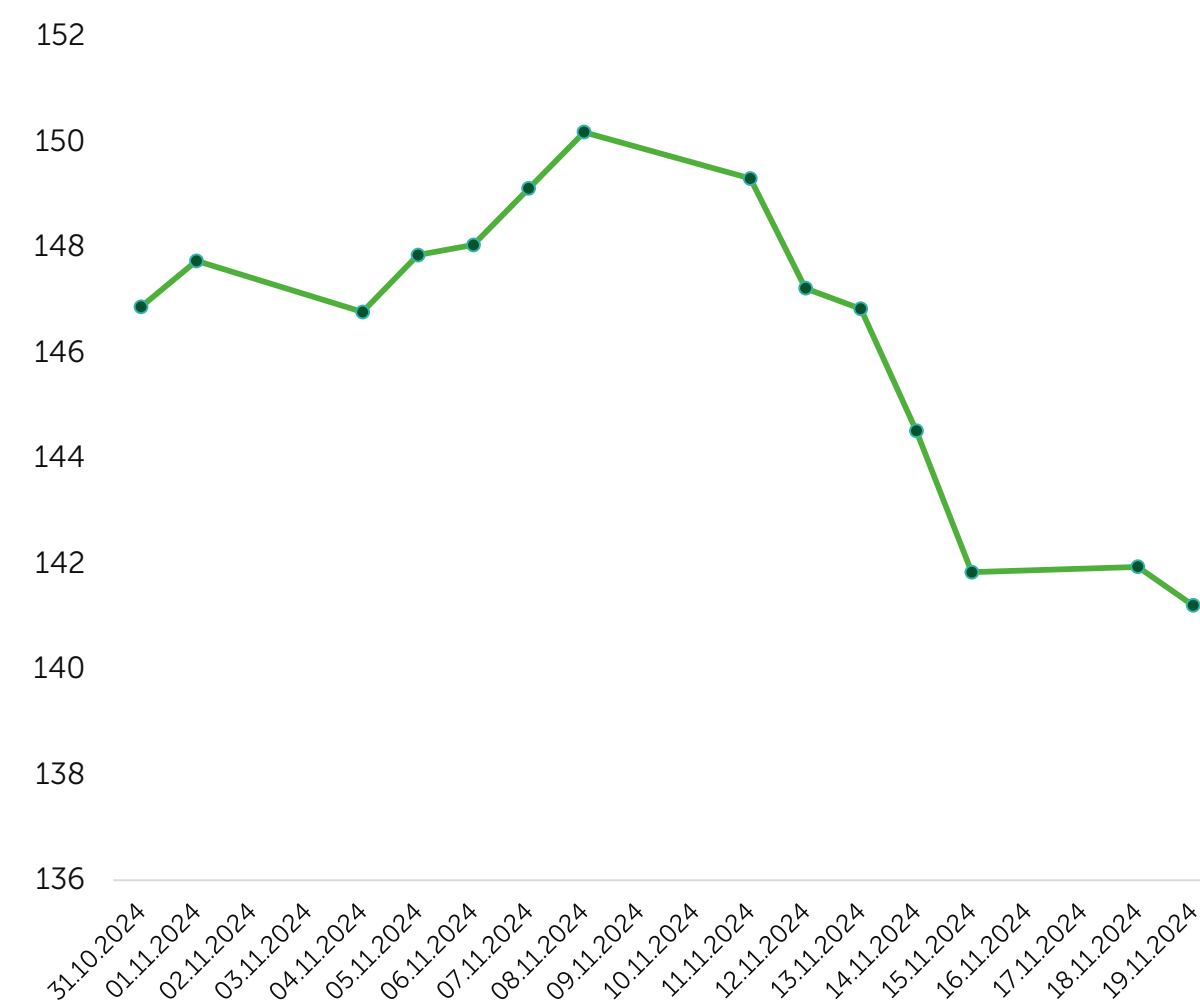
ранения и социальных служб стала причиной обвала в секторе. На этой новости за четыре дня ETF XLV (индустрия здравоохранения в целом) потерял 3,8%, а ETF XBI (сегмент биотехнологий) опустился на 6,8%.

В СМИ припомнили Р. Кеннеди-младшему его антиваксерскую позицию периода пандемии. Потенциальное назначение создает неопределенность в отношении дальнейшего регулирования отрасли. В свою очередь, претендент на пост главы Минздрава обвиняет систему здравоохранения в коррупции, заявляя о своей приверженности к научно-доказательному подходу в здравоохранении и улучшению информированности пациентов о рисках фармацевтических препаратов, в том числе вакцин.

Пока кандидат на министерский пост не выдвигал предложений по реформированию программ Medicare и Medicaid, а также ACA, которое предполагает изменение законодательства. Если подобных инициатив не будет и после прихода Р. Кеннеди-младшего на должность министра, это позитивно скажется на страховых корпорациях, в частности на UnitedHealth (UNH) и Hospital Corporation of America (HCA). Нейтральной остается реакция на вышеперечисленные новости и со стороны производителей медицинского оборудования Abbott Laboratories (ABT) и Medtronic (MDT) Мы считаем маловероятным вмешательство администрации в процесс принятия решений о допуске новых препаратов на

рынок. Под ударом снова могут оказаться лишь компании с большой экспозицией выручки на вакцины Merck (MRK), Pfizer (PFE), Gilead Sciences (GILD), которые и так находятся под давлением регулирования цен в рамках IRA. В целом считаем чрезмерной негативную реакцию рынка на новости о новых назначениях в Минздраве США, хотя и не исключаем неожиданных решений этого ведомства.

Динамика акций фонда XLV



Источники: Factset



# Обзор компаний малой капитализации



**Riley Exploration Permian (REPX)** специализируется на разведке и добыче нефти и газа в Пермском бассейне в США с применением современных технологий для максимизации производительности и эффективности. Компания делает акцент на устойчивое развитие и использует экологически безопасные методы для снижения углеродных выбросов. Новая каденция Дональда Трампа на посту президента США благоприятна для раскрытия потенциала внутренней стоимости компании. По мнению ее менеджмента, стратегический фокус и операционная эффективность продолжит обеспечивать органический рост и прибыльность для акционеров в долгосрочной перспективе. Прогнозы в отношении выручки по итогам 2024 года предполагают ее увеличение на 10,3% г/г, до \$413,7 млн, при повышении EPS на 21,6% г/г, до \$5,96.

**Консенсус FactSet по акции REPX на горизонте 12 месяцев — \$51,5.**



**Ducommun (DCO)** выпускает высокотехнологичную продукцию для аэрокосмической и оборонной промышленности, в том числе электронные системы для самолетов, дронов и ракетных систем. Компания сотрудничает с Boeing и Lockheed Martin, предлагая решения, которые обеспечивают надежность, точность и инновационный подход для отрасли в соответствии с ее высокими требованиями к поставщикам. Компания завершает реализацию программы реструктуризации под названием Vision 2027, основная цель которой — наладить выпуск продукции с более высокой маржинальностью. На эти цели запланированы дополнительные расходы в пределах \$2–3 млн, что в дальнейшем обеспечит экономию \$11–13 млн в год. Благодаря оптимизации издержек с текущего года EPS Ducommun по его итогам прогнозируется на отметке \$3,36 (+195% г/г).

