

# ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ НА 2025 ГОД

2022 2023 2024 2025 2026

**Фондовый рынок США**

## По дороге перемен

Реализация экономических инициатив Трампа, постепенное смягчение ДКП и благоприятный макрофон создают базу для расширения списка растущих акций

**Казахстан**

Рост со скоростным ограничением

**Германия**

Повестку задает внешний фон

**Узбекистан**

Проверка на прочность

# Содержание



Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2024 году .....	3
Рынок США в 2024 году. Индекс S&P 500.....	5
Ключевые события 2024 года. Большие надежды.....	6
Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2025 год. Проскочить на зеленый.....	8
Макроэкономические сценарии на 2025 год. Мяч на стороне оптимистов .....	12
Долговой рынок: итоги и перспективы. Все дело в правильном балансе .....	16
Инвестпортфель–2025. Паритет надежности и позитивных ожиданий.....	19
Лучшие акции. Топ-12 самых перспективных идей на 2025 год .....	23
Итоги рынка IPO 2024 года. Новая формула успеха .....	27
Перспективы рынка IPO в 2025 году. Пополнение в секторе ИТ .....	28
Рынок Казахстана в 2024 году. Индекс KASE.....	29
Рынок Казахстана. в 2024 году. KASE вошел в лигу чемпионов .....	30
Рынок Казахстана. в 2024 году. Движущие факторы рынка.....	31
Рынок Казахстана в 2025 году. Рост со скоростным ограничением .....	32
Рынок Казахстана в 2025 году. Топ-5 наиболее привлекательных акций на горизонте года .....	33
Рынок Узбекистана. в 2024 году. Проверка на прочность.....	34
Рынок Узбекистана в 2025 году. Итоги 2024 года.....	35
Рынок Узбекистана в 2025 году. Ожидания на 2025 год .....	37
Рынок Германии в 2024 году. Индекс DAX .....	38
Рынок Германии в 2024 году. Есть 20 000 пунктов!.....	39
Рынок Германии в 2024 году. Повестку задает внешний фон .....	41
Контакты .....	42

Инвестиционные  
перспективы  
2025 года  
24 декабря 2024  
[ffin.global](https://ffin.global)

# Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2024 году



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

## Freedom Holding продолжает поддерживать спасение Арала

На площадке шестого ежегодного международного форума «Digital Almaty 2024: Индустрия X – цифровая эволюция будущего» прошло торжественное подписание меморандума о сотрудничестве между исполнительной дирекцией Международного фонда спасения Арала в Республике Казахстан (МФСА) и Freedom Holding Corp. в целях содействия восстановлению экосистемы Аральского моря. Для Freedom Holding Corp. это партнерство является практической реализацией внедряемых ESG-принципов и принятых обязательств в качестве подписанта Глобального договора ООН.

**АО «Фридом Финанс» получило восемь наград KASE** 12 марта в Алматы состоялась ежегодная церемония награждения наиболее отличившихся членов Казахстанской фондовой биржи KASE по итогам 2023 года.

Компания АО «Фридом Финанс» отмечена в восьми номинациях из 15 объявленных:

- Андеррайтер года на рынке акций
- Андеррайтер года на рынке корпоративных облигаций.
- Лидер рынка акций
- Лидер рынка корпоративных облигаций
- Лидер рынка государственных ценных бумаг
- Маркетмейкер года на рынках акций, корпоративных облигаций и ГЦБ.

## Холдинг представил валюту Freedom

В Казахстане прошла презентация финансового инструмента, позволяющего стать прямым владельцем акций Freedom Holding Corp. (FRHC) за счет начисления кешбэка в виде биржевой ноты (ETN) с каждой операции по платежным картам Freedom Bank.

ETN – финансовый инструмент, зарегистрированный и выпущенный в соответствии с правом МФЦА, к которому применимы соответствующие налоговые льготы, торгуемый на бирже AIX. Стоимость валюты составляет 1/10 000 цены акции FRHC. С каждой транзакции с помощью любой из карт Freedom Bank пользователь получает кешбэк в виде новой валюты. При совершении покупок в компаниях Freedom Insurance, Freedom Life и Aviata кешбэк с операций составит до 16%. Курс инвестиционной валюты Freedom Holding Corp. вырос более чем на 60% с момента запуска в мае 2024 года.

## Freedom Finance Global вступила в международную ассоциацию рынков капитала

В соответствии с решением, принятым на заседании членского комитета International Capital Market Association (ICMA), компания Freedom Finance Global стала первым в Казахстане и Центральной Азии полноправным участником международной ассоциации. ICMA – крупнейшая международная саморегулируемая организация финансового рынка с полувековой историей, объединяющая участников долговых рынков из более чем 70 стран.

Данный шаг позволит Freedom Broker совершенствовать стандарты международной практики, внедрять передовой опыт, соответствующий текущим рыночным тенденциям.

## 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 индекса с участием холдинга вышел в октябре 2024 года.

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.

## Freedom Holding отметил пятилетие листинга на NASDAQ

15 октября 2019 года акции Freedom Holding Corp. начали торговаться на бирже NASDAQ в Нью-Йорке под тикером FRHC. Стартовая цена одной долевой бумаги при размещении составила \$14,42, а капитализация компании равнялась примерно \$790 млн. Исторический максимум на уровне \$102,4 был установлен 29 августа 2023 года, а капитализация холдинга на пике превышала \$6 млрд. С момента листинга доходность инвестиций в бумаги FHRC составила около 610%.

Акции FRHC держат в своих портфелях такие гиганты инвестбизнеса, как BlackRock, Vanguard, UBS, State Street, Swiss National Bank, Fidelity, J.P.Morgan. Аудитором холдинга является Deloitte.

## Приложение Tradernet.Global сменило название на Freedom Broker

Мобильная торговая платформа Tradernet.Global теперь называется Freedom Broker. Новое название

# Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2024 году



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

отражает единство продуктов экосистемы холдинга. Наша цель — предоставить клиентам максимально удобный и эффективный инструмент для управления инвестициями, поэтому изменение названия не затронет клиентские счета. В приложении Freedom Broker сохранены функционал, дизайн и широкие возможности для торговли на мировых фондовых биржах. Оно доступно для скачивания в App Store, Google Play и Huawei App Gallery. Для входа в новое приложение нужно вводить те же учетные данные, что и в Tradernet.Global.

## Выручка Freedom Holding Corp. за II квартал 2025 ФГ приблизилась к \$600 млн

За период с 1 июля по 30 сентября 2024-го, который у холдинга соответствует II кварталу финансового 2025 года, его выручка повысилась на 33% г/г, достигнув \$580,9 млн. Чистая прибыль составила \$114,5 млн, прибыль на акцию оказалась равна \$1,93. Активы холдинга выросли на 65 г/г, до \$8,8 млрд. Доходы банковского сегмента составили \$201,5 млн, клиентская база Freedom Bank Kazakhstan расширилась до 1,2 млн. Число клиентских счетов брокерского дивизиона увеличилось до 555 тыс., а его доход достиг \$174,8 млн. Комиссионный доход холдинга вырос на 8%, до \$121,1 млн, главным образом за счет оказанных брокерских услуг. Выручка страхового бизнеса (Freedom Life и Freedom Insurance) выросла на 121%, до \$178,2 млн, а количество клиентов достигло 846 тыс. (+58%). Доходы прочих сегментов бизнеса холдинга повысились на 56% г/г, до \$26,4 млн.

## Холдинг раскрывает индексы PMI для казахскоязычной аудитории

С декабря 2024 года индексы деловой активности (PMI) от Freedom Holding Corp. для обрабатывающей промышленности и сферы услуг Казахстана начали выходить на государственном языке. Таким образом, предприниматели, менеджеры и аналитики, предпочитающие коммуникации на казахском получили новый инструмент для оценки ситуации на рынке, который будет полезен им в практической деятельности. В результате совместной работы сторон, впервые на казахстанском рынке индексы PMI в декабре были опубликованы на государственном языке.

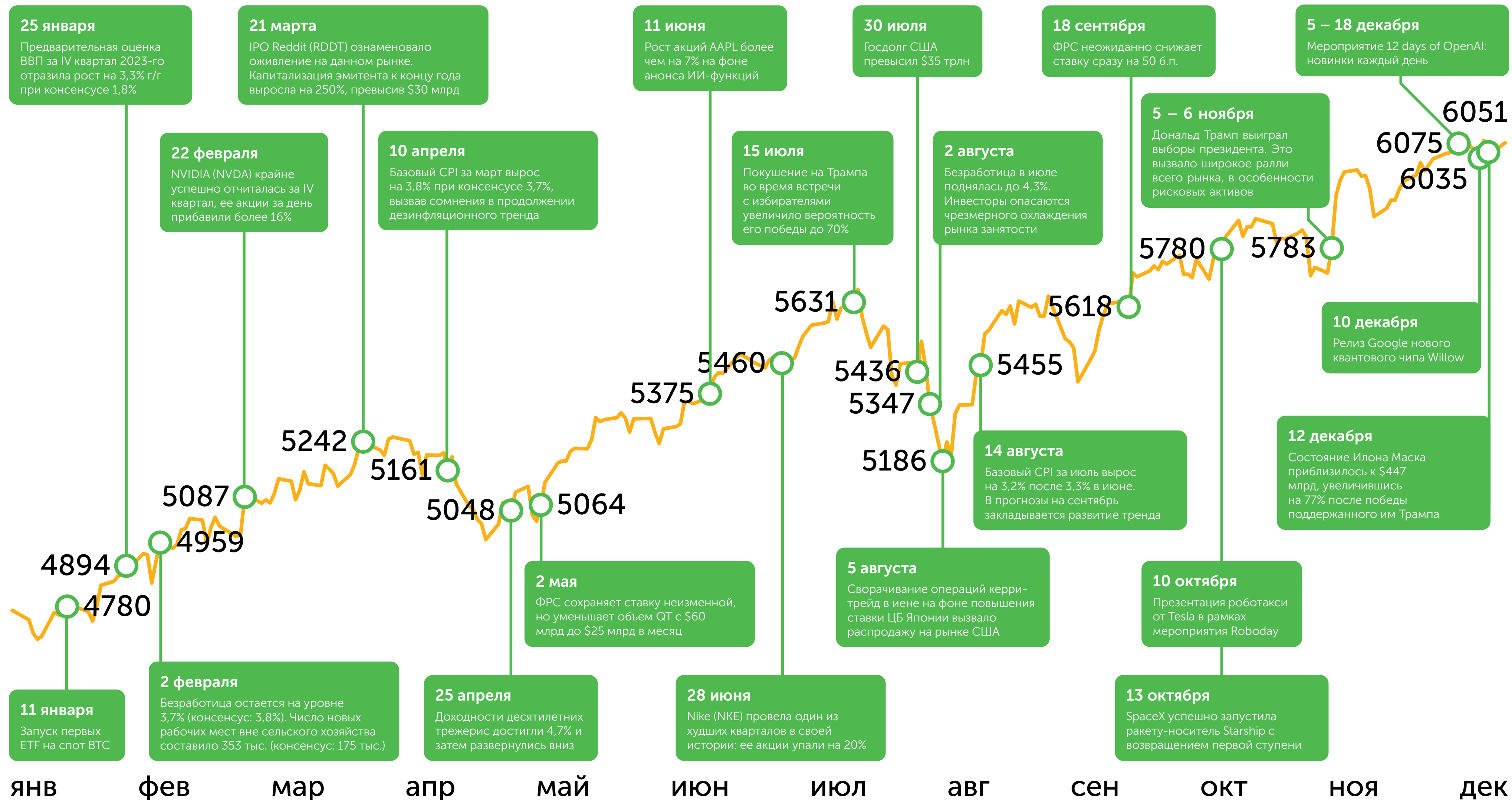
## S&P Global повысило рейтинги «дочек» Freedom Holding

Международное агентство S&P Global Ratings повысило долгосрочные кредитные рейтинги АО «Фридом Финанс», Freedom Finance Global PLC, Freedom Finance Europe Ltd и АО «Фридом Банк Казахстан» с «В» до «В+» и подтвердило их краткосрочные кредитные рейтинги на уровне «В». По национальной шкале рейтинги АО «Фридом Финанс» и АО «Фридом Банк Казахстан» повышены с «kzBBB-» до «kzBBB». Рейтинг Freedom Holding Corp. подтвержден на уровне «В-».



# Рынок США в 2024 году (индекс S&P 500)

## Важные новости в одной инфографике



# Ключевые события 2024 года

## Большие надежды

**С начала 2024 года по 13 декабря включительно S&P 500 вырос на 27,6% и закрепился выше психологически значимой отметки 6000 пунктов.** Динамика бенчмарка в течение года сопровождалась как импульсными скачками, так и локальными откатами.

Текущий год индекс широкого рынка начал в миноре — инвесторы переводили позиции из технологических компаний, а также из инструментов, активно дорожавших в конце 2023-го. Локальное давление на котировки оказали опасения, связанные с тем, что ожидания по смягчению ДКП США могут быть чрезмерно оптимистичными. Тональность протокола декабрьского заседания ФРС и выступления представителей ее руководства были умеренно «ястребиными» и сводились к тому, что регулятору нужны время и данные для максимально четкого понимания инфляционных трендов. До последней сессии января рынок двигался вверх на фоне сильных макроданных, которые поддерживали вероятность реализации сценария «экономики Златовласки». Ужесточение риторики Федрезерва по итогам январского заседания привело к локальной просадке, но «бычий» тренд остался в силе. В течение февраля рынок продолжил уверенно двигаться вверх. Данные инфляции за январь, превысившие консенсус, оказали краткосрочный эффект на настроения. Продолжению покупок способствовал позитивный сезон отчетности. Квартальные результаты NVIDIA (NVDA) стали одним из наиболее значимых событий для рынка в феврале. Это стимулировало FOMO-эффект (боязнь упущенной выгоды) в технологическом секторе, а сам отчет подтолкнул развитие ИИ-нарратива. Стремительный

рост сегмента дата-центров компании и расширяющиеся производственные мощности TSMC (контрактного производителя чипов NVIDIA) придали более широкий позитивный импульс котировкам чипмейкеров. Несмотря на нервозность инвесторов относительно ралли в технологическом секторе, позитивные комментарии главы ФРС вкупе с признаками охлаждения рынка труда поддержали покупательский настрой в марте. После скачка котировок в течение первого квартала в начале второго котировки практически всех секторов оказались под давлением. Ключевыми драйверами снижения стали спрос на фиксацию прибылей в условиях очень сильного начала года, а также смещение ожиданий относительно старта цикла смягчения ДКП на фоне данных инфляции, которые систематически оказывались выше прогнозов. Последний фактор оказывал повышательное давление на ориентир по ставке ФРС в декабре и выступал поддержкой доходностям гособлигаций США. В апреле на рынки вернулся нарратив higher for longer, предполагающий, что ставки ФРС будут долго оставаться на текущих уровнях. Но уже в мае Джером Пауэлл поддержал «быков», заявив, что сценарий дополнительного повышения ставок не рассматривается. Вкупе со сокращением объема QT до \$25 млрд это убедило биржевых игроков, что ФРС скорее нацелена на смягчение монетарной политики, чем на ужесточение. В конце весны обсуждалась необходимость значительно расширить сеть дата-центров и, соответственно, стабильно генерирующих электроэнергию мощностей. На этом фоне котировки ETF XLU, отслеживающего компании коммунального сектора, за май прибавили около 9,2%.