**Консенсус FactSet по акции DCO на горизонте 12 месяцев — \$84,5.**



**CECO Environmental (CECO)** разрабатывает и внедряет системы очистки воздуха и воды, оборудование для фильтрации, а также технологии контроля промышленных выбросов. Продукты компании позволяют соответствовать экологическим стандартам, поэтому востребованы в широком спектре отраслей от энергетики до машиностроения. В структуре выручки CECO Environmental доля США составляет 70%, на Европу приходится 20%, а 10% — на Азию. Такое распределение источников дохода делает компанию потенциальным бенефициаром протекционистской политики Дональда Трампа. Благодаря локальному производству для компании будет выгодно частичное вытеснение импортных аналогов, так как это усилит ее конкурентные преимущества. Прогноз по итогам 2024 года предполагает увеличение выручки и EPS CECO Environmental на 6% и 4,2% соответственно.

**Консенсус FactSet по акции CECO на горизонте 12 месяцев — \$34,5.**



**Graham (GHM)** занимается проектированием и производством конденсаторов, теплообменников, вакуумных систем и другого теплотехнического оборудования. Компания сотрудничает с представителями нефтегазовой отрасли, химической индустрией и энергетическими компаниями. Решения Graham способствуют увеличению эффективности производственных процессов и минимизации энергозатрат, а также позволяют соответствовать современным стандартам надежности и экологичности. Продажи компании в третьем квартале выросли на рекордные 19% г/г, до \$53,6 млн, объем заказов для аэрокосмической отрасли увеличился почти на 150%, до \$11 млн, а для химии и нефтехимии — на 58% до \$8 млн. Эти результаты увеличивают инвестиционную привлекательность эмитента. Его менеджмент уверен, что импульсный рост бэклога сохранится в ближайшие годы.

**Консенсус FactSet по акции GHM на горизонте 12 месяцев — \$49,8.**

Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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



# Инвестиционная идея

## Freeport-McMoRan. База зеленого перехода

Рекомендуем покупать акции FCX с целевой ценой \$56 на горизонте года

**Состояние рынка.** Глобальные тренды в энергетике продолжают подогревать спрос на медь, усиливая ее дефицит. Для зеленой экономики и развития ИИ требуются крупные инвестиции в инфраструктуру. Эксперты прогнозируют значительную нехватку предложения меди в ближайшие годы, что создает необходимость пополнения резервов.

**Инфраструктурные программы в США как драйвер роста цен медь.** Инициативы Штатов по строительству мостов, дорог и развертыванию сетей 5G, активно поддерживаемые правительством, стимулируют спрос на медь, которая необходима для электрификации, строительства и автомобильной промышленности. Это позитивно сказывается на потенциале роста цен на металл и повышает инвестиционную привлекательность акций Freeport-McMoRan (FCX).

**Уникальная ресурсная база.** Freeport занимает на глобальном рынке производства меди 9% и владеет 12,5% совокупных запасов. Для бизнеса компании характерна высокая операционная эффективность. Себестоимость добычи на одном из крупнейших месторождений в мире Grasberg — менее \$1,5 за фунт, что при текущих ценах на медь около \$4,1 за фунт обеспечивает рентабельность более 60%.

**Прогнозы на десятилетие.** Менеджмент Freeport ставит перед собой амбициозную цель увеличить объемы добычи меди за счет:

- наращивания объемов производства на Grasberg и El Abra, при этом поддерживая стабильное производство на других месторождениях
- повышение эффективности выщелачивания сульфидов, что должно увеличить производственные мощности с текущих

232 млн фунтов в год до 300–400 млн фунтов к 2026-му и до 800 млн в течение следующих трех-пяти лет

- расширения буровой скважины на месторождении Bagdad, которое может добавить 200–250 млн фунтов меди в год

В то же время к 2035 году возможно закрытие некоторых рудников из-за истощения запасов, но прибыль от текущих проектов будет, вероятно, направлена на приобретение и разработку новых месторождений.

Реализация обозначенной стратегии способна привести к увеличению производства на 25–30%. Также компания планирует расширить долю золота в выручке более чем до 25% к 2030 году. Мы прогнозируем ее среднегодовой рост в 7% при повышении EPS на 12% в течение следующих пяти лет.

**Оценки рынка.** Средняя рентабельность по EBITDA в отрасли составляет 28%, что на 10 п.п. меньше, чем у Freeport. Коэффициент EV/EBITDA FY1 у компании равняется 7,9x при среднем по сектору 9,5x, что говорит о недооценке эмитента рынком. Ближайший конкурент Freeport, мексиканская компания Southern Copper торгуется с мультипликатором 13,8x EV/EBITDA FY1, что отчасти объясняется наличием у нее крупных запасов меди, однако по темпам роста Freeport, как прогнозируется, будет опережать конкурентов. Учитывая это, считаем справедливым для этого мультипликатора уровень 9,5x.

**Техническая картина.** Акции FCX скорректировались почти на 20% от сентябрьских максимумов и сейчас находятся у нижней границы среднесрочного восходящего канала. Индикатор RSI на уровне 34 пунктов указывает на перепроданность. Ближайшая поддержка расположена на отметке \$39, что на 8% ниже текущих цен. Это создает привлекательное соотношение между риском и доходностью.

Вадим Меркулов,  
директор  
аналитического департамента  
Freedom Finance Global



Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

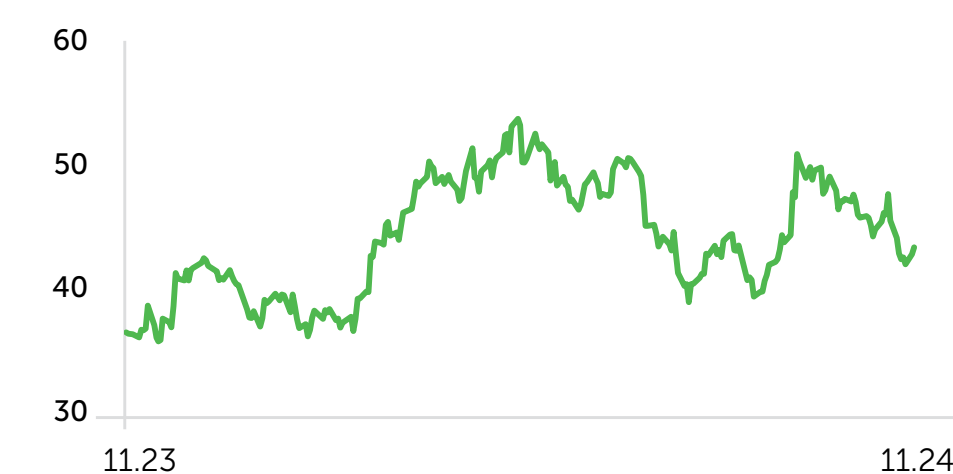
[ffin.global](http://ffin.global)



Тикер	FCX
Цена акций на момент анализа	\$43,1
Целевая цена акций	\$56,00
Потенциал роста	29,93%
Текущая дивидендная доходность	1,41%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
FCX	(1,3%)	(7,9%)	(9,7%)	(2,0%)	18,6%
S&P 500	(1,3%)	(2,1%)	1,0%	5,9%	30,4%
Russell 2000	(1,4%)	(4,0%)	2,4%	7,9%	27,9%
DJ Industrial Average	(0,7%)	(1,2%)	1,6%	7,1%	24,2%
NASDAQ Composite Index	(2,2%)	(3,1%)	2,0%	6,2%	32,4%