Важным триггером для восстановительного импульса в мае – июне стал ряд макроданных, которые, с одной стороны, указали на по-прежнему высокую деловую активность (за вычетом волатильных компонентов, ВВП в первом квартале вырос на 2,8%), а с другой — сигнализировали о нормализации ситуации на рынке труда: число открытых вакансий сокращалось, рост зарплат замедлился, выступая фактором сдерживания инфляции. Это позволило участникам рынка прийти к выводу, что начало смягчения денежно-кредитной политики в США остается лишь вопросом времени. В третьем квартале S&P 500 демонстрировал повышенную волатильность под влиянием нескольких факторов риска. В частности, турбулентности способствовала ситуация вокруг предвыборной кампании. Напомним, что 15 июня во время выступления республиканского кандидата в президенты Дональда Трампа в Пенсильвании на него было совершено покушение. К счастью, серьезно политик не пострадал, а его рейтинг после этого происшествия только улучшился, не оставив шансов его оппоненту Джо Байдену. Также в течение рассматриваемого периода прошли распродажи, обусловленные опасениями излишней слабости данных рынка труда) и резким сокращением операций керри-трейд в иене. Тем не менее S&P 500 завершил третий квартал ростом. Резкую коррекцию на рынке в начале августа вызвало именно схлопывание операций керри-трейд, что было подогрето высоким леввериджем этих и смежных сделок в американском технологическом секторе, однако из-за относительно небольших объемов этих операций рынок быстро компенсировал потери, продемонстрировав импульсный отскок.

**Игорь Ключнев,**  
советник департамента развития  
и международного сотрудничества  
Freedom Finance Global



**Инвестиционные  
перспективы  
2025 года**

24 декабря 2024

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



# Ключевые события 2024 года

## Большие надежды



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

Поддержку «быкам» оказывали расширение ралли, ротация активов, ожидания разворота ДКП, неплохие итоги отчетности за второй квартал. Инвесторы в течение длительного периода времени отыгрывали итоги сентябрьского заседания ФРС, на котором ключевую ставку снизили сразу на 50 б.п. Инвестсообщество стремилось понять, является ли это решение отражением слабости экономики или следствием победы над инфляцией. Опубликованные протоколы сентябрьского заседания регулятора показали, что, несмотря на расхождения в позициях между голосующими членами, большинство высказалось за снижение ставки именно на 50 б.п., что косвенно указывает на сравнительно высокую степень уверенности совета управляющих в состоянии экономики и траектории инфляции.

В четвертом квартале ралли на рынке расширилось: ускорился рост котировок во всех секторах, кроме ИТ, более уверенную позитивную динамику демонстрировали индексы эмитентов малой и средней капитализации). В то же время сохранялся повышенный вклад в общее развитие трендов со стороны крупнейших по капитализации компаний. Кроме того, динамика нормализовалась по сравнению с предыдущими кварталами, когда существенное искажение обеспечивали движения котировок лишь одной NVIDIA (NVDA), за счет которой было получено 22,3% и 22,5% прироста капитализации индекса с начала года и с начала четвертого квартала (по состоянию на 29 ноября) соответственно. Одним из позитивных драйверов стали данные ВВП за июль – сентябрь, по уточненной оценке, зафиксировавшие повышение показателя на 2,8% г/г. Рост спроса населения на товары продолжил усили-

ваться второй квартал подряд, показатель в отношении продукции длительного пользования увеличился максимальными с марта 2023 года темпами, что указывает на готовность потребителей к циклическим/импульсным покупкам.

На ноябрьском заседании ФРС ставка в соответствии с консенсусом и прогнозами Freedom Broker была снижена на 25 б.п. — до 4,5–4,75%. Джером Пауэлл подтвердил развитие ранее обозначенных тенденций, включая сохранение тренда на дезинфляцию. По итогам заседания 17–18 декабря ставка также была снижена на 25 б.п. и закреплена в пределах 4,25–4,5%. Победа Дональда Трампа на президентских выборах не стала для инвестсообщества таким же шоком, как приход этого кандидата в Белый дом в 2016-м. S&P 500 по итогам торгов 6 ноября, после завершения голосования, поднялся на 2,5%, показав второй лучший дневной результат с 30 ноября 2022-го. Обычно фондовый рынок растет в преддверии выборов с небольшой коррекцией сразу после их завершения. Нечастые периоды снижения перед днем голосования обычно приводили к последующему отскоку рынка, что мы могли наблюдать и в этот раз. Наиболее выраженную динамику демонстрировали сектора, которые, по мнению инвестсообщества, станут главными бенефициарами или проигравшими от реализации предложений Трампа. Уверенным ростом отметились производители товаров длительного пользования, финансовый сектор, отдельные направления сектора энергетики, а также компании средней и малой капитализации, так как ожидаемая стимулирующая фискальная политика (подробнее об этом читайте в разделе прогнозов) более

значима для проциклических ниш. Малые и средние компании могут выиграть от протекционистских действий Трампа, в частности повышения ввозных пошлин. В то же время эти меры могут спровоцировать новый виток ускорения инфляции, что повлечет за собой повышение процентных ставок. Негативными будут и потенциальные последствия ужесточения миграционной политики.



# Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2025 год Проскочить на зеленый

Тимур Турлов,  
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

	Оптимистичный сценарий	Базовый сценарий	Пессимистичный сценарий
S&P 500 EPS (2024 год)	239,1	238,5	238,2
Изменение EPS (2024 год)	10%	9,72%	9,6%
S&P 500 EPS (2025 год)	277,6	269,0	265,1
Изменение EPS (2025 год)	16,1%	12,8%	11,3%
S&P 500 EPS (2026 год)	318,4	299,4	291,6
Изменение EPS (2026 год)	14,7%	11,3%	10%
S&P 500 P/E NTM (2025 год)	22,8	21,8	21,3
Вероятность	40%	50%	10%
<b>Допущения</b>	<p>Оптимистический сценарий базируется на предположении о более сильном и продолжительном буме потребительского спроса с сохранением сильных трендов в части производительности труда, а также учитывает импульс, связанного с принятием фискальных инициатив Трампа. Эффект от их реализации может ускорить рост ВВП США до 2,4% и 2,6% в 2025-м и 2026-м соответственно. Частью сценария является также более интенсивное повышение маржинальности (близок к консенсус-прогнозу FactSet), которое поддержит рост EPS на уровне 16% в 2025 году. Отсутствие смены нарратива в части дезинфляции позволит ФРС продолжить снижение ставок, что вкуче с увеличением маржи обеспечит коэффициент P/E NTM на уровне 22,8</p>	<p>Экономическая активность в США остается высокой, но в перспективе ближайших кварталов ее рост нормализуется до 2–2,2%. Поддержку позитивной динамике оказывают смягчение ДКП, повышение производительности труда, уменьшение инфляционного давления, что стимулирует рост расходов населения. Небольшое повышение безработицы обусловлено сохраняющимся ростом предложения при отстающем спросе на труд, но не за счет увеличения числа увольнений. Стабильный макрофон сохраняет положительный импульс маржинальности, что обеспечивает повышение EPS на 12,8%. Устойчивый рост маржи будет способствовать стабилизации мультипликатора P/E (NTM) на отметке 21,8.</p>	<p>Основными компонентами сценария являются ограниченная имплементация фискальных стимулов, повышение тарифов и, как следствие, ускорение инфляции, что оказывает давление на потребление и экономическую активность. Мы не ожидаем негативной динамики ВВП ни в одном квартале в перспективе до конца 2025 года, хотя прогнозируем к его завершению постепенное замедление роста ВВП до 1,3%. Несмотря на это, восстановительный импульс в отдельных секторах поддерживает маржу, что оказывает положительное влияние на динамику EPS (+11%). Отсутствие фактических рецессионных сигналов вкуче с сохранением положительных трендов по марже поддерживает мультипликатор P/E (NTM) на уровне 21,3.</p>



S&P 500 на конец 2025 год (взвешенное значение) 6760

S&P 600 (Small Cap) на конец 2025 год (взвешенное значение) 1780



# Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2025 год

## Проскочить на зеленый

### Выводы

**Экономический импульс сохраняется.** В целом экономика США продолжает развиваться и не демонстрирует заметного охлаждения. Ситуация на рынке труда выглядит устойчивой. Правило Сам (Sahm Rule) не сработало: безработица вновь снижается, а рост количества новых рабочих мест демонстрирует признаки стабилизации. Данные ВВП за III квартал 2024 года продемонстрировали усиление спроса со стороны населения на товары длительного пользования, что указывает на устойчивость экономической активности.

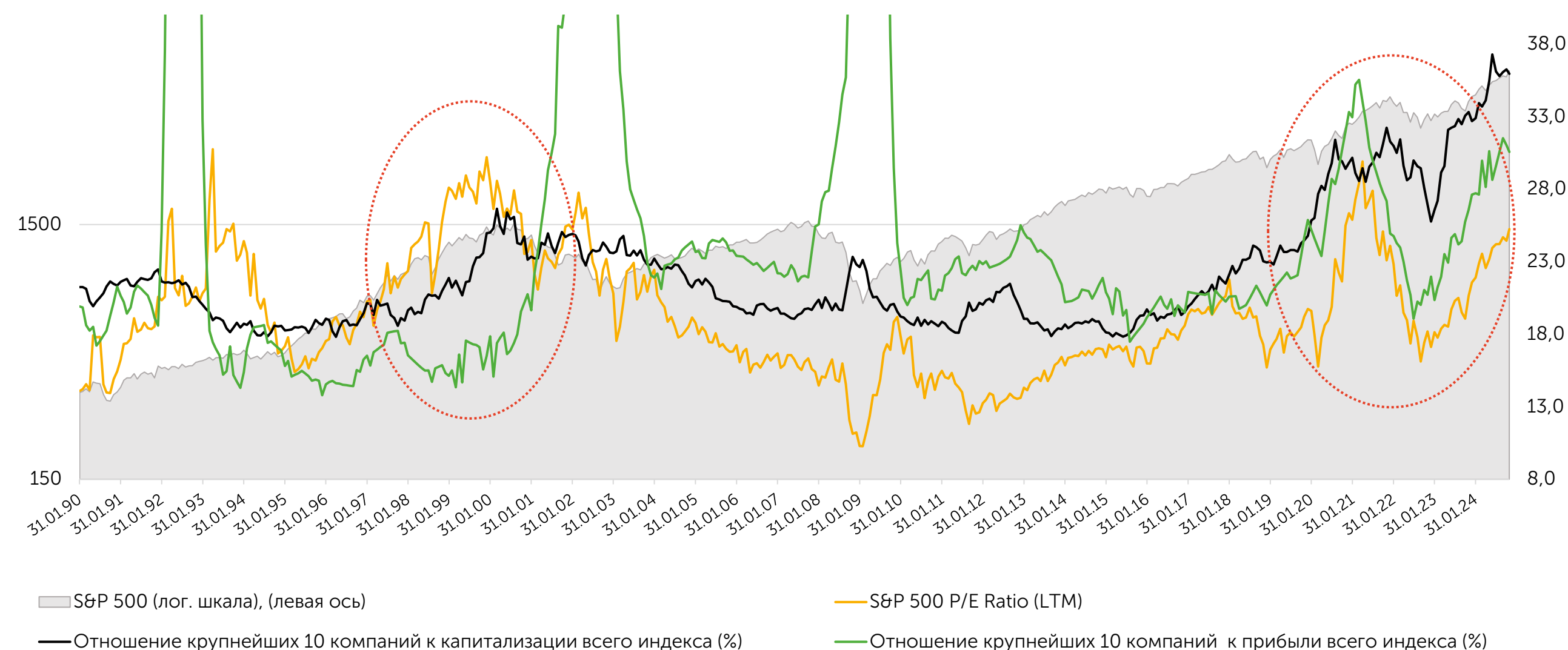
**Макропрогнозы и ставка ФРС.** В рамках базового сценария мы ориентируемся на умеренно позитивный эффект от инициатив Трампа, включая ограниченную реализацию фискальных стимулов вкупе с частичным повышением тарифов, что окажет некоторое положительное влияние на экономическую активность в целом в течение 2025–2026 годов, но не приведет к заметному ускорению инфляции. Это обеспечит продолжение дезинфляции и устойчивость экономики, что в целом положительно для фондовых рынков. Сохранение дезинфляционных трендов позволит ФРС продолжить планомерное снижение ставок, что конкретизирует ориентир их нейтрального уровня и будет ограничивать риски давления на sentiment инвесторов в условиях повышения оценочных мультипликаторов. Полагаем, что по итогам 2025 года ФРС опустит ставку на 100 б.п. (за четыре подхода по 25

б.п.). Эти действия, вероятно, положительно скажутся на настроениях биржевых игроков.

Мы не считаем повышенную концентрацию рынка (относительно уровней прошлого десятилетия) риском в перспективе ближайших 8–12 кварталов. В то же время этот фактор может оказывать давление на динамику индекса в среднесрочной перспективе. При этом на фоне существенного роста мультипликатора P/E по ИТ-сектору вкупе с расширением его доли в S&P 500

(при сравнительно запаздывающей динамике прибыли) мы полагаем, что индекс будет проявлять чувствительность к рискам изменения ориентиров в отношении нейтральной ставки. Кроме того, повышенная концентрация в ИТ-секторе усиливает для него самого рыночные и операционные риски.