Динамика котировок FCX, \$



# Инвестиционная идея

Финансовые показатели, \$ млн	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Выручка	22 845	22 780	22 855	25 902	27 482	29 132	30 456	31 570	33 350
Основные расходы	14 030	15 089	15 695	17 583	17 279	17 832	18 941	19 591	20 696
Валовая прибыль	8 815	7 691	7 160	8 319	10 204	11 300	11 515	11 978	12 654
SG&A	383	420	479	505	503	504	496	501	506
Операционная прибыль (скорр.)	10 966	9 493	8 795	10 245	11 986	13 518	13 794	14 550	15 370
Амортизация	1 998	2 019	2 068	2 252	2 369	2 414	2 420	2 414	2 411
EBITDA (скорр.)	8 968	7 474	6 727	7 994	9 617	11 104	11 373	12 136	12 959
Процентные выплаты (доходы)	602	560	515	342	392	393	375	347	348
EBT (скорр.)	8 366	6 914	6 212	7 651	9 225	10 711	10 999	11 789	12 611
Налоги	2 299	2 267	2 270	2 648	3 158	3 598	3 901	4 239	4 267
Чистая прибыль (скорр.)	6 067	4 647	3 942	5 003	6 067	7 112	7 097	7 550	8 344
Разводненная прибыль на акцию (скорр.)	\$3,13	\$2,44	\$1,54	\$1,50	\$2,09	\$2,59	\$2,44	\$2,72	\$3,01
Дивиденд на акцию	\$0,38	\$0,60	\$0,60	\$0,60	\$0,69	\$0,89	\$1,14	\$1,40	\$1,55
DPS	\$2,06	\$5,61	\$4,56	\$5,80	\$7,72	\$8,92	\$10,38	\$10,68	\$10,68

Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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



Анализ коэффициентов	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
ROE	11%	12%	16%	16%	13%	13%	13%
ROA	7%	9%	9%	10%	9%	9%	9%
ROCE	8%	10%	10%	11%	10%	10%	10%
Выручка/Активы (x)	0,44x	0,47x	0,47x	0,47x	0,47x	0,46x	0,46x
Коэф. покрытия процентов (x)	13,06x	23,34x	24,53x	28,24x	30,33x	35,01x	37,27x

Маржинальность, в %	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Валовая маржа	39%	34%	31%	32%	37%	39%	38%	38%	38%
Маржа по EBITDA	48%	42%	38%	40%	44%	46%	45%	46%	46%
Маржа по чистой прибыли	27%	20%	17%	19%	22%	24%	23%	24%	25%

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



Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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



Тикер	Название компании	Отрасль	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
FCX	Freeport-McMoRan, Inc.	Горная промышленность	62 794	2024-11-19	43,7	56	2025-11-19	28%	35	Покупать
TXT	Textron Inc.	Авиастроение	15 186	2024-11-05	81,9	97	2025-11-05	18%	73,5	Покупать
GOOGL	Alphabet Inc. Class A	Коммуникации	2 009 595	2024-10-22	176,0	205	2025-10-22	16%	140	Покупать
PHM	PulteGroup, Inc.	Строительство	26 263	2024-10-08	128,1	188	2025-10-08	47%	114	Покупать
DPZ	Domino's Pizza, Inc.	Рестораны	15 159	2024-09-24	439,0	520	2025-09-24	18%	370	Покупать
BIDU	Baidu Inc Sponsored ADR Class A	Информационные технологии	24 611	2024-09-10	86,8	170	2025-09-10	96%	73	Покупать
CXDO	Crexendo, Inc.	ИТ-услуги	140	2024-08-27	5,2	6	2025-08-27	-	4,3	Фиксация позиции (тейк профит)
PFE	Pfizer Inc.	Фармацевтика	141 335	2024-08-13	24,9	42	2025-08-13	68%	24	Покупать
IIPR	Innovative Industrial Properties Inc	Инвестиционные трасты недвижимости	2 983	2024-07-30	105,3	160	2025-07-30	-	102	Фиксация позиции (стоп-лосс)
ADSK	Autodesk, Inc.	Программное обеспечение	66 186	2024-07-16	307,8	300	2025-07-16	-	225	Фиксация позиции (тейк профит)
WPM	Wheaton Precious Metals Corp	Сырье	28 523	2024-07-02	63,0	58	2025-07-02	-	40	Фиксация позиции (тейк профит)
BKR	Baker Hughes	Нефтегаз	43 846	2024-06-18	44,3	35,5	2025-06-18	-	27,5	Фиксация позиции (тейк профит)
F	Ford Motor Company	Автомобилестроение	41 884	2024-06-04	10,7	14,4	2025-06-04	-	10,9	Фиксация позиции (тейк профит)
CTGO	Contango ORE, Inc.	Горная промышленность	230	2024-05-21	18,8	29	2025-05-21	54%	16,2	Покупать
ERJ	Embraer S.A. Sponsored ADR	Аэрокосмическая и оборонная промыш.	6 984	2024-05-07	37,5	31,7	2025-05-07	-	22	Фиксация позиции (тейк профит)
STZ	Constellation Brands, Inc.	Напитки	43 523	2024-04-24	239,8	290	2025-04-24	-	240	Фиксация позиции (стоп-лосс)
LULU	Lululemon Athletica	Текстиль, одежда и предметы роскоши	36 276	2024-04-08	308,3	400	2025-04-08	-	322,5	Фиксация позиции (стоп-лосс)
PDD	PDD Holdings	Интернет и прямая розничная торговля	161 778	2024-03-26	116,5	170	2025-03-26	46%	85	Покупать

# Опционная идея

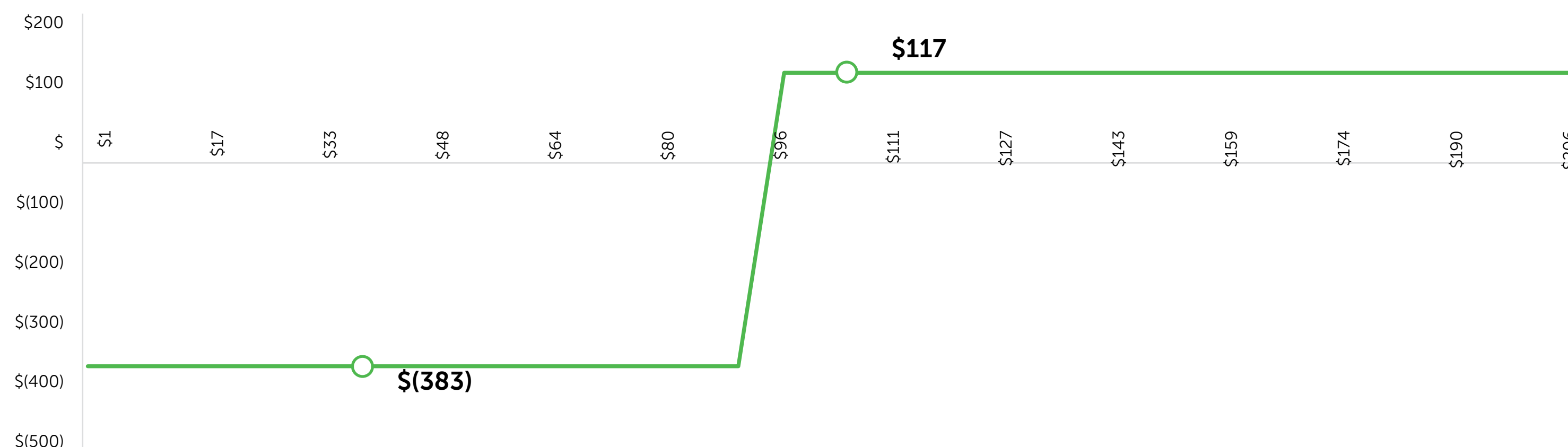
## PUT CREDIT SPREAD ON SHOP

### Инвестиционный тезис

**Shopify (SHOP)** — транснациональная компания из Канады, специализирующаяся на электронной коммерции через одноименную платформу. На ней онлайн-магазины получают набор услуг, включая платежи, маркетинг, доставку и инструменты привлечения клиентов.

Акции SHOP выросли на 21% 12 ноября на фоне публикации квартального отчета, зафиксировавшего сильные результаты выручки и прибыли. Также инвесторов воодушевил гайденс руководства, предполагающий значительно более высокий рост этих показателей по сравнению с консенсусом. Ориентиры компании на четвертый квартал учитывают приходящиеся на него праздничные распродажи. После ралли в бумагах онлайн-ритейлера последовала коррекция, вызванная как фиксацией прибыли, так и скандалом с одним из продавцов с платформы Shopify, который торговал широким ассортиментом антисемитских товаров. Мы полагаем, что скандал будет урегулирован и акции SHOP к 20 декабря поднимутся выше \$100, так как фундаментально компания выглядит сильно.

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



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
SHOP	Покупать	PUT \$95	20.12.2024	0,98	\$(117,00)	-0,16	0,022	0,069	-0,042	36,37%	79%	54%	55%	52%
	Продавать	PUT \$100	20.12.2024	2,15		-0,3	0,033	0,107	-0,056	34,91%				

### Параметры сделки

Продажа	Put Credit Spread on SHOP
Страйки	Long PUT 95; Short PUT 100
Покупка	+SHOP*ECK95
Продажа	+SHOP*E8G100
Дата экспирации	20.12.2024
Маржинальное обеспечение	\$500
Максимальная прибыль	\$117
Максимальный убыток	\$(383)
Ожидаемая прибыль	23%
Точка безубыточности	\$98.83

### Управление позицией

Если в день экспирации, 20 декабря, цена базового актива поднимется выше страйк-цены проданного опциона put, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$117. При цене базового актива в диапазоне \$95–100 убыток будет варьироваться, при этом необходимо продать эквивалентное количество лотов (100 акций) SHOP для закрытия позиции в момент экспирации. Если же базовый актив окажется дешевле купленного опциона put, инвестор понесет максимальный убыток в сумме \$383. В позицию необходимо заходить до 1 декабря включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

### Инвестиционный обзор №308

22 ноября 2024

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





# IPO Yuanbao

## Страховка не подведет

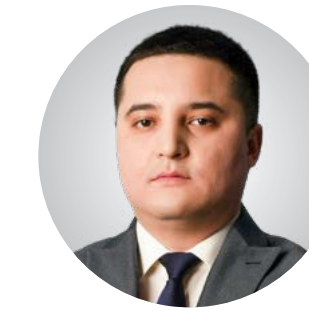
17 сентября китайский онлайн-страховщик Yuanbao подал повторную заявку на IPO. Андеррайтерами размещения стали Goldman Sachs (Asia), Citigroup и CICC

### Чем интересна компания?

- **О компании.** Yuanbao — это онлайн-дистрибьютор страховых услуг в Китае, специализирующийся на страховании жизни, от несчастных случаев и медицинских страховках для частных клиентов с использованием персонализированных рекомендаций. Компания сотрудничает с 69 страховщиками и имеет широкий разнообразный продуктовый портфель. Yuanbao разработала более 700 медиамodelей и столько же моделей продуктов для поддержки своих операций, а также 3 тыс. пользовательских моделей. Это позволяет компании точно таргетировать услуги, обеспечивая их максимальную эффективность. Yuanbao в 2023-м стала крупнейшим независимым страховым дистрибьютором на рынке страхования жизни, несчастных случаев и здоровья (A&H) в Китае по объему премий за первый год присутствия на рынке.
- **Потенциальный рынок.** По данным Frost & Sullivan, Китаю принадлежит второе место в мире по объему страховых премий. Рынок личного страхования жизни в стране с 3,1 трлн юаней в 2019-м увеличился до 3,8 трлн в 2023 году. По прогнозу, общий объем страхового сегмента к 2028 году достигнет 5,6 трлн юаней.
- **Финансовые показатели.** В 2022 году выручка Yuanbao выросла на 141%, а за первое полугодие 2024-го — на 60%. Маржа чистой прибыли с 2% в 2022-м поднялась до 10% в 2023-м, а по итогам января – июня 2024-го составила 14%.



Ерлан Абдикаримов,  
директор департамента  
финансового анализа  
Freedom Broker



Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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

### Обзор перед IPO



Эмитент	Yuanbao Inc
Тикер	YB
Биржа	NASDAQ
Андеррайтеры	Goldman Sachs (Asia), Citigroup, CICC.

# Рынок Казахстана

## Не все так однозначно

Индекс KASE вышел на исторические максимумы, пока тенге двигался к отметке 500 за доллар

**Текущая восходящая волна для KASE началась 5 ноября и была усилена ростом на фондовых площадках США после победы Дональда Трампа на президентских выборах.** Несмотря на то, что избрание на пост главы Белого дома «нового старого» лидера обещало неблагоприятное для Казахстана повышение доходности гособлигаций, укрепление доллара, снижение цен на нефть и другие сырьевые товары, главный бенчмарк локального рынка последовал за S&P 500. Когда «трамптрейд» начал сбавлять обороты, KASE перешел к небольшой коррекции, формируя нисходящую дивергенцию на дневном графике.

**Однако, если проанализировать акции индекса и драйверы движения отдельных бумаг, складывается впечатление, что казахстанский рынок двигался вверх независимо от внешних факторов.** В лидеры роста вышел Народный банк, акции которого поднялись на 8,9% на новостях о проведении 9 декабря ВОСА, на повестку которого вынесен вопрос о втором в текущем году распределении дивидендов. Рекомендованная сумма выплат на акцию составит 9,57 тенге, а фиксация реестра на получение дивиденда состоится 10 декабря в 00:00. Ранее мы отмечали, что перед предыдущим отчетом акции банка также демонстрировали рост. Котировки Казатомпрома повысились на 6,8%, двигаясь в едином ключе с остальными

бумагами производителей урана. Позитивным триггером стало решение России временно ограничить поставки обогащенного урана в США в ответ на санкции, действие которых распространяется на 2024–2027 годы, и запрет импорта российской урановой продукции с 2028-го. С учетом того, что 19% электроэнергии в Штатах вырабатывается реакторами на обогащенном уране, это создает риски для коммунального сектора. Бумаги Air Astana подорожали на 6,5% на фоне публикации сильного отчета, однако с 13 ноября перешли к коррекции. Акции Казахтелекома выросли на 6,2% без явного драйвера, однако они сохраняют привлекательность для покупки на ожиданиях выплаты специальных дивидендов.

**За последние две недели особенно острой была ситуация в валютном сегменте рынка.** После победы Трампа на президентских выборах в Штатах индекс доллара (DXY) резко укрепился, что привело к ослаблению тенге. Курс пары USD/KZT в обменниках 18 ноября доходил до 500, а рубль меняли на 100 единиц казахстанской валюты. Примечательно, что несколькими днями ранее Нацбанк прибег к словесным интервенциям, эффекта от которых хватило лишь на одну сессию. Уже 19 ноября регулятор предпринял более действенные меры, объявив о планах правительства вернуть обязательную норму продажи 50% валютной выручки для квазигосударственных компаний.

### Ожидания и стратегия

Мы позитивно оцениваем текущий сезон отчетности и перспективы рынка до конца года. Тем не менее обращаем внимание на формирование на дневном графике нисходящей дивергенции, которая может спровоцировать локальную коррекцию на местном рынке. Мы не ожидаем серьезных изменений, более вероятны стандартная неглубокая коррекция или переход в боковой тренд перед последующим обновлением максимумов.