### Отношение десяти крупнейших компаний к капитализации и прибыли всего индекса S&P 500



Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



# Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2025 год

## Проскочить на зеленый

**Риски.** В числе ключевых рисков на 2025 год мы выделяем переоценку прогнозов инфляции и ставок ФРС, а также ориентиров в отношении их нейтральных уровней, особенно с учетом того, что в уходящем году рынок проявлял высокую толерантность к таймингу и параметрам смягчения монетарных условий. Пересмотр прогнозов в отношении дальнейших действий регулятора может транслироваться в ухудшение сентимента относительно оценок ИТ-сектора и рынка в целом. Мы не считаем десятилетнее среднее значение P/E (NTM) справедливым среднесрочным уровнем в условиях устойчивого повышения маржинальности рынка и наблюдаемых трендов по нейтральной ставке. На наш взгляд, возврат P/E (NTM) к средним за десять лет значениям возможен при экономическом спаде или близком к рецессии ослаблении деловой активности с последующим восстановлением значений P/E (NTM). В результате обновления моделей оценки с усилением фокуса на тренды маржинальности мы определяем взвешенный справедливый уровень P/E (NTM) по индексу S&P 500 как 22,2

**S&P 500 P/E (NTM) vs динамика маржи чистой прибыли**



Источник: FactSet, анализ Freedom Broker

**EPS.** Повышение маржинальности является одним из ключевых факторов ожидаемого ускорения роста EPS. На текущий момент мы не видим серьезных рисков для маржинальности, так как ряд секторов (здравоохранение, энергетика, сырье), вероятно, будут демонстрировать восстановление на фоне эффекта базы, а проциклические сектора финансов и промышленности могут получить дополнительную поддержку в

результате принятия инициатив Трампа. Также не просматривается значимых препятствий относительно прироста маржи и прибыли ИТ-сектора в следующем году (ожидания на 2026 год могут серьезно меняться ввиду высокой неопределенности относительно отдачи инвестиций и темпов монетизации генеративного ИИ). В рамках агрессивного сценария мы также закладываем дополнительный положительный эффект на динамику EPS на уровне 3 и 4 п.п. соответственно в 2025–2026 годах. Таким образом, взвешенный ожидаемый прирост EPS за 2025-й составляет 12,5–13,5%.

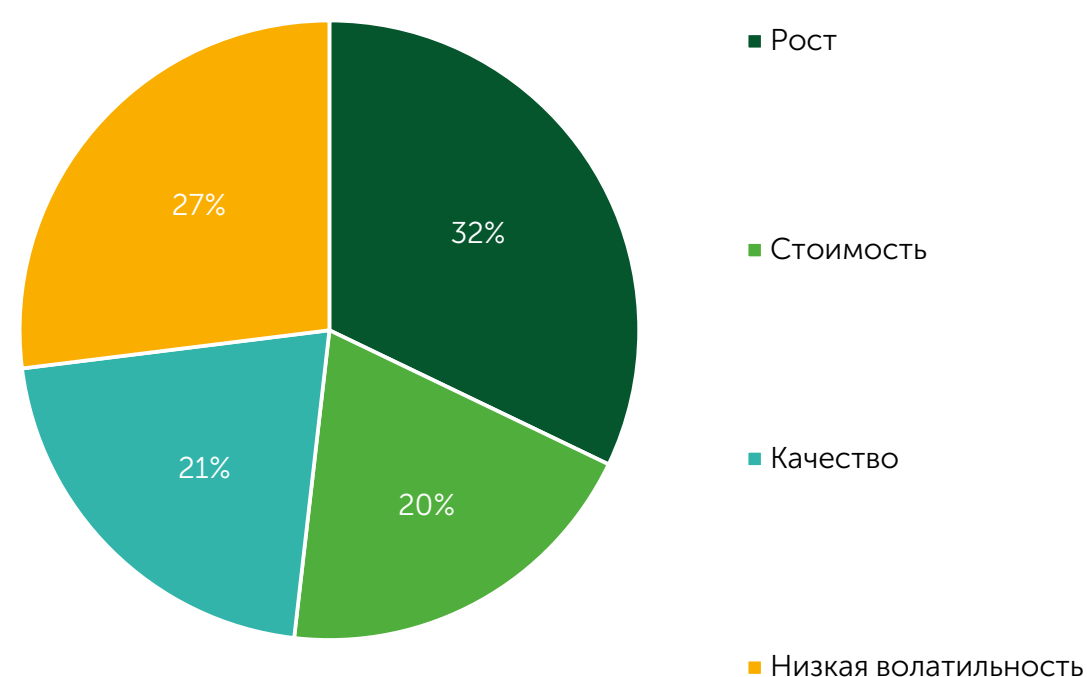
**Структура активов модельного портфеля акций.** Рассчитываем, что ротация из технологических ниш, а также из наиболее перегретых бумаг эмитентов «великолепной семерки» в другие активы может продолжиться на фоне улучшения макроэкономических ожиданий и ориентиров в отношении реализации инициатив Трампа. Фискальное стимулирование, вероятно, окажет поддержку проциклическим секторам. Мы расширяем экспозицию на акции малых и средних компаний США и при этом допускаем, что импульс интереса может быть ограничен несколькими кварталами 2025 года по мере ускорения роста прибылей. Структурно и малые, и средние компании существенно отстают от крупных по динамике маржинальности, что может ограничивать интерес в среднесрочной перспективе. В ИТ- и коммуникационном секторах сохраняем фокус на отдельные бигкапы, но продолжаем расширять список за счет менее перегретых эмитентов.



# Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2025 год

## Проскочить на зеленый

### Структура портфеля акций США по инвестиционным факторам



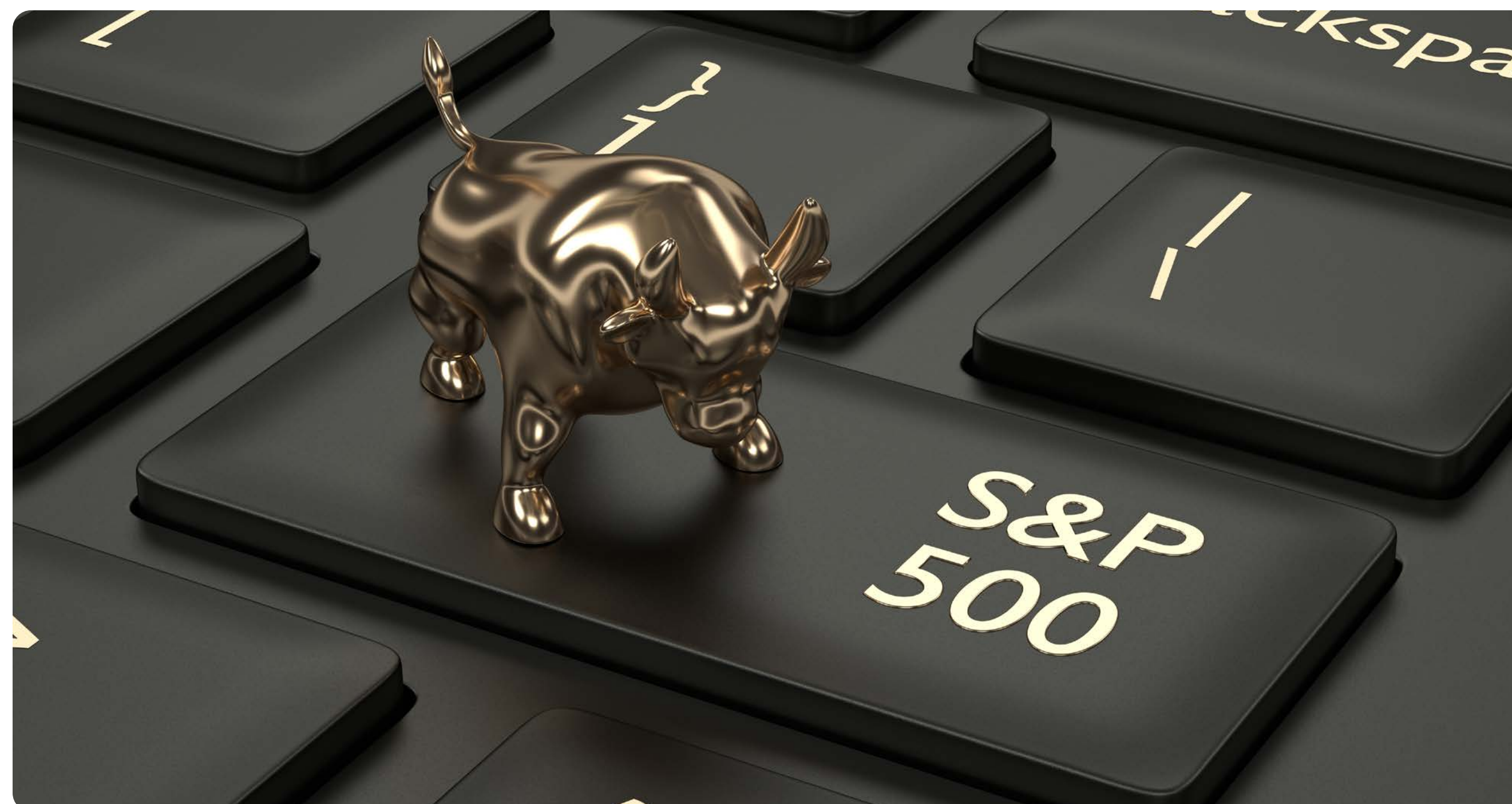
Источник: FactSet, анализ Freedom Broker

**Ожидания на I квартал 2025 года.** В декабре текущего года складывается двоякая ситуация. С одной стороны, сезонные паттерны в целом способствуют инвестициям (декабрь и январь статистически одни из самых «бычьих» месяцев в году), индикаторы ширины рынка не указывают на перегрев, а Put/Call ratio по индексу S&P 500 подошел к минимумам 2023-го, указывая на потенциал продолжения ралли. С другой стороны, индекс второй год подряд растет двузначными темпами, а последняя заметная коррекция наблюдалась в середине 2024 года, при этом котировки ряда круп-

ных компаний активно двигались вверх с начала IV квартала, что в том числе подтолкнуло оценки рынка вверх, Трамп-ралли выдыхается, что вкупе с ожидаемым обсуждением потолка госдолга в конце 2024-го — начале 2025-го, а также потенциальным пересмо-

тром тарифов может подтолкнуть индекс к коррекции в перспективе ближайших месяцев. Общее выю на квартал «нейтральное».

**Взвешенный целевой уровень по индексу S&P 500 на конец 2025 года — 6759 пунктов.**



# Макроэкономические сценарии на 2025 год

## Мяч на стороне оптимистов



Вадим Меркулов,  
директор аналитического департамента  
Freedom Finance Global



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

### Параметры базового прогноза

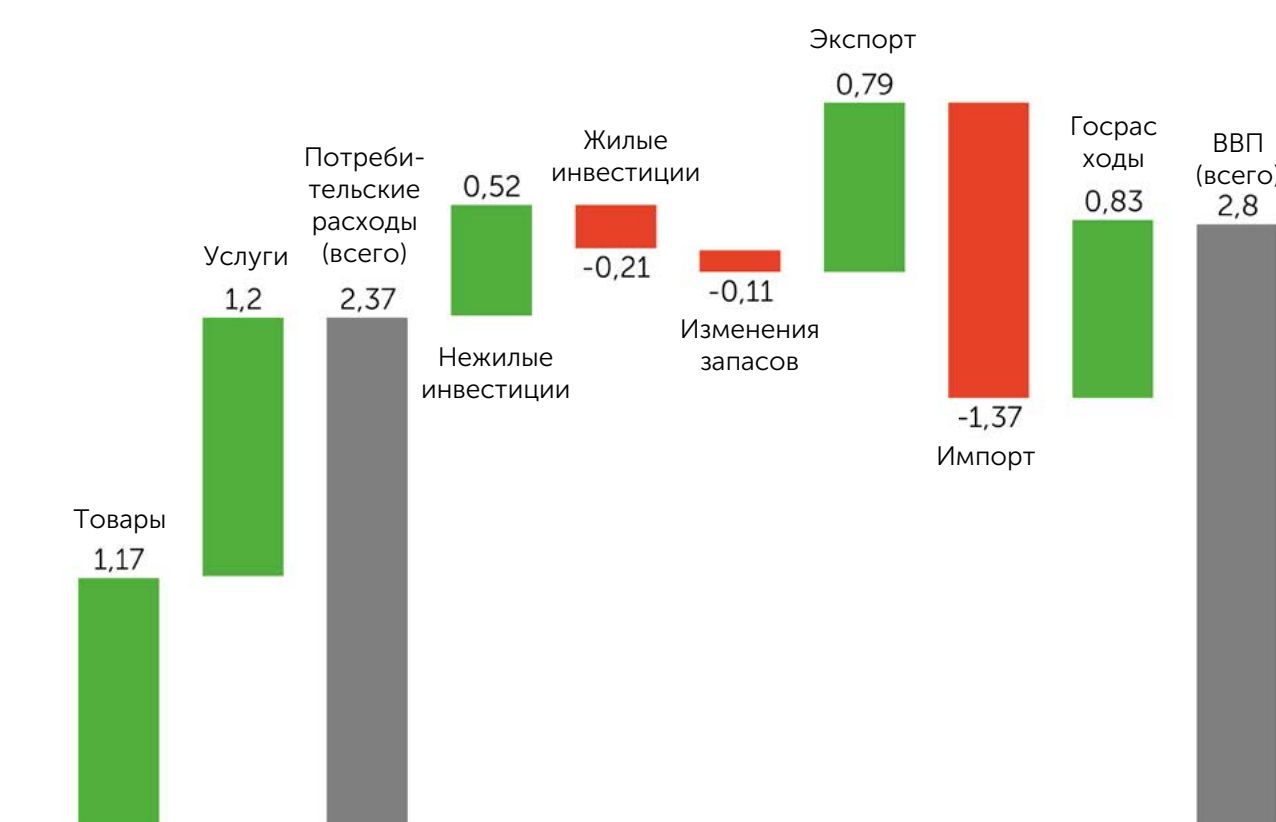
Базовый сценарий:	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	2024	2025
Рост реального ВВП, %	3,0	2,8	2,0	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2	2,4	2,1
Базовый PCE, % (г/г)	2,6	2,7	2,8	2,5	2,5	2,4	2,4	2,4	2,8	2,4
Уровень безработицы, %	4,1	4,1	4,3	4,4	4,5	4,6	4,6	4,5	4,3	4,6
Темп роста средней почасовой з/п, %	3,8	3,9	3,8	3,6	3,5	3,4	3,3	3,3	3,8	3,3
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,50	5,00	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75	4,50	3,75
Доходность 10-летних UST	4,40	3,80	4,20	3,90	4,00	4,10	4,25	4,30	4,25	4,20

ФРС: снижение 18.12.2024 на 25 бп, затем три снижения в 2025

Сильный потребительский спрос был драйвером экономического роста в III–IV кварталах 2024 года. С июля по сентябрь расходы потребителей на товары длительного пользования увеличились на 7,6%, на повседневные товары — на 4,5%, на услуги — на 2,6% (все значения квартал к кварталу в процентах годовых в постоянных ценах). Суммарно вклад потребительских расходов в итоговый рост реального ВВП США вплотную приблизился к 86%: 2,4% из 2,8%. Инвестиционный компонент ВВП (GDPDI) увеличился лишь на 1,1%, повышение объема инвестиций в оборудование на 10,6% было нивелировано его сокращением на 4,7% и 5% в создание инфраструктуры и жилищное строительство, вложения в продукты интеллектуальной собственности выросли только на 2,5%. С учетом изменения запасов суммарный вклад инвестиционного компонента в рост реального ВВП составил незначительные 0,2%. С июля по сентябрь активно увеличивались объемы внешней торговли: импорт повысился на 10,2%, экспорт — на

7,5%. В результате чистый экспорт (разница между экспортом и импортом) дал суммарный отрицательный вклад в рост ВВП на уровне 0,58%. Непредвиденное повышение государственных расходов за квартал составило 5% г/г, главным образом ввиду увеличения федеральных расходов на оборону на \$28 млрд. Это обеспечило вклад госрасходов в рост реального ВВП в размере 0,83%, что с избытком компенсировало отрицательный эффект чистого экспорта (**График 1**). Рост ВВП с учетом корректировки на эту непредвиденную составляющую госрасходов составил лишь 2,3% годовых. Эту динамику можно считать умеренной, она находит подтверждение в моделях на основе ежемесячных показателей и, по всей видимости, в нынешних условиях может быть принята за центральную тенденцию. На IV квартал 2024 года наша nowcast-модель на основе ежемесячных показателей на данный момент прогнозирует увеличение ВВП на 2% годовых.