Ансар Абуев,  
аналитик департамента  
финансового анализа  
Freedom Broker



Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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



### Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	04.11.24	18.11.24	
Индекс KASE	5 399,24	5 213,56	3,6%
Халык Банк (KASE)	239,00	219,47	8,9%
Казатомпром (GDR)	40,70	38,10	6,8%
Air Astana (KASE)	803,99	755,00	6,5%
Казахтелеком (KASE)	40 875,00	38 477,06	6,2%
Халык Банк (GDR)	19,22	18,38	4,6%
Air Astana (GDR)	6,31	6,04	4,5%
Казатомпром (KASE)	19 810,01	18 969,90	4,4%
Kcell (KASE)	3 496,45	3 399,99	2,8%
Банк Центр-Кредит (KASE)	1 980,00	1 939,98	2,1%
KEGOC (KASE)	1 457,43	1 439,98	1,2%
Kaspi (KASE)	56 250,00	55 600,51	1,2%
Казтрансойл (KASE)	817,99	815,00	0,4%
Kaspi (ADS)	110,21	110,11	0,1%
Казмунайгаз (KASE)	13 330,00	13 499,99	-1,3%

# Рынок Казахстана

## Важные новости

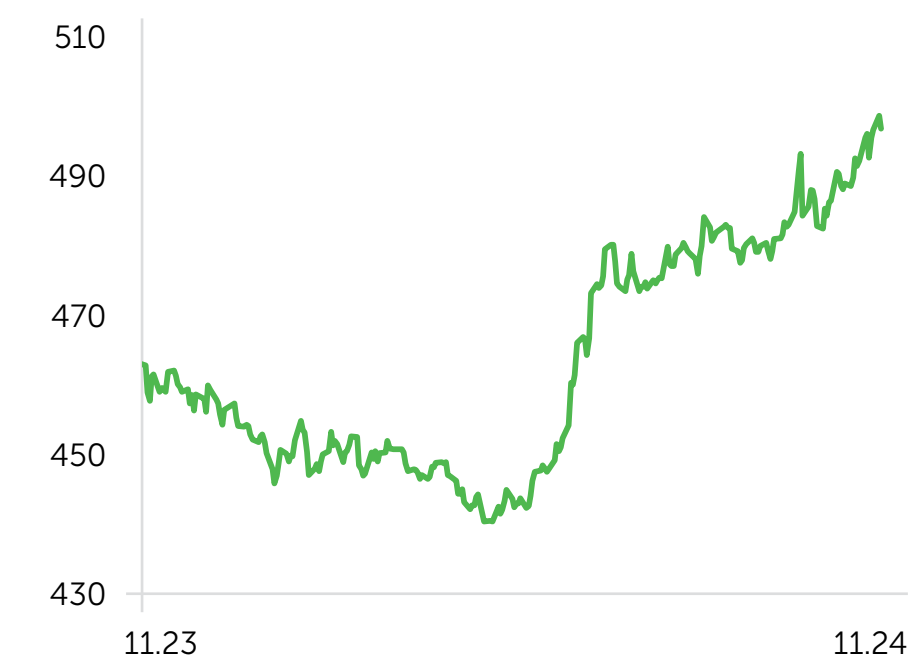
- **В Казахстане запустили пилотный проект по внедрению единого QR-кода для банков.** ЦБ совместно с Национальной платежной корпорацией разрабатывают систему межбанковских QR-платежей. Пресс-служба регулятора сообщила, что первая транзакция была проведена 15 ноября на Конгрессе финансистов Казахстана в Алматы с участием двух банков второго уровня. Данный проект умеренно негативен для Kaspi, который в настоящее время выступает монополистом в сфере QR-платежей в стране.
- **Kaspi.kz отказался от участия в приватизации Нито.** Менеджмент финтех-компании сообщил о выходе из этого процесса, однако отметил, что сохраняет интерес к рынку Узбекистана. В Kaspi.kz подчеркнули, что узбекистанская экономика стремительно развивается, а реализуемые правительством реформы создают благоприятные условия для дальнейшего роста. Компания планирует продолжать поиск возможностей для вклада в цифровую трансформацию этого государства.
- **Казтрансойл отчитался за девять месяцев.** Эмитент зафиксировал продолжение постепенного роста выручки в годовом выражении. Эта динамика была главным образом обусловлена увеличением доходов от транспортировки нефти и воды на фоне повышения тарифов. Тем не менее операционная маржинальность компании снизилась. Свободный денежный поток повысился к значению прошлого года, однако в квартальном выражении сократился из-за более высоких капитальных затрат. Чистая прибыль Казтрансойла также несколько уменьшилась.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



# Инвестиционная идея

## KEGOC. Энергия прибыли

Сильная отчетность за июль – сентябрь и щедрые дивиденды повышают инвестпривлекательность акций KEGOC

- **Причины для покупки:**

- **Рост выручки после реформ в сфере электроэнергетики и увеличения тарифов.** В целом мы оцениваем квартальную финансовую отчетность KEGOC умеренно позитивно. Компания продолжает улучшать основные показатели после проведенных в 2023-м тарифных реформ. Выручка компании за июль – сентябрь увеличилась на 26% г/г и на 1,1% кв/кв. Основным драйвером ее роста стало появление новых статей дохода после изменений модели оптового рынка электроэнергии. Денежные поступления от передачи электроэнергии увеличились на 44% г/г, а от эксплуатации операторами национальной электрической сети (НЭС) – на 24% г/г. В совокупности эти услуги принесли KEGOC на 29% больше дохода, чем в аналогичном периоде 2023-го.

- **Повышение чистой прибыли вкупе с оптимизацией финансовых расходов.** Свободный денежный поток KEGOC увеличился с прошлогодних -12,9 млрд до 11,5 млрд тенге во многом благодаря росту операционных денежных потоков. Одновременно с этим капитальные затраты эмитента сократились на 8,1% г/г. На фоне улучшения валовой маржи, снижения финансовых расходов на 27% г/г и роста финансовых доходов на 73% г/г квартальная чистая рентабельность компании увеличилась с 10% в третьем квартале 2023-го до 16% в аналогичном периоде текущего года. Чистая прибыль выросла на 112% г/г, достигнув 11,9 млрд тенге, или 43,1 тенге на акцию. Этот результат является самым высоким для третьего квартала как минимум с 2017 года.

- **Лучшая дивидендная идея на локальном рынке.** 12-месячная дивидендная доходность акций KEGOC достигла 11,09%, что вывело эмитента на первое место в KASE. Народный банк опустился на вторую строчку с показателем 10,48%.



АО KEGOC

Тикер на KASE	<b>KEGC</b>
Цена на момент анализа	<b>1457 KZT</b>
Целевая цена	<b>1760 KZT</b>
Потенциал роста	<b>20,8%</b>

### Динамика акций на KASE



# Рынок Узбекистана

## На подъеме

Большинство эмитентов из состава TSMI завершили вторую декаду ноября в плюсе

За последние две недели Tashkent Stock Market Index (TSMI) вырос на **2,37%**.

В зеленом секторе закрепились девять из 12 акций бенч-марка. Совокупный объем торгов составил 13,4 млрд сумов.

Товарно-сырьевая биржа (URTS) провела дополнительное размещение, в результате чего ее котировки выросли на 6,67%, до 15,399 тыс. сумов. С 19 ноября торги ценными бумагами компании были приостановлены в связи с проведением докапитализации, после которой среди акционеров будут распределены четыре дополнительные бумаги на каждую имеющуюся.