График 1. Вклад отдельных составляющих в темпы роста ВВП США в III квартале 2024 года



Источник: BEA



# Макроэкономические сценарии на 2025 год

## Мяч на стороне оптимистов

Основной причиной наблюдаемой динамики потребительского спроса стало повышение зарплат и других личных доходов (трансферты, поступления от капитала), несмотря на рост безработицы. В основе этого локального цикла (бума) лежит рост производительности экономики, что позволяет ей оставаться сильной, несмотря на сдерживающую политику ФРС. Также этот бум имеет инерцию, которая, по нашим оценкам, сохранится в первом полугодии будущего года, хотя и справедливо ожидать постепенного замедления. В 2025-м мы прогнозируем увеличение потребительских расходов на 2,4%. Дополнительную поддержку тренду окажет повышение объемов потребительского кредитования по мере снижения ключевой ставки ФРС.

Вместе с тем стоит отметить окончательно проявившийся в III квартале 2024 года локальный цикл снижения объема инвестиций (GPI). Рост финансирования строительства нежилых недвижимости в 2024 году мы оцениваем в среднем в минимальные с 2020 года 3,8%. Вложения в жилищное строительство, по нашим прогнозам, увеличатся на весьма скромные 2%. Тенденцию к замедлению роста демонстрируют также инвестиции в продукты интеллектуальной собственности. По нашему прогнозу, за текущий год они увеличатся на минимальные с 2010 года 3,2%, финансирование развития инфраструктуры вырастет всего на 1%, в то время как вложения в оборудование повысятся более чем вдвое — с прошлогодних 3,2% до 6,5%. Инвестиционные циклы хорошо прослеживаются через корреляцию финансирования нежилого строительства и ISM Manufacturing (**График 2**). Мы

полагаем, что снижение ставки ФРС будет важным стимулом для ускорения роста инвестиций, поэтому ожидаем в 2025 году повышения объема валовых внутренних инвестиций (GPI) до 4,4%.

**График 2. Циклы в динамике инвестиций в нежилое строительство и в ISM Manufacturing**



Источник: Bloomberg

Импорт в 2025 году продолжит расти быстрее, чем экспорт, что станет одним из последствий активного усиления потребительского спроса в США в условиях свободной торговли при более медленном развитии экономики их ключевых партнеров (еврозоны, Японии, Канады и Мексики). Свой вклад в эту динамику вносит ослабление спроса на импорт со стороны Китая. Кроме того, важной причиной этого процесса является сильный доллар из-за значительного притока инвестиций в США. Учитывая это, в 2024 году мы прогнозируем увеличение импорта в США на 8%, а в 2025-м — на 6%. Экспорт, по нашим расчетам, в текущем году вырастет лишь на 3,9%, а в следующем — на 3%.

Наш базовый сценарий предполагает увеличение реального ВВП США в 2025 году на 2,1% (**График 3**). Снижение ставки ФРС должно ускорить и поддержать инвестиционные расходы, в то время как бум потребительского спроса будет постепенно сходить на нет.

Оптимистический сценарий связан с более сильным и продолжительным бумом потребительского спроса, что вполне возможно. В этом случае рост ВВП в 2025 году может составить 2,4%. Это будет обеспечено и положительным эффектом денежно-кредитных стимулов от ФРС для потребкредитования, и более активным повышением инвестиционных расходов. Также в этом случае безработица должна подняться лишь до 4,3%. Реализация этого сценария в настоящее время выглядит также достаточно вероятной, по крайней мере шансы на это выше, чем риски развития событий по пессимистическому сценарию.



# Макроэкономические сценарии на 2025 год

## Мяч на стороне оптимистов

Оптимистичный сценарий	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	2024	2025
Рост реального ВВП, %	3,0	2,8	2,4	2,4	2,4	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4
Базовый PCE, % (г/г)	2,6	2,7	2,9	2,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,9	2,6
Уровень безработицы, %	4,1	4,1	4,2	4,3	4,3	4,2	4,2	4,1	4,2	4,2
Темп роста средней почасовой з/п, %	3,8	3,9	3,8	3,7	3,6	3,5	3,4	3,4	3,8	3,4
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,50	5,00	4,75	4,50	4,25	4,25	4,00	4,00	4,75	4,00
Доходность 10-летних UST	4,40	3,80	4,75	5,00	4,90	4,90	4,70	4,75	4,75	4,70

ФРС: снижение 18.12.2024 на 25 бп, затем три снижения в 2025

Пессимистический сценарий на 2025 год предполагает так называемую мягкую посадку экономики. В этом случае рост ВВП замедлится до 1,7% в первой половине 2025 года, а в IV квартале — до 1,3%, а безработица может подняться до 5,2%. Основной предпо-

сылкой данного сценария мы считаем неожиданное ослабление потребительского спроса при сокращении инвестиционных расходов. И хотя на данный момент никакой информации в подтверждение этого сценария мы не имеем, исключать вероятность его

реализации нельзя. В рамках этого сценария возможное замедление экономики во второй половине 2025 года может сопровождаться ускорением инфляции после введения импортных пошлин.



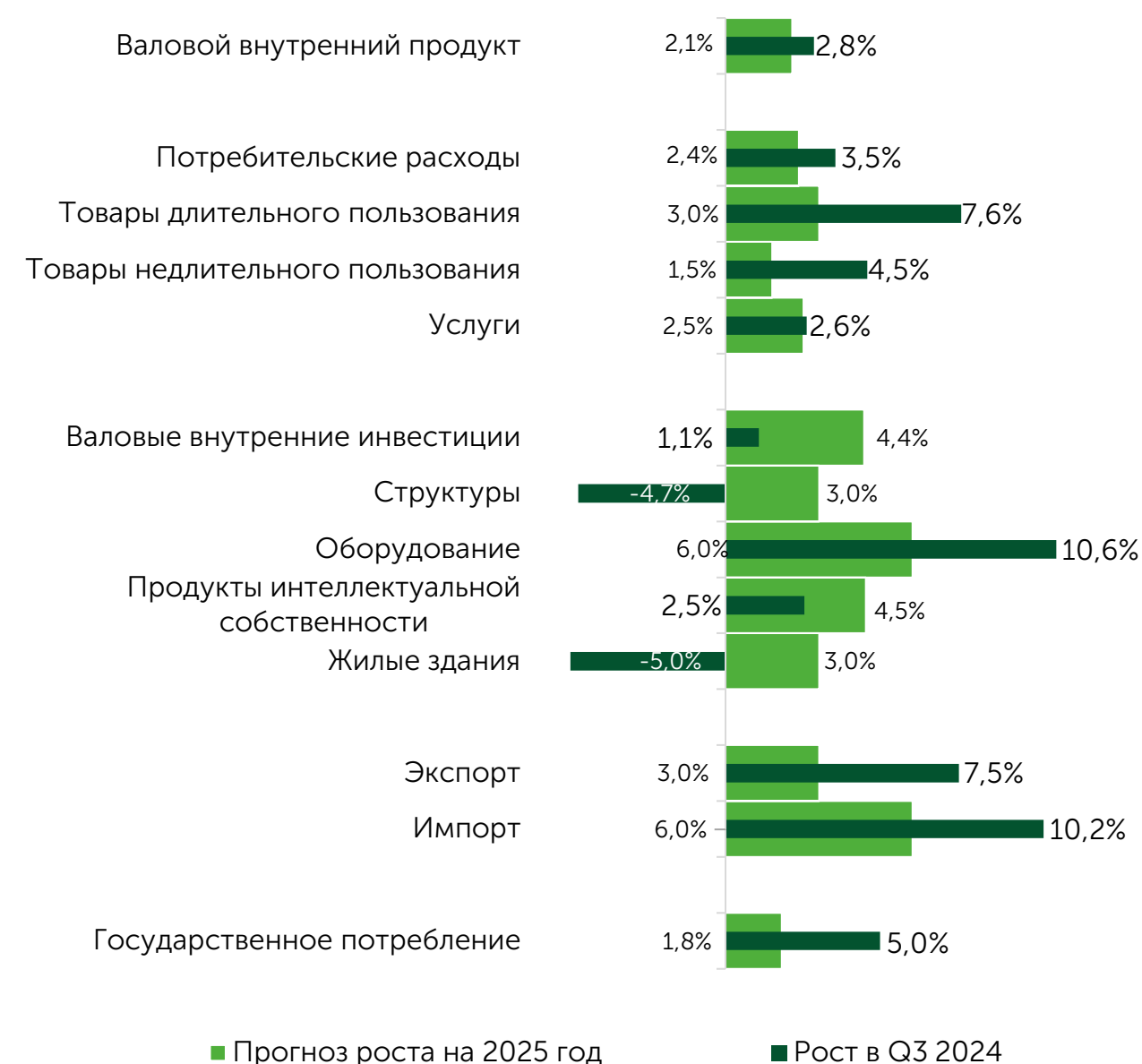
Пессимистичный сценарий	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	2024	2025
Рост реального ВВП, %	3,0	2,8	1,8	1,7	1,7	1,4	1,3	1,3	2,3	1,5
Базовый PCE, % (г/г)	2,6	2,7	2,7	2,4	2,3	2,6	2,9	3,1	2,7	2,9
Уровень безработицы, %	4,1	4,1	4,4	4,6	4,9	5,1	5,2	5,1	4,4	5,4
Темп роста средней почасовой з/п, %	3,8	3,9	3,8	3,5	3,4	3,0	2,5	2,3	3,8	2,5
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,50	5,00	4,50	4,25	3,75	3,75	3,75	3,75	4,50	3,75
Доходность 10-летних UST	4,40	3,80	4,20	3,80	3,50	3,75	4,00	4,25	4,20	4,00

# Макроэкономические сценарии на 2025 год

## Мяч на стороне оптимистов

Мы также не исключаем полностью рецессии в 2025 году, хотя причин для нее на данный момент не видим. На основе существующей статистики и имеющейся у нас модели мы оцениваем вероятность экономического спада в скромные 11%. При этом больше половины этой вероятности связано с появлением на горизонте новых триггеров рецессии.

**График 3. Темпы роста реального ВВП США и его компонентов в III квартале 2024 года и прогнозы на 2025 год**



Источник: BEA, расчеты Freedom Broker



# Долговой рынок: итоги и перспективы

## Все дело в правильном балансе

**Тимур Лебедев,**  
Руководитель отдела анализа  
долговых рынков  
Freedom Finance Global



**Инвестиционные  
перспективы  
2025 года**

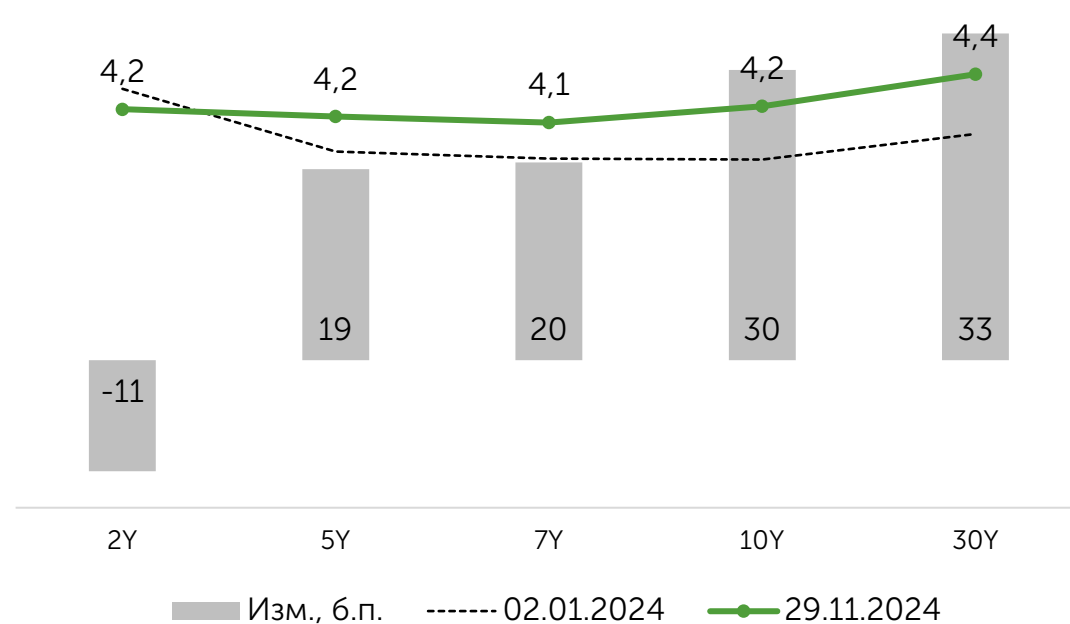
24 декабря 2024

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



Уходящий год выдался очень динамичным для казначейских облигаций США (UST). Оценки состояния экономики Штатов со стороны рынка колебались от ожиданий стабильного роста до опасений скатывания в рецессию. Предвыборная гонка в США добавила нервозности, а волатильность трежерис взлетала до максимумов с кризиса 2008 года. К завершению года доходности по большинству долговых инструментов оказались выше, чем в начале 2024-го. Продолжение высоких темпов роста экономики США, устойчивость рынка труда и снижение прогнозов в отношении темпов смягчения монетарной политики ФРС в 2025–2026 годах способствовали увеличению доходностей. Исключением стал ближний участок кривой, отразивший смягчение монетарной политики ФРС. Наклон кривой US Treasuries начал нормализовываться, выйдя из инверсии первый раз с 2022 года.

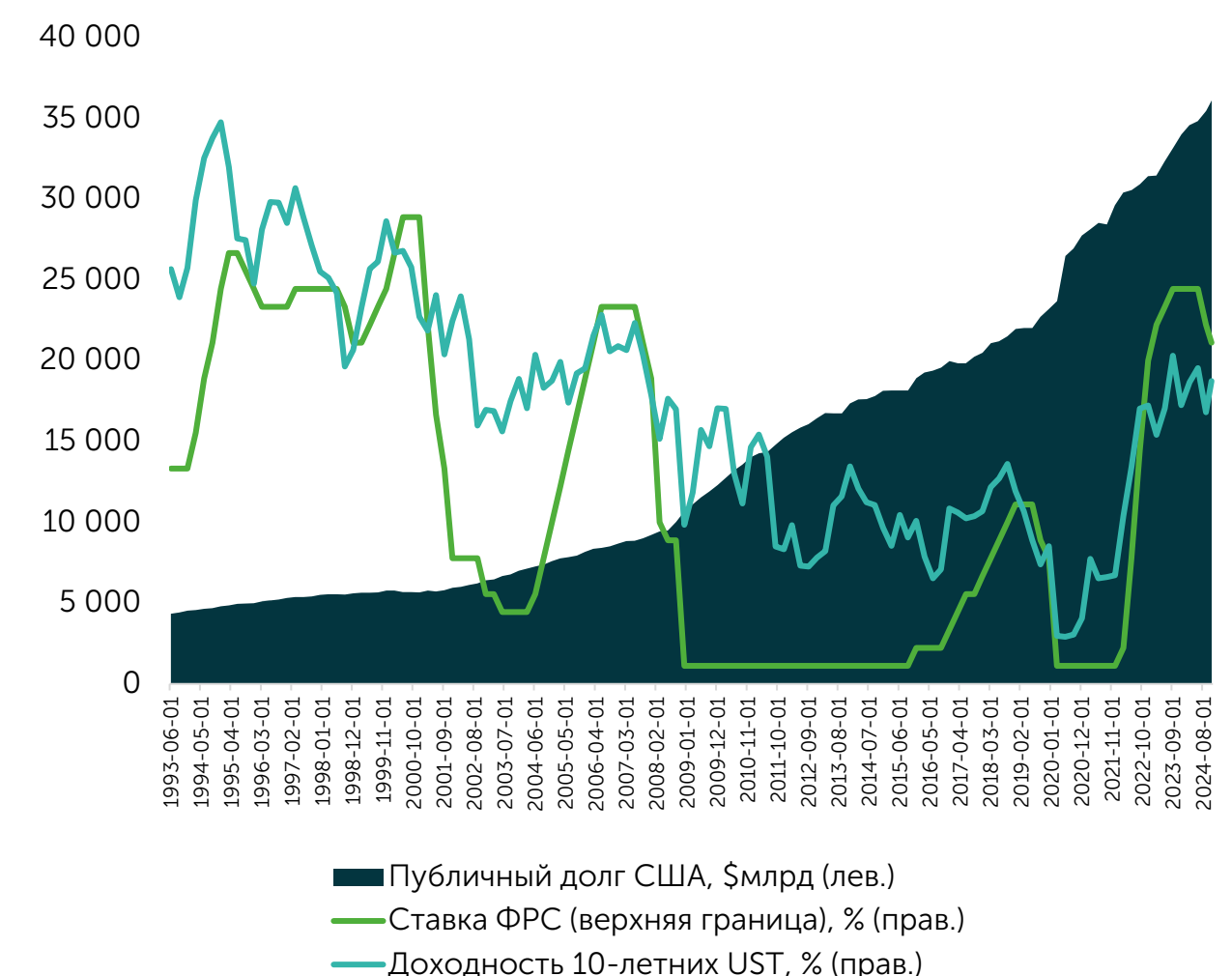
### Доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

Доходность «десятилеток» в 2025 году будет оставаться относительно высокой, так как продолжение уверенного роста экономики США не потребует быстрого и активного снижения ставки ФРС. На дальнем участке кривой восходящую динамику будет обеспечивать нормализация премии, которую предлагают долгосрочные облигации над краткосрочными. Этот процесс уже начался, но пока по историческим меркам кривая остается плоской. Увеличение дефицита бюджета США и большой объем размещений казначейских облигаций для его финансирования выступают негативными факторами для цен UST. Это будет способствовать волатильности и, возможно, эпизодическим распродажам. С точки зрения первичного рынка основную опасность представляют неожиданно неудачные аукционы, поскольку могут расцениваться как признак падения спроса. Такая ситуация может приводить к сильному, но, скорее всего, непродолжительному негативному эффекту на цены «длинных» UST. На среднесрочном горизонте доходности низко чувствительны к предложению казначейских облигаций, поэтому ключевым драйвером для дальнейшего участка кривой UST останутся ожидания в отношении среднесрочного уровня ставки ФРС.

### Объем госдолга США и динамика процентных ставок



Источник: Bloomberg. Данные на 29.11.2024

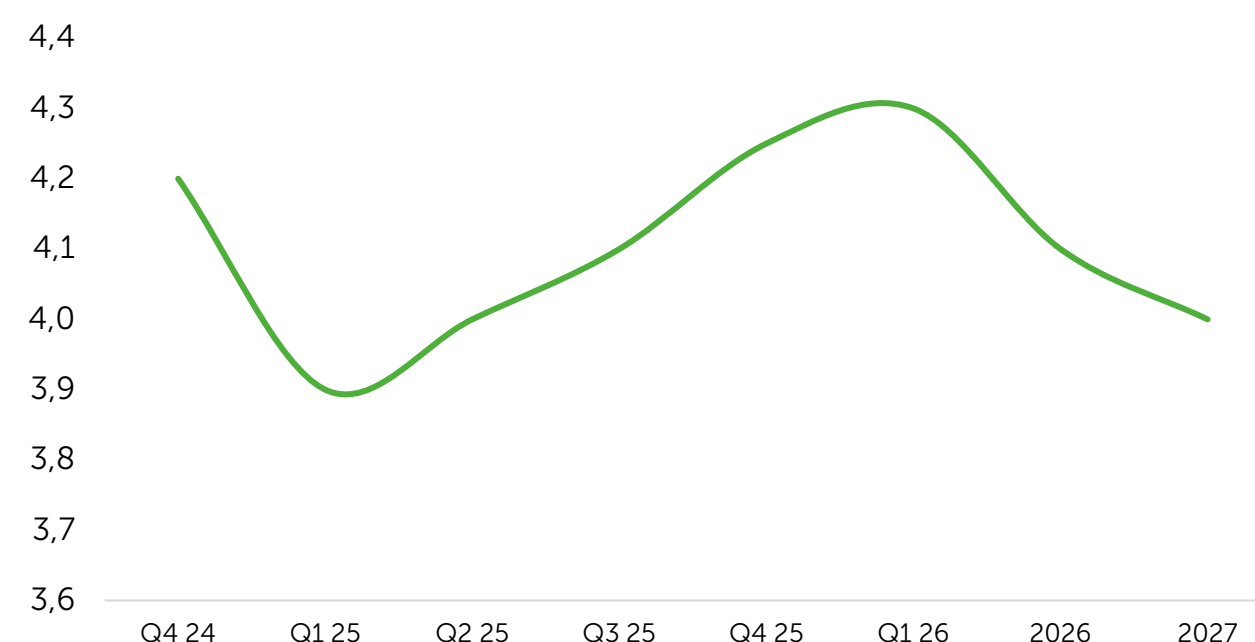
Наш базовый прогноз на большую часть 2025 года предполагает консолидацию доходностей «десятилеток» в районе 4–4,5%. Для этого ориентира актуален инфляционный риск, но его реализация будет зависеть от точного микса будущей макроэкономической политики. Более сильный эффект фискального стимула, ведущий к дополнительному инфляционному давлению, может сместить доходности десятилетних трежерис в конце будущего и начале следующего года до 4,5–5%. Инвесторам важно помнить, что в текущих условиях не стоит ждать сильного снижения доходностей по «длинным» бондам в среднесрочном плане.



# Долговой рынок: итоги и перспективы

## Все дело в правильном балансе

### Прогноз доходности 10-летних US Treasuries, %



Источник: оценки Freedom Broker

### Прогнозы снижения доходностей UST в краткосрочной перспективе

На горизонте до шести месяцев риски для доходностей на дальнем участке UST смещены в сторону снижения в район 3,75–4%. Заложенные в цены долларовых ставок рыночные ожидания подразумевают предельный уровень ставки ФРС в районе 3,6%, при том что еще в начале сентября она прогнозировалась на отметке 2,7%. Иными словами, в августе рынок процентных ставок ошибочно оценивал темпы замедления экономики США, и эти ожидания корректировались до победы Трампа. Похоже, повышенная волатильность перед выборами привела к тому, что форвардные ставки скорректировались вверх слишком сильно. В результате риски для доходностей «длинных» бондов на горизонте полугода были смещены в сторону снижения. В кривую UST заложено много оптимизма в отношении экономики США, но

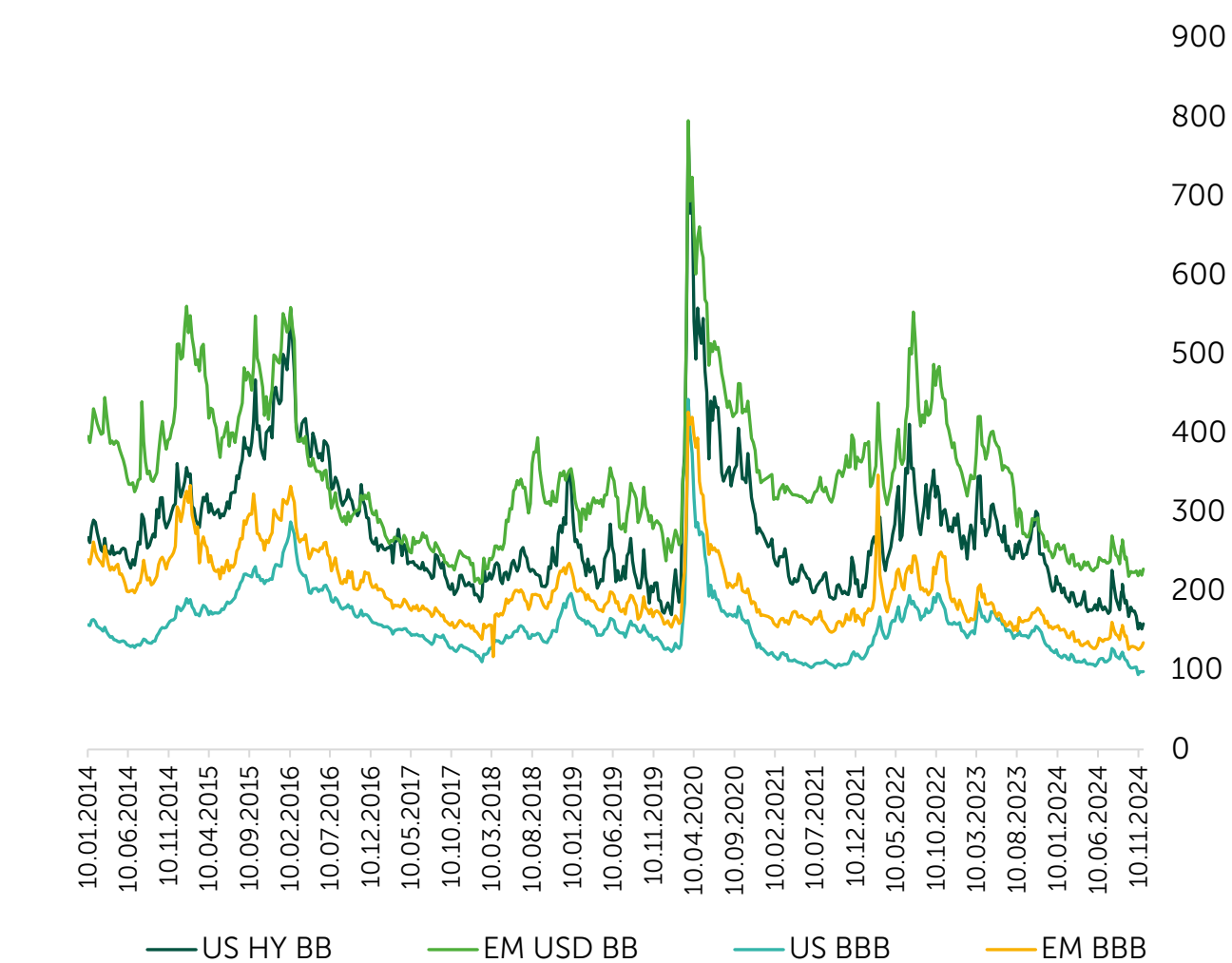
учтено мало рисков. Даже небольшое разочарование, вызванное публикацией тех или иных макро-данных, может привести к сильным движениям вниз по форвардным ставкам и доходностям на дальнем участке. Геополитические риски, угроза возобновления торговых войн и потенциальный ответ партнеров на установленные США тарифы на импорт, риск стагнации, опасность коррекции рисков активов (спреды по высокодоходным бондам около исторических минимумов) могут оказывать понижающее давление на доходности.

### Скромные ожидания в отношении корпоративных облигаций на 2025 год

В следующем году мы ожидаем некоторое расширение спредов, которое скорее можно назвать нормализацией. Позитивные настроения после выборов в США, загнавшие кредитные премии на исторически низкий уровень, спадут. Рост американской экономики будет замедляться. Ставка ФРС снижается, но остается по историческим меркам на высоком уровне. Негативно на сентименте будет сказываться тарифная политика нового президента. На этом фоне в базовом сценарии ориентируемся на некоторое расширение спредов от близких к рекордным минимумам и последующую консолидацию. В результате ожидаемые доходности по глобальным HY-бондам на следующий год более скромные, чем инвесторы получали последние два года. Оцениваем ожидаемую доходность на 2025 год по корпоративным US HY BB в 5% при спреде в районе 230 б.п., а по EM HY BB1 в 4% при спреде в районе 280 б.п. По корпора-

тивным US IG BBB в 2025 году прогнозируем совокупную доходность в районе 4% при спреде 120 б.п. Корпоративные бонды развивающихся стран могут продолжить отставать от US HY. Сильный доллар и опасения относительно торговых войн — это факторы, которые будут оказывать давление на долговые инструменты развивающихся стран. Мексика попадает под ожидаемые тарифы Трампа, поэтому ее евробонды рискуют показать результаты хуже рынка, хотя мы не видим повышенного риска для суверенного кредитного качества.

### Спред по корпоративным бондам, бп



Спред - Option adjusted spread (OAS). Данные на 28.11.2024. Источник: Индексы Bloomberg



# Долговой рынок: итоги и перспективы

## Все дело в правильном балансе

### Облигационный портфель должен включать защитную позицию

Рынок корпоративных бондов переоценен, поэтому позиционирование портфеля на начало следующего года должно включать защитную позицию. Наиболее перспективный подход — включение в портфель «длинных» облигаций инвестиционного уровня, в том числе US Treasuries. Доходности по ним привлекательны и имеют потенциал снижения в краткосрочном плане. Мы тактически позитивно смотрим на инструменты с длительной дюрацией. К тому же, как известно, казначейские облигации США растут при ослаблении аппетита к риску на широком рынке.