Динамика банковского сектора характеризовалась повышенной волатильностью. В лидеры роста вышел Ипотека-банк (IPTB), котировки которого поднялись на 19%, до 1,19 сума. В то же время бумаги Универсалбанка (UNVB) снизились на 15,86%, до 8,111 тыс. сумов. Акции Узпромстройбанка (SQBN) и Хамкорбанка (НМКВ) подорожали на 2,11% и 2,13% соответственно, в то время как котировки Трастбанка (TRSB) и Ипак-Йули банка (IPKY) снизились на 2,37% и 4,31%.

Акции УзАвто Моторс (UZMT) за неделю к 8 ноября поднялись с **66,67 тыс.**, до максимума на отметке 72,389 тыс. сумов, а по итогам пятидневки, завершившейся 15 ноября, котировка стабилизировалась у 70 тыс. сумов.

Бумаги Кизилкумцемента (QZSM) и Узтелекома (UZTL) за рассматриваемый период восстанавливались после предшествующей коррекции, прибавив 0,32% и 4,11% соответственно.

### 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%

### Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	05.11.24	19.11.24	
TSMI Index	640,45	655,64	<b>2,37%</b>
SQBN	9,50	9,70	<b>2,11%</b>
QZSM	1 575,00	1 580,00	<b>0,32%</b>
URTS	14 436,00	15 399,00	<b>6,67%</b>
UZTL	3 948,89	4 111,10	<b>4,11%</b>
НМКВ	23,50	24,00	<b>2,13%</b>
IPKY	146,99	140,65	<b>-4,31%</b>
UZMK	3 469,99	3 700,00	<b>6,63%</b>
UZMT	66 670,00	70 000,00	<b>4,99%</b>
CBSK	2,18	2,35	<b>7,80%</b>
UNVB	9 640,00	8 111,00	<b>-15,86%</b>
TRSB	8 399,00	8 200,00	<b>-2,37%</b>
IPTB	1,00	1,19	<b>19,00%</b>





### Корпоративные новости

- **Индекс потребительской уверенности вернулся к росту.** За октябрь показатель повысился с 128,7 до 132,5 пункта, Инфляционные ожидания снизились, доля респондентов, прогнозирующих высокий рост цен, сократилась до 18,8%. При этом 60,5% опрошенных ожидают ослабления сума в следующем году.
- **Золотовалютные резервы страны в октябре увеличились на \$2 млрд, до \$43,1 млрд.** Запасы иностранной валюты достигли \$9,2 млрд, а стоимость золота при неизменном объеме 12 млн унций повысилась на \$1,5 млрд, до \$33,4 млрд.
- **В октябре число новых индивидуальных предпринимателей (ИП) в Узбекистане увеличилось на 5,7%, достигнув 138,2 тыс.** По данным Налогового комитета в сферах торговли, бытовых услуг и ремесел было зарегистрировано 52%

ИП. Их общее количество на 1 ноября равнялось 299 тыс., из них 46% были созданы в текущем году.

- **Нацбанк фиксирует сокращение банковского кредитования при росте объема микрозаймов.** Объем выданных автомобильных и потребительских займов с января по сентябрь снизился в 2,36 и 2,4 раза — до 12,79 трлн и 13,05 трлн сумов соответственно. Причиной этого стали ужесточение требований к заемщикам, а также установленные ЦБ ограничения, согласно которым доля автокредитов в банковских портфелях не может превышать 25%. Также уменьшению кредитования способствовало повышение долговой нагрузки и лимит заимствования на уровне 60%, сниженный до 50% с 2025-го. При этом объем микрозаймов за тот же период вырос на 53,2%, до 31,86 трлн сумов.

### Новости экономики

- **УзРТСБ (URTS)** провела успешное публичное размещение акций в рамках программы «Народное IPO». С 26 сентября по 8 ноября инвесторам было предложено 4,44% акций эмитента, на которые поступило 12,6 тыс. заявок объемом 46,6 млрд сумов (на 8% больше запланированного), из которых было удовлетворено 11,298 тыс. на 42,9 млрд сумов. Приоритет был отдан физическим лицам с небольшими объемами заявок.
- **Узтемирйулконтэйнер (УТЮК)** провел приватизацию 35% акций. Их покупателем стала COTTON LOGISTICS. Размер сделки составил 200 млрд сумов, что превышает оценочную стоимость эмитента. В рамках «Народного IPO» планируется публичное размещение 4% акций компании на фондовом рынке РУз.
- **Uzum (UZUM)** отчиталась за январь-сентябрь утроением оборота дивизиона e-commerce с результатом \$237 млн и удвое-

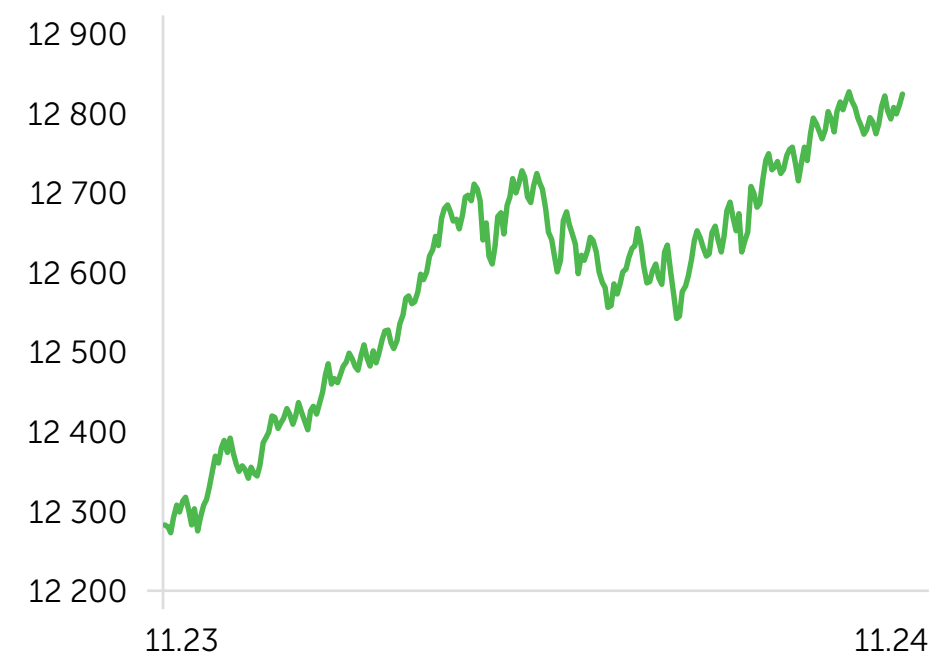
нием общего кредитного портфеля. Число пользователей экосистемы, в которую входят маркетплейс и услуги быстрой доставки, также увеличилось вдвое. На конец отчетного периода ею пользовался каждый третий житель Узбекистана. В финтех-направлении значимым событием стал запуск виртуальной карты Uzum и улучшение показателей сервиса рассрочки Uzum Nasiya.

- Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана **UzRMC** выпустила облигации на 250 млрд сумов. Этоот, третий с начала года, выпуск с биржевым тикером IQMK3V4 включает 250 тыс. бумаг номиналом 1 млн сумов, допущенных к торгам с 13 ноября. Облигации будут размещены по закрытой подписке среди ограниченного круга инвесторов. Freedom Broker выступал в качестве инвестиционного посредника, сопровождая сделку на всех этапах.