В отношении высокодоходных облигаций (HY) стоит проявлять осторожность. Тактически мы негативно смотрим на высокодоходные бонды, однако стратегически, на горизонте 12 месяцев, наше вью нейтрально, учитывая в целом благоприятную операционную среду. Включения в портфель достойны выпуски с относительной премией к рынку и высоким купоном. Купонный доход будет играть ключевую роль в формировании результатов в следующем году, так как мы ожидаем некоторого расширения спредов. В этом контексте класс долларовых облигаций EM HY предлагает гораздо более широкий выбор с высоким купоном. Несмотря на «встречный ветер» для всего спектра облигаций развивающихся стран, точечное включение в портфель фундаментально отобранных выпусков EM HY может существенно помочь улучшить доходность. В остальном мы считаем, что стоит ждать расширения спредов в 2025 году, прежде чем

значительно наращивать позиции в глобальных высокодоходных бондах.

Рост доходностей по краткосрочным облигациям в конце этого года продлил возможность разместить средства под 4,6–5% годовых в высококачественные

USD-выпуски для консервативных инвесторов. Мы думаем, что доходности к погашению по «коротким» бондам инвестиционного уровня (BBB)1 забрались относительно высоко и в будущем году постепенно снизятся примерно на 0,5%.



<sup>1</sup>Оценки и статистика по индексам долларовых корпоративных облигаций Bloomberg. Все оценки представленные в отчете актуальны на дату написания.

# Инвестпортфель–2025

## Паритет надежности и позитивных ожиданий

Георгий Маса Тимошин,  
младший стратег  
Freedom Finance Global

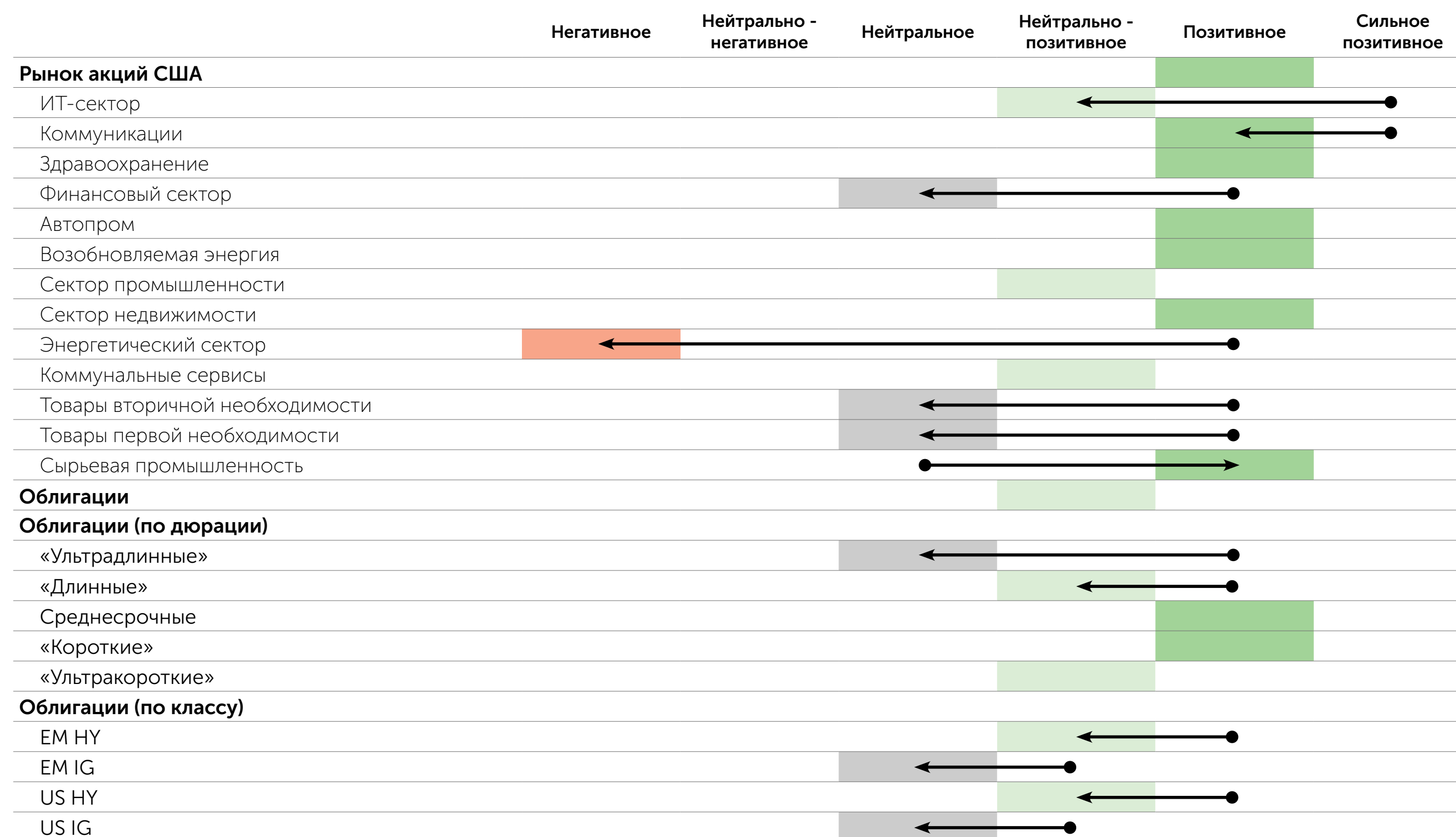


Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

### Стратегическое вью по активам (на 2025)



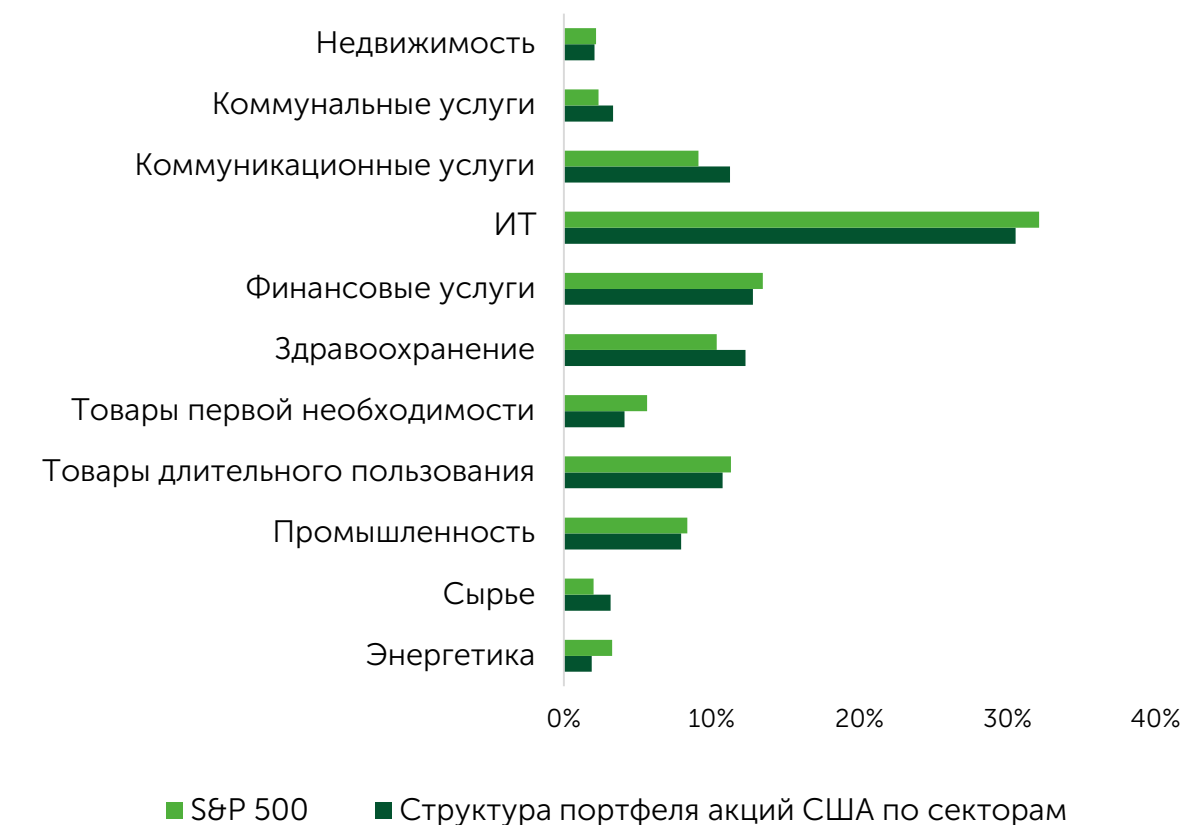
Базовый портфель представляет собой диверсифицированный список активов, который включает публичные акции США, ETF на акции зарубежных рынков, спекулятивные идеи, облигации и депозитный счет

### Основные предпосылки, с учетом которых сформирован портфель:

- Сценарий «Златовласки» в целом остается в силе: экономический моментум и ожидание дальнейшей дезинфляции сохраняются, способствуя нормализа-

ции динамики доходов корпораций, положительно влияя на их маржинальность и прибыли. Ожидаем, что показатели рентабельности будут улучшаться в следующие два года под воздействием активного роста экономики и благоприятных тенденций на секторальном уровне. Это позволит EPS повышаться двузначными темпами. Полагаем, что с учетом тенденции к нормализации цен на аренду жилья сильный макрофон не приведет к ускорению инфляции в следующем году, позволив ФРС продолжить цикл смягчения монетарной политики. Устойчивый тренд на улучшение маржинальности позволяет считать текущие оценки рынка близкими к справедливым. Наша цель для P/E NTM на конец 2025 год — 21,8.

### Относительная структура весов следующая:



Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



### Характеристика основных секторов портфеля

**ИТ-сектор (30,5%)** занимает в портфеле ключевую позицию с точки зрения аллокации активов в рамках базового портфеля. В целом мы сохраняем позитивное вью на сектор, ожидая повышения маржинальности и EPS в пределах 15% по итогам текущего года и на 21% в следующем. Высокая доля сектора в S&P 500, уже продемонстрированный рост, а также признаки расширения ралли за счет проциклических и других сегментов рынка служит основанием для установления нейтрального веса для ИТ-сектора в нашем портфеле. Прогнозируем уверенную позитивную динамику компаний индустрии в среднесрочной перспективе при поддержке продолжающегося тренда на развитие ИИ-решений, восстановительного импульса в индустрии полупроводников, дальнейшей цифровизации и развития облачных и граничных вычислений. Среднесрочным риском для ИТ-индустрии считаем повышенную концентрацию: три компании формируют 65% всей ее прибыли, что указывает на повышенный несистемный (характерный только для сектора) риск. Считаем, что оценки отрасли близки к справедливым уровням.

**Финансовый сектор (12,8%).** Вес входящих в отрасль компаний в портфеле соответствует ее доле на рынке. Freedom Broker улучшил позиционирование по сектору. После вступления Дональда Трампа в должность президента США ожидается снижение регуляторного давления, что особенно важно для финансовых корпораций, в отношении которых установлены меры жесткого контроля. В начале 2025 года могут наметиться контуры подхода к регулированию финансового сектора. Ожидается сохранение импульса в сегменте инвест-

банкинга, благодаря реализации политики Трампа и уменьшению административных барьеров может активизироваться рынок M&A. По мере снижения ставки долговой рынок продолжит фиксировать высокие темпы роста. Устойчивый макрофон вкупе с замедлением инфляции, вероятно, будет поддерживать усиление спроса на кредиты и прочие финансовые сервисы, что положительно для страховых компаний и ориентированных на потребительские услуги банков.

**Здравоохранение (12,3%).** Сегмент медоборудования в будущем году продолжит демонстрировать улучшение рентабельности на фоне замедления инфляции. Для фармацевтики позитивным драйвером остается эффект от обновления продуктовых портфелей за предыдущие три года с фокусом на средства против онкологических заболеваний и препараты для борьбы с ожирением (GLP-1). Фактором давления продолжит выступать снижение цен в рамках IRA. CMS опубликует второй список препаратов для согласования цен уже в феврале. Для высокорисковых биотехнологических акций ожидаем положительную динамику за счет снижения ставки ФРС и неэластичного спроса в сегменте. Для направления медицинских услуг прогнозируем корректировку ставок по страховым программам, что неблагоприятно для провайдеров, так как увеличивает коэффициент медицинских затрат. Однако давление на EPS может быть компенсировано ростом выручки, положительным эффектом от снижения ставки ФРС и замедлением инфляции.

**Коммуникации (11,2%).** Отмечаем поздний импульс в сегменте рынка онлайн-рекламы. Ключевые игроки отрасли Alphabet (GOOGL) и Meta\* (META) сохраняют тенденцию к расширению доли на мировом рынке, что

будет поддерживать рост прибыли сектора в 2024–2025 годах. Заметный положительный вклад в динамику прибыли внесет достижение зрелости сектором видеостриминга. Warner Bros. Discovery (WBD-US) и Walt Disney Company (DIS-US) способны существенно повлиять на общее увеличение прибыли подсегмента.

**Товары вторичной необходимости (10,7%).** Вес этого сектора в портфеле выше рынка. Это решение принято с учетом позитивных ожиданий, связанных со снижением ставки, для строительных компаний и автопрома, а также прогнозируемого роста онлайн-ритейла, девелопмента, индустрии развлечений и досуга, круизных компаний. Одним из ключевых триггеров роста прибыли всего сектора выступает бизнес Amazon (AMZN).

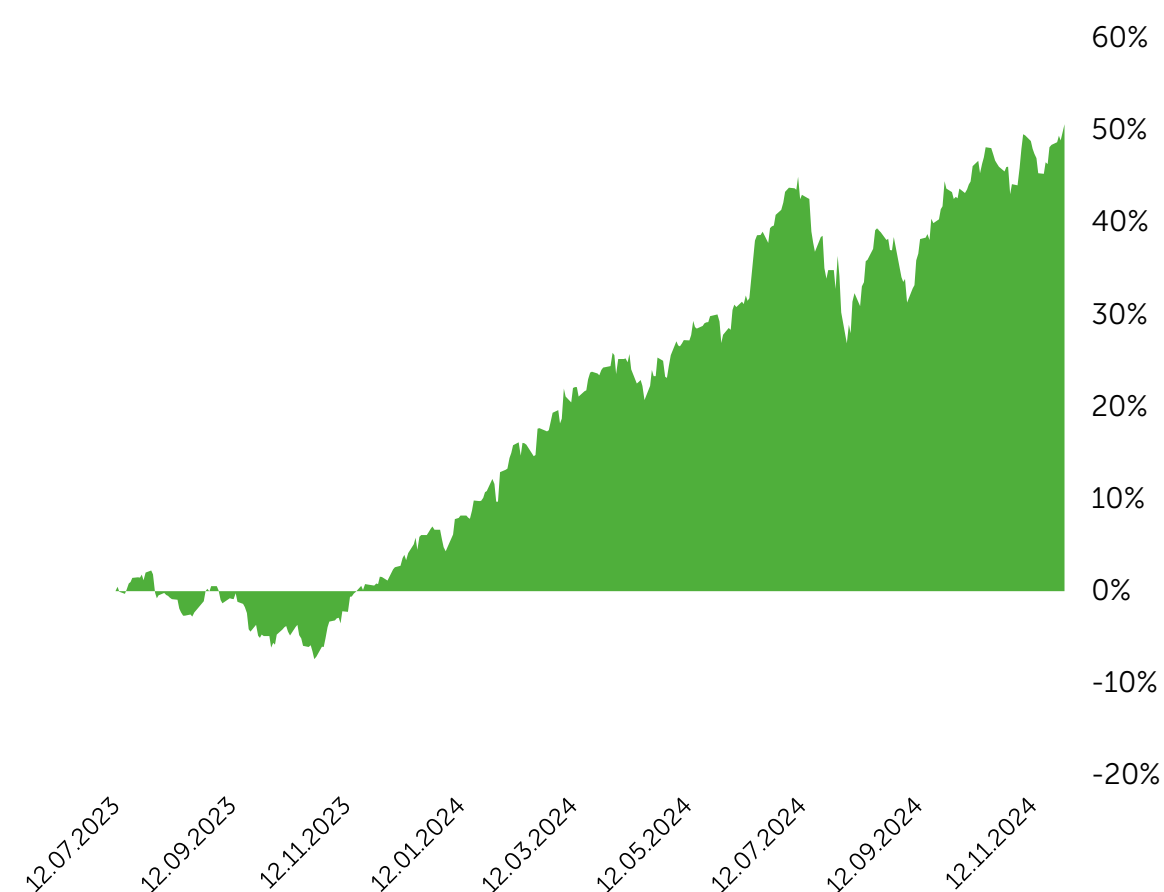
**Акции малой (3%) и средней капитализации (3%).** Полагаем, что в условиях тенденции к расширению ралли, а также ожидаемого завершения периода рецессии прибылей в секторе small-caps данные рыночные ниши могут привлекать повышенное внимание в следующем году. Кроме того, несмотря на фундаментальную обоснованность оценочного спреда крупных компаний к малым и средним, разрыв в оценках может выступать в качестве фактора сентимента, поддерживающего интерес инвесторов к последним.



# Инвестпортфель–2025

## Паритет надежности и позитивных ожиданий

Доходность портфеля с даты инициации



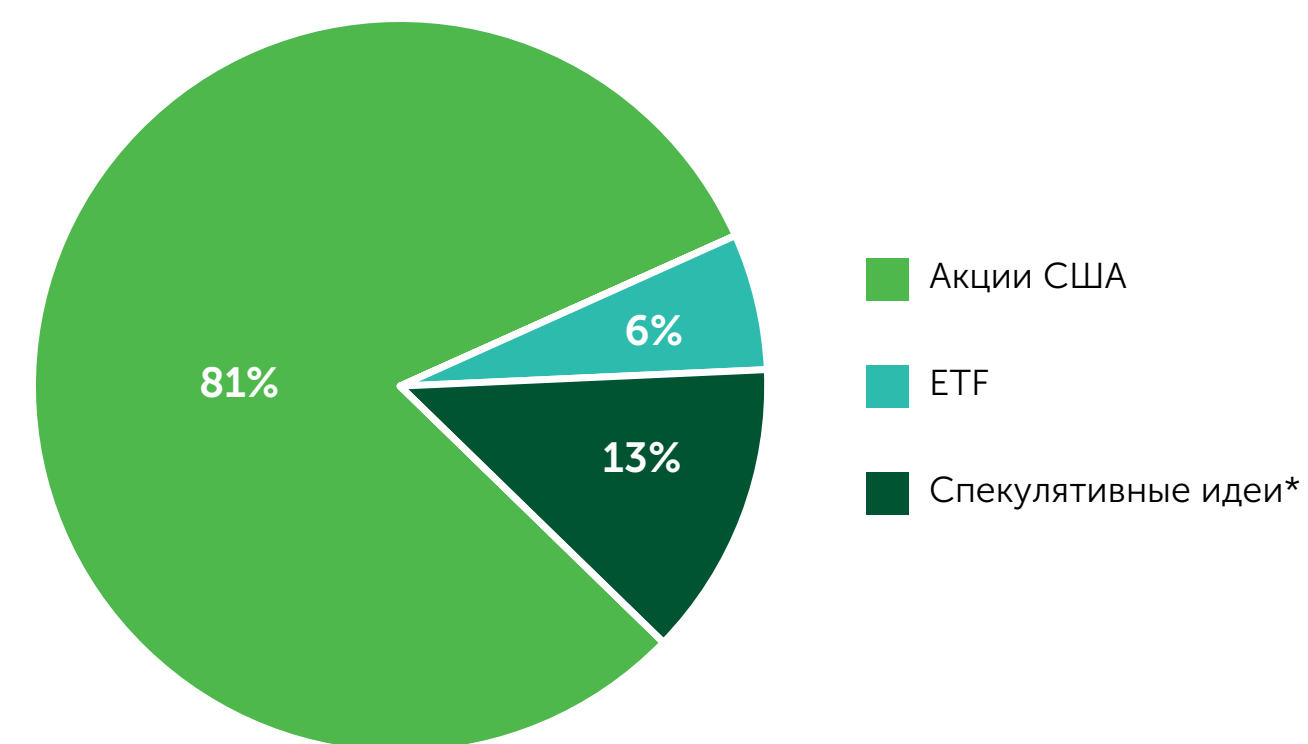
Источник: FactSet, анализ Freedom Broker

### Риск, доходность по портфелю

Риск, доходность по портфелю	
Ожидаемая доходность	17.41%
Дивидендная доходность	0.97%
Доходность за 1 год факт.	49.52%
Стандартное отклонение (факт, 1 год)	15.53%
Коэффициент Шарпа (факт, 1 год)	2.92
Коэффициент Сортино (факт, 1 год)	3.06
Коэффициент Трейнора (факт, 1 год)	0.44
Бета (факт, 1 год)	1.03

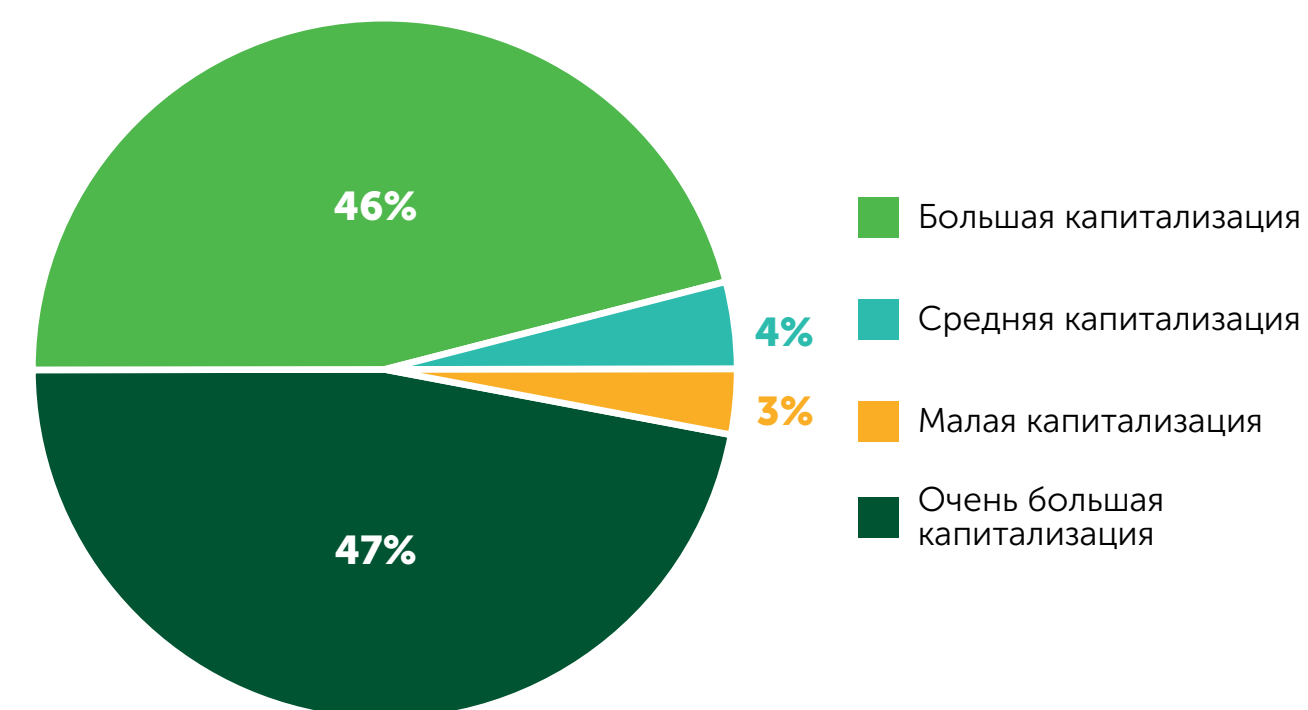
Источник: FactSet, анализ Freedom Broker

Общая структура портфеля



Источник: FactSet, анализ Freedom Broker

Структура портфеля по капитализации



Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



## Состав портфеля и характеристики инвестиционных инструментов

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена (USD)*	Целевая цена (USD)	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (B)	Вес
HAL-US	Halliburton Company	Энергетика	31.9	37.9	2.4%	18.9%	0.5	1.5%
MSCI-US	MSCI Inc. Class A	Финансовые услуги	609.6	650.9	1.0%	6.8%	0.8	4.7%
MA-US	Mastercard Incorporated Class A	Финансовые услуги	532.9	566.5	0.5%	6.3%	0.5	5.7%
WMT-US	Walmart Inc.	Товары первой необходимости	92.5	100.0	0.9%	8.1%	0.7	3.3%
AMZN-US	Amazon.com, Inc.	Товары длительного пользования	207.9	236.4	0.0%	13.7%	1.4	6.1%
TOL-US	Toll Brothers, Inc.	Товары длительного пользования	165.2	180.0	0.6%	9.0%	1.5	2.6%
FCX-US	Freeport-McMoRan, Inc.	Сырьевая промышленность	44.2	55.7	1.4%	26.0%	1.3	2.6%
GE-US	GE Aerospace	Промышленность	182.2	211.9	0.6%	16.3%	1.2	3.8%
UBER-US	Uber Technologies, Inc.	Промышленность	72.0	90.9	0.0%	26.3%	1.2	2.6%
VICI-US	VICI Properties Inc	Недвижимость	32.6	35.4	5.5%	8.7%	0.2	1.7%
GOOGL-US	Alphabet Inc. Class A	Коммуникации	169.0	209.9	0.5%	24.3%	1.1	5.5%
NFLX-US	Netflix, Inc.	Коммуникации	886.8	945.0	0.0%	6.6%	1.3	3.6%
NEE-US	NextEra Energy, Inc.	Коммунальные услуги	78.7	88.1	2.7%	11.9%	0.2	2.7%
ABBV-US	AbbVie, Inc.	Здравоохранение	182.9	203.8	3.7%	11.4%	0.2	2.4%
HCA-US	HCA Healthcare Inc	Здравоохранение	327.2	407.5	0.8%	24.5%	0.6	3.5%
ABT-US	Abbott Laboratories	Здравоохранение	118.8	131.4	1.9%	10.6%	0.1	4.0%
MU-US	Micron Technology, Inc.	ИТ	98.0	147.3	0.5%	50.3%	3.3	4.5%
NVDA-US	NVIDIA Corporation	ИТ	138.3	170.8	0.0%	23.5%	3.1	6.4%
TSM-US	Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., Ltd. Sponsored ADR	ИТ	184.7	240.3	1.0%	30.1%	2.2	6.7%
MSFT-US	Microsoft Corporation	ИТ	423.5	504.7	0.7%	19.2%	1.2	7.2%
IJR-US	iShares Core S&P Small Cap ETF	ETF на малые компании	126.5	143.0	1.2%	13.0%	1.0	3.0%
IJH-US	iShares Core S&P Mid-Cap ETF	ETF на средние компании	67.4	72.9	1.2%	8.2%	1.0	3.0%

\*по состоянию на конец торговой сессии, 29 ноября 2024 года

## Спекулятивные идеи

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена (USD)*	Целевая цена (USD)	Стоп-лосс	Ожидаемая доходность	Горизонт	Вес
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	Здравоохранение	99.6	109.0	84.9	9.4%	1/21/2025	3.5%
APA-US	APA Corporation	Энергетика	22.7	26.0	19.2	14.8%	1/18/2025	3.5%
F-US	Ford Motor Company	Товары длительного пользования	11.1	12.8	10.0	15.0%	2/10/2025	3.5%
COIN-US	Coinbase Global, Inc. Class A	Финансовые услуги	296.2	355.0	225.0	19.9%	1/14/2025	2.5%

\*по состоянию на конец торговой сессии, 29 ноября 2024 года



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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



# Лучшие акции

## Топ-12 самых перспективных идей на 2025 год

Михаил Денисламов,  
заместитель директора  
аналитического департамента  
Freedom Finance Global



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

### Технологиялық сектор (вью нейтрально-позитивное)



**Micron Technology (MU)**, целевая цена — \$170

В числе крупных технологических компаний особого внимания заслуживает Micron Technology — один из ведущих мировых производителей DRAM- и NAND-чипов памяти как для потребительского рынка, так и для корпоративных клиентов. Micron является одним из главных бенефициаров бума ИИ из-за многократно возросшей потребности в объемах чипов памяти для потребительской электроники и дата-центров. Чипы памяти используются в новейших смартфонах, обеспечивая максимально возможные на сегодня быстродействие и энергоэффективность. В сегменте HBM-памяти, необходимой для самых современных GPU-ускорителей вычислений, Micron первой начала поставки новейшего формата HBM3E для чипов NVIDIA. Ужесточение условий поставки продукции в Китай снижает эффект потенциальных новых торговых ограничений США в сфере технологий. Рынок чипов памяти, который в последние годы проходил дно цикла, недавно перешел в активную стадию восстановления с повышением цен на чипы благодаря обновлению ПК и смартфонов, а также усилению спроса со стороны дата-центров. Позитивные рыночные тренды и востребованность продукции

крупнейшими клиентами в отрасли обеспечат высокую загрузку мощностей Micron, высокие цены на ее продукцию, а также активное увеличение прибыли и денежного потока. С учетом глубокой коррекции котировок MU и перспектив бизнеса на ближайший год текущая оценка компании выглядит крайне привлекательно. Рекомендация — «покупать».