### Динамика индекса TSMI, 1 год



### Динамика USD/UZS, 1 год



# Рынок Германии

## Политический нейтралитет

Несмотря на вызванную политическими факторами повышенную волатильность, DAX завершил двухнедельный период вблизи нуля

Период с 4 по 8 ноября индекс DAX завершил снижением лишь на 0,2%, хотя неделя отличилась высокой волатильностью. Главным событием этих дней стало подведение итогов голосования на выборах президента США. Предварительная информация о победе Дональда Трампа вызвала скачок немецкого бенчмарка на 1,5%, что повторяло динамику американских фондовых площадок, однако завершилась сессия 6 ноября в Германии снижением на 1,1%. После первой эмоциональной реакции на итоги американских выборов инвестсообщество начало закладывать в цены вероятность неблагоприятных для Европы изменений в тарифной политике США. Ранее Трамп заявлял, что Европа «заплатит большую цену» за отказ от экспорта из Штатов. На этом фоне акции ведущих немецких автопроизводителей Mercedes и BMW потеряли примерно 6,5% стоимости. Однако DAX полностью восстановился уже на следующий день благодаря позитивной динамике в секторах технологий, авто и сырья. Другим важным событием недели стал распад коалиции в правительстве Германии после отставки министра финансов за его консервативные взгляды на бюджет по инициативе канцлера Олафа Шольца. Ввиду этих событий на февраль 2025 года в стране назначены внеочередные выборы в парламент. Несмотря на значимость этой новости, она не оказала негативного влияния на DAX, который вырос на 1,7%. Однако неделя завершилась снижением после того, как Китай анонсировал выпуск нового долга в объеме \$1,4 трлн, но не раскрыл планов в отношении прямых фискальных стимулов, чего ждали инвесторы по всему миру.

С 11 по 15 ноября DAX скорректировался на символические 0,02%. Однако и эта неделя оказалась довольно волатильной. Вектор движения на европейских фондовых рынках задавали публикации макроэкономических данных, а также события в США. По итогам первой сессии рассматриваемой пятидневки рынок вышел в плюс благодаря акциям оборонных компаний, которые получили поддержку на фоне требований Трампа к странам НАТО повысить расходы на оборону до 2% от ВВП. Во вторник вниз ушли котировки эмитентов, связанных с Китаем, на новости о возможном назначении известного жесткой позицией по отношению к Пекину Марко Рубио на пост госсекретаря. Представитель Испании в руководстве ЕЦБ заявил, что ставки продолжат снижаться по мере приближения инфляции к целевым уровням. В свою очередь, глава ФРС Джером Пауэлл полагает, что, учитывая сильные экономические показатели, смягчать ДКП нужно сдержанно. Согласно окончательной оценке, ВВП еврозоны за третий квартал в соответствии с консенсусом увеличился на 0,4% кв/кв, а в Германии — на 0,2% кв/кв.

**Макростатистика предстоящих недель.** До конца ноября будут опубликованы индекс делового климата Германии за ноябрь от Ifo (25 ноября); индекс потребительской уверенности за декабрь от GfK (27 ноября, консенсус: -16 пунктов, предыдущее значение: 18,3 пункта); предварительные данные инфляции за ноябрь (28 ноября; консенсус: 1,8%, предыдущее значение: 2%); статистика безработицы и потребительских продаж (30 ноября).

### Ожидания и стратегия

Как мы и предполагали, после коррекции с исторических максимумов DAX перешел к консолидации, даже несмотря на большое количество важных новостей. В ближайшие дни можно рассчитывать на умеренно позитивную динамику, но вряд ли бенчмарку удастся пройти выше 19 500 пунктов. Учитывая это, мы прогнозируем медленное формирование нисходящего треугольника с поддержкой на уровне 19 000 пунктов. В случае пробоя отметки 19 500 пунктов вероятно обновление максимумов.

Данияр Оразбаев,  
аналитик департамента  
финансового анализа  
Freedom Broker



Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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



### Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	01.11.24	15.11.24	
DAX Index	19 254,97	19 210,81	-0,2%
EVT GR Equity	7,11	10,30	45,0%
ENR GR Equity	38,19	46,77	22,5%
RHM GR Equity	476,10	575,40	20,9%
HEI GR Equity	102,20	118,05	15,5%
FME GR Equity	36,69	41,86	14,1%
DMP GR Equity	30,85	34,65	12,3%
TLX GR Equity	70,65	78,80	11,5%
CON GR Equity	56,92	63,38	11,3%
HAG GR Equity	31,26	34,46	10,2%
NDA GR Equity	71,95	78,15	8,6%
PUM GR Equity	42,75	46,19	8,0%
RWE GR Equity	29,78	32,03	7,6%
RDC GR Equity	141,70	151,60	7,0%

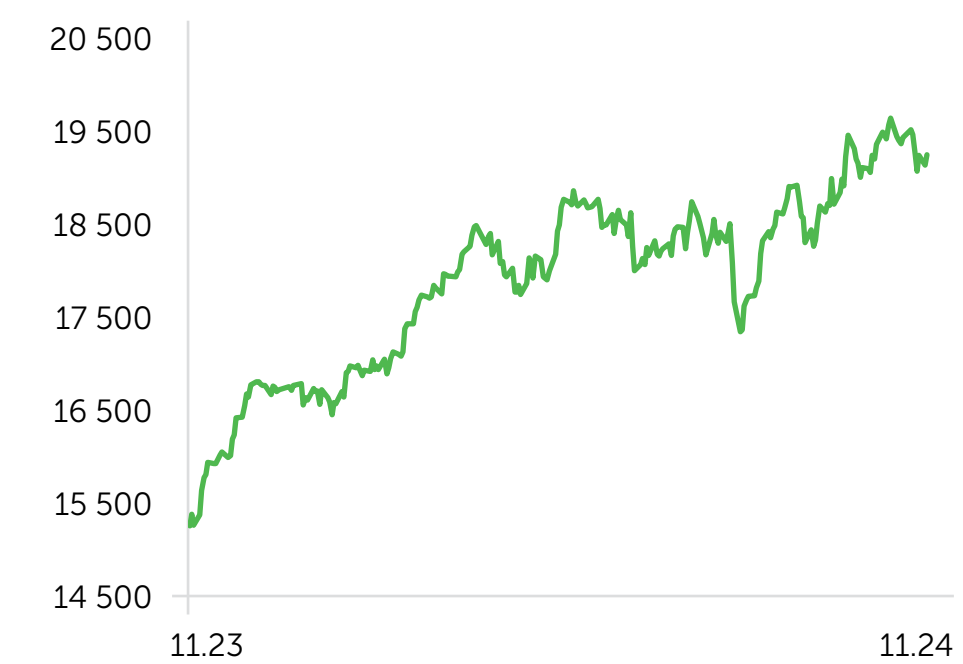
# Рынок Германии

## Важные новости

- **Еврокомиссия дала прогнозы ВВП еврозоны и Германии.** Согласно расчетам ведомства, базовый показатель экономики альянса по итогам 2024 года вырастет на 0,8%, а в ФРГ сократится на 0,1%. Гайденс на 2025-й и 2026 годы предполагает повышение ВВП Германии на 0,7% и 1,3%, что ниже средних ожидаемых показателей по еврозоне в целом.
- **Siemens Energy отчиталась за июль-сентябрь и улучшила прогнозы.** Согласно обновленным ориентирам, маржа прибыли в 2028 году составит 10–12%. Объем принятых заказов в третьем квартале достиг рекордных 123 млрд евро. Акции эмитента отреагировали на публикацию отчетности ростом на 19%.
- **Названа ориентировочная дата досрочных выборов в парламент Германии.** Вероятнее всего, голосование пройдет 23 февраля 2025 года. 16 декабря канцлер Олаф Шольц вынесет на обсуждение Бундестага вопрос о доверии своему нынешнему кабинету, после чего день выборов будет объявлен официально.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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





# Инвестиционная идея

## Puma. Возвращение легенды

Результаты за третий квартал позволяют с оптимизмом оценивать перспективы бизнеса Puma

### Причины для покупки:

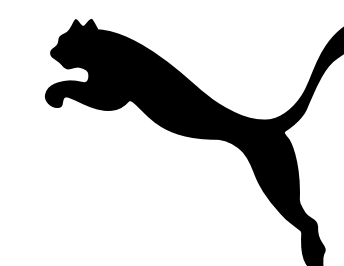
- **Ускорение роста продаж.** Менеджмент Puma заявил, что его цели на текущий год близки к достижению благодаря сильным результатам продаж за третий квартал, которые были обеспечены восстановлением бизнеса в США. Позитивная динамика доходов в Штатах позволила компенсировать их уменьшение в Китае и на Ближнем Востоке. Объемы реализации с поправкой на колебания валютных курсов у Puma с июля по сентябрь увеличились на 5% после 2,1% кварталом ранее. Гендиректор компании Арне Фройндт на посвященной публикации отчета пресс-конференции заверил инвестсообщество, что бизнес готов эффективно отреагировать на

потенциальное повышение пошлин на экспорт в США администрацией Дональда Трампа.

- **Рекомендации ведущих инвестдомов.** На данный момент акции PUM покрывает 25 инвестбанков, 14 из которых, в том числе BNP Paribas (таргет: 49 евро), M.M.Warburg (таргет: 85 евро), Stifel (таргет: 59 евро) и Deutsche Bank (таргет: 60 евро), дают рекомендацию «покупать, а 11 — «держат». Консенсус в отношении целевой цены составляет 51,15 евро.
- **Техническая картина.** На текущий момент акции PUM движутся в восходящем канале и тестируют сопротивление на отметке 47,5 евро. В случае ее пробоя возможен рост в диапазоне 52–53 евро.

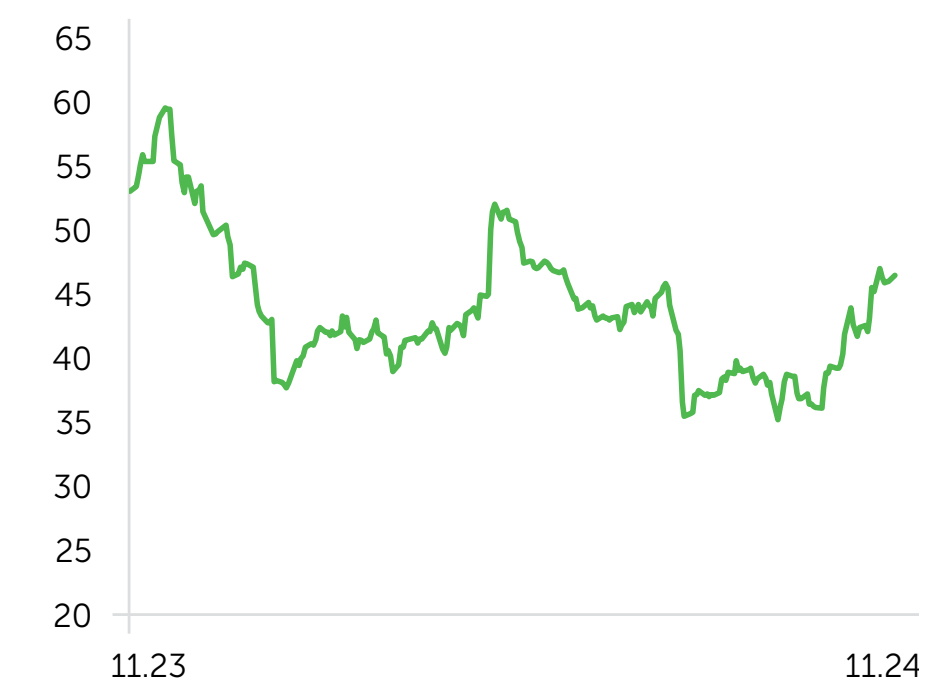


### Среднесрочная идея



Тикер на Xetra	PUM
Текущая цена	€46,61
Целевая цена	€53
Потенциал роста	13,7%

### Динамика акций PUM на Xetra



## Freedom Holding Corp. заработала более \$500 млн выручки

Freedom Holding Corp. (FRHC) отчитался за второй квартал 2025 фискального года, который для компании закончился 30 сентября 2024-го. Выручка холдинга составила \$580,9 млн. Ее рост на \$145,3 млн (+33%) был обусловлен следующими факторами:

- Доход от страхового андеррайтинга вырос с \$58 млн до \$160,3 млн (+177%) в основном за счет увеличения количества договоров по пенсионному аннуитету и страхованию от несчастных случаев.
- Чистая прибыль по торговым ценным бумагам повысилась с \$50,8 млн до \$68,3 млн (+35%) ввиду продажи суверенных облигаций Казахстана. Также была признана нереализованная чистая прибыль в размере \$65,9 млн, связанная с ростом стоимости позиций по ценным бумагам.
- Чистая прибыль по операциям с иностранной валютой достигла \$6,5 млн (+275%). Это в основном было обусловлено поступлениями от продажи и покупки иностранной валюты в размере \$16,9 млн, которые были частично компенсированы убытком от пересчета в размере \$10,4 млн. Свой вклад внесло и повышение общего объема операций Freedom Bank с иностранной валютой на 78% за два квартала.
- Комиссионный доход холдинга вырос на 8%, до \$121,1 млн, главным образом за счет оказанных брокерских услуг.

Расходы холдинга выросли на \$151,5 млн (+50%), что было обусловлено следующими факторами:

- Комиссионные расходы увеличились на \$59,2 млн (+187%), в первую очередь из-за повышения затрат на агентское вознаграждение в рамках бизнеса по страхованию жизни.
- Объем понесенных страховых возмещений за вычетом перестрахования увеличился на \$32,7 млн (+96%). Этот рост объясняется прежде всего расширением страховых операций в период между двумя кварталами.
- Расширение штата сотрудников в компаниях, входящих в холдинг, привело к тому, что заработная плата и премии за отчетный период повысились на \$26,2 млн (+66%).
- Общие и административные расходы, в том числе на благотворительные и спонсорские цели, увеличились на \$23,6 млн (+80%).

Чистая прибыль Freedom Holding Corp. составила \$114,5 млн. Прибыль на акцию холдинга, рассчитанная исходя из их базового средневзвешенного количества 59,4 млн штук, оказалась на отметке \$1,93. Прибыль на акцию холдинга, рассчитанная исходя из разводненного средневзвешенного количества долевых бумаг, равного 60,5 млн штук, закрепились на отметке \$1,89.

Активы холдинга выросли с \$8,302 млрд до \$8,816 млрд (+6,2%). Обязательства повысились с \$7,135 млрд до \$7,553 млрд (+5,9%).

Количество брокерских клиентских счетов холдинга по состоянию на 30 сентября 2024 года составило 555 тыс., став на 25 тыс. больше, чем кварталом ранее.

В рамках развития телекоммуникационного бизнеса Freedom Telecom Holding в сентябре завершил сделку по приобретению ТОО SilkNetCom. Данная компания специализируется на предоставлении провайдерских услуг, информационных технологиях и строительстве телекоммуникационных сетей. Сумма сделки составила \$23,9 млн.



# Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

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



Инвестиционный  
обзор №308

22 ноября 2024

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

## Аналитика и обучение

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

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

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

## Связи с общественностью

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

ПН-ПТ 09:00-21:00

(по времени г. Астана)

+7 7172 727 555

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

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

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

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

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