### Коммуникационный сектор (вью позитивное)



**Alphabet (GOOGL)**, целевая цена — \$210

Alphabet — это материнская компания Google и ряда других технологических предприятий. Основной источник дохода корпорации — реклама, в том числе в поисковой системе Google (57% от общей выручки в 2023 году) и на видеохостинге YouTube (10%). Еще около 11% выручки приносит сегмент облачной инфраструктуры и услуг Google Cloud. Объем доходов от интернет-рекламы в ближайшие восемь лет будет расти в среднем на 10% в год. Google, который занимает более 90% рынка поисковых систем, будет главным бенефициаром этого роста, даже несмотря на риски конкуренции и регуляторное давление. Google Cloud также продолжает укреплять свои позиции, успешно конкурируя с лидерами рынка AWS и

Microsoft Azure благодаря как собственным технологиям ИИ, так и чипам для дата-центров. В III квартале 2024 года выручка Google Cloud увеличилась на 35% г/г, а операционная маржа достигла 17%, что оставляет потенциал к уровню этого показателя у конкурентов — от 35% и выше.

### Здравоохранение (вью позитивное)



**Medtronic (MDT)**, целевая цена — \$100

Рекомендуем обратить внимание на акции производителя медицинского оборудования Medtronic. Компания обладает диверсифицированным и растущим портфелем аппаратуры для диагностики и терапии сердечно-сосудистых заболеваний и диабета, а также для различных видов хирургии. Текущее обновление продуктовой линейки и сохранение устойчивого спроса способствуют ускорению роста выручки и прибыли на акцию (EPS) компании во втором полугодии 2025 финансового года. Снижение ставки ФРС и замедление инфляции также способны улучшить рентабельность бизнеса Medtronic. Мы ожидаем, что подтверждение благоприятных тенденций в динамике EPS приведет к повышению оценки акции MDT по P/E NTM как минимум до средних значений за последние пять лет на уровне 18. Рекомендация — «покупать».



# Лучшие акции

## Топ-12 самых перспективных акций на 2025 год



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

### Финансовый сектор (вью нейтральное)

## WELLS FARGO

**Wells Fargo (WFC)**, целевая цена — \$90

Финансовая корпорация Wells Fargo является одним из крупнейших представителей своей индустрии. Для банковского бизнеса компании на данный момент действует лимит на объем активов в размере \$1,95 трлн. Ожидаемое смягчение регулирования в секторе после смены администрации Белого дома, вероятно, приведет к отмене этого ограничения уже в первом полугодии будущего года. По последним сообщениям, Wells Fargo находится на последних этапах проверки регулятором. Потенциал роста к указанной целевой цене по акции корпорации составляет около 20% без учета дивидендной доходности на уровне 2,2%.

### Возобновляемые источники энергии (вью позитивное)



**First Solar**

**First Solar (FLSR)**, целевая цена — \$247

First Solar — крупнейший производитель модулей для солнечной электрогенерации в Северной Америке. Продукция компании используется преимущественно

для реализации крупных проектов в коммунальной сфере. Общий объем невыполненных заказов First Solar до 2030 года составляет 75,9 ГВт в мощностном выражении при ежеквартальном объеме производства около 5,2 ГВт. Компания успешно продвигается к достижению масштаба производства на уровне 25 ГВт в год к концу 2026 года. По итогам 2023-го выручка First Solar увеличилась на 26% г/г. Полагаем, что в ближайшие годы ее рост будет превышать 20%. EPS за по итогам 2024-го может подняться на 64% г/г, до \$12,72. Текущая оценка акций FSLR в 15 прогнозных прибылей 2024 года не выглядит завышенной на фоне прогнозируемого увеличения объемов производства, большого объема невыполненных заказов и лидирующего положения компании на внутреннем рынке. Рекомендация — «покупать».

### Автомобильная промышленность (вью позитивное)



**Ford Motor Co. (F)**, целевая цена — \$17

Акции Ford в 2024 году показывают околонулевую динамику, в отличие от котировок конкурентов на внутреннем рынке. Полагаем, что в 2025 году автогигант может сократить данное отставание. В 2022–2023-м автомобильный бизнес Ford обеспечил свободный денежный поток в размере \$7 млрд. Мы ожидаем аналогичных показателей по итогам 2024–

2025 годов. Ранее финансовый директор компании анонсировал дополнительный дивиденд к ежеквартальной выплате \$0,15 на акцию, если она составит менее 50% свободного денежного потока. По нашим прогнозам, в 2024 году этот показатель будет равняться \$7,7 млрд, то есть на дивиденд в указанном размере будет направлено 31% всего объема денежного потока. Таким образом, дополнительно в I квартале концерн может перечислить акционерам по \$0,2 на каждую бумагу. Это предполагает форвардную доходность на уровне 7,18%. Полагаем, что именно увеличение выплат в пользу держателей акций F станет основной причиной положительной переоценки их стоимости в 2025 году.

### Сектор промышленности (вью нейтрально-позитивное)



**Parker-Hannifin Corporation (PH)**,

целевая цена — \$777

Parker-Hannifin Corporation (PH) производит пневматическое и гидравлическое оборудование для различных машиностроительных предприятий, а также материалы для работы с жидкостями, газами и управления различными технологическими процессами. Особенности бизнес-модели Parker-Hannifin и ее сильные позиции на рынке благодаря высокой





# Лучшие акции

## Топ-12 самых перспективных акций на 2025 год



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

диверсификации продуктового портфеля и широкого спектра применения выпускаемого оборудования позволяют компании выиграть от стимулирования производства в США, усиления господдержки основных оборонных программ и восстановления рынка строительства. Текущая оценка по P/E не выглядит завышенной, если учитывать, что прибыль Parker-Hannifin на акцию регулярно превышает прогнозы. Рекомендация — «покупать».

### Сырьевая промышленность (вью позитивное)

#### FREEPORT-McMoRAN

**Freeport-McMoRan (FCX)**, целевая цена — \$56  
Технологическая трансформация различных сфер экономики, в том числе энергетики, усиливает мировой спрос на медь. Freeport обеспечивает 9% мирового производства этого металла и имеет 12,5% его мировых запасов. Компания находится в 90-м перцентиле по затратам, демонстрируя высокую операционную эффективность. Себестоимость добычи на одном из крупнейших медных месторождений в мире Grasberg составляет менее \$0,15 за фунт, что при текущих ценах на медь около \$4,1 за фунт обеспечивает рентабельность выше 60%. Средняя для отрасли маржинальность по EBITDA, равная 28%, на 10 п.п. меньше, чем у Freeport. В планах менеджмента ком-

пании увеличение добычи на 25–30% и расширение доли золота в выручке до отметок выше 25% к 2030 году. На следующие пять лет мы прогнозируем среднегодовой рост выручки и EPS компании на 7% и 12% соответственно. По EV/EBITDA FY1 Freeport оценена лишь в 7,9x при среднеотраслевом уровне 9,5x, что говорит о недооценке компании рынком. Ближайший конкурент Freeport мексиканская Southern Copper торгуется с мультипликатором 13,8x EV/EBITDA FY1. Отчасти это объясняется ее большими запасами меди. В то же время по темпам роста основные аналоги, как ожидается, будут отставать от Freeport, поэтому ее справедливой оценкой по данному соотношению считаем уровень 9,5x.

### Сектор недвижимости (вью позитивное)

#### PROLOGIS

**Prologis (PLD)**, целевая цена — \$140  
Prologis — крупнейший фонд недвижимости (REIT), безусловный лидер в сегменте складских помещений и логистических центров, по которому мы сохраняем нейтрально-позитивный взгляд. Рынок электронной коммерции продолжает замещать традиционные розничные продажи, а негатив является скорее временным на фоне бума строительства в сегменте, который обогнал спрос. Согласно отчету Colliers, на рынке США ожидается снижение темпов строительства

ниже 300 млн кв. футов в год, что поддержит пиковые уровни загрузки в 2025-м. Prologis начала инвестировать в дата-центры, предложение которых существенно отстает от спроса, что создает потенциал роста на ближайшие годы. Менеджмент компании заявил о планах ускорить развитие в сегменте дата-центров. На сегодня Prologis торгуется с форвардными мультипликатором P/coreFFO на уровне 19,4x, а по P/AFFO оценена в 24,1x при медианных значениях за последние пять лет — 24,3x и 26x соответственно. Потенциал роста акции PDL к указанной целевой цене с учетом дивидендной доходности превышает 20%.

### Энергетический сектор (вью негативное)

#### bp

**BP p.l.c. (BP)**, целевая цена — \$31,6  
На наш взгляд, рост цен на газ в отопительный период и восстановление маржинальности нефтепереработки позволят бумагам BP p.l.c. (BP) показать позитивную динамику, так как газ составляет 51% в структуре добычи компании, а самую большую долю в выручке занимает реализация нефтепродуктов. Компания имеет привлекательные мультипликаторы по сравне-



# Лучшие акции

## Топ-12 самых перспективных акций на 2025 год

нию с конкурентами. Прогнозные показатели P/E и EV/EBITDA 2025 составляют всего 7,4 и 3,5. Кроме того, BP щедро делится прибылью со своими акционерами. Так, по итогам III квартала совет директоров утвердил дивиденд в размере \$0,48 на АДР. Доходность к котировкам на 29 ноября составляла впечатляющие 6,6% годовых. На обратный выкуп BP за июль – сентябрь потратила \$2 млрд и может направить на эти цели еще столько же в последние три месяца 2024-го (около 2,7% от текущей капитализации). За III квартал BP сократила количество акций в обращении на 2%, что позитивно влияет на ее финансовые показатели в расчете на одну долевую бумагу. Рекомендация – «покупать».

### Товары вторичной необходимости (вью нейтральное)



**Nike (NKE)**, целевая цена — \$101

Капитализация Nike за последние три года сократилась на 55%. С начала 2024-го ее котировки снизились почти на 30%. Основная причина — падение продаж двузначными темпами, которое наблюдается на всех региональных рынках и по всем каналам продаж. Стабилизировать ситуацию на горизонте полугодия не удастся. Менеджмент сообщил о намерении сосредоточиться на нормализации цифровых продаж,

а также запустить линейку низкобюджетной обуви. Однако, несмотря на негативную динамику продаж, рентабельность бизнеса Nike не пострадала. Также важно, что компания обладает внушительным запасом наличности, объем чистых денежных средств составляет \$1,2 млрд. Остаток средств по текущей программе обратного выкупа акций — \$8 млрд. Ряд инвестдомов повысили целевые цены по NKE после публикации отчетности, несмотря на слабые результаты корпорации.

### Товары первой необходимости (вью нейтральное)



**Dollar Tree (DLTR)**, целевая цена — \$110

Котировки Dollar Tree опустились до многолетних минимумов. Форвардный мультипликатор P/E соответствует самой низкой в секторе отметке 11. При этом прогнозируется рост EPS компании — на 11% в будущем году и 15% ежегодно на пятилетнем горизонте. Это близко темпам, которые демонстрируют отраслевые лидеры. Позитивным триггером для финансовых показателей ретейлера может стать продажа сегмента дискаунтеров Family Dollar, который генерирует 45% выручки, но при этом тормозит развитие основного бизнеса. Анонсированное ранее выделение этого дивизиона быстро повысит рента-

бельность торговой сети, снизит ее долг и откроет возможности для развития основного бренда и цифровых сервисов.



# Итоги рынка IPO 2024 года

## Новая формула успеха

Постепенная активизация на рынке первичных размещений получила импульс за счет пересмотра подхода к оценке биржевых дебютантов

Несмотря на постепенное оживление после затишья в период пандемии, объем рынка IPO остается заметно ниже уровня 2019 года. С начала января по 17 декабря посредством первичных размещений в США было привлечено \$30,78 млрд против \$52,1 млрд пятью годами ранее. За указанный период текущего года на биржи США вышли 178 компаний против 124 за аналогичный период 2023-го, за который в рамках размещений было привлечено \$20,3 млрд.

Медленное восстановление активности связано с тем, что участники рынка, в том числе крупные венчурные инвесторы, стали осторожнее относиться к IPO с высокими оценками по мультипликаторам, так как после таких размещений капитализация компаний впоследствии падала ниже уровня, с которым они выходили на биржу.

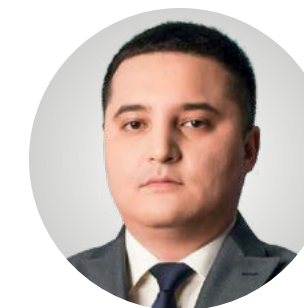
Тем не менее в 2024 году эмитенты стали гораздо ближе оцениваться к публичным аналогам, что привлекает внимание инвесторов. Например, ServiceTitan планировала предложить свои акции на открытом рынке по цене \$52–57, что означало ее оценку \$4,93 млрд. Этот уровень меньше, чем у аналогов, причем в 2021 году компания оценивалась в \$9,5 млрд. Заниженное ценовое предложение позволяет эмитенту и ее андеррайтерам установить оценку выше первоначального диапазона, а также успешнее продвигать предстоящее размещение в СМИ и усилить интерес инвесторов к этому событию. На акции ServiceTitan был таким образом предъявлен высокий спрос, что позволило увеличить диапазон размещения до \$65–67 и в итоге оценить бумагу в \$71.

Лидерами роста с объемом размещения свыше \$100 млн в уходящем году стали Reddit (+411% с момента размещения по 17 декабря), Astera Labs (+262%), LandBridge Company (+239%), Loar Holdings (+175%), American Healthcare REIT (+138%) и Rubrik (+124%). Стоит отметить, что перечисленные эмитенты представляют самые разные сектора экономики.

Ожидания в отношении активизации IPO на 2025 год остаются позитивными. Они могут реализоваться при стабилизации процентных ставок и макроэкономических условий.

**В уходящем году начался цикл снижения ставки ФРС, а особенностью рынка первичных размещений стала готовность компаний занижать свою оценку и размещаться по ценам близким к своим публичным аналогам. По такому сценарию прошли IPO Reddit, Tempus AI, ServiceTitan и ряда других компаний. Это указывает на сокращение разрыва между частной и публичной оценкой бизнесов. Самыми ожидаемыми IPO 2025 года можно назвать потенциальный выход на биржу финтехкомпания Chime, облачной платформы с ИИ-функционалом CoreWeave, поставщика ПО для обработки данных Databricks, производителя видеоигр Epic Games.**

Ерлан Абдикаримов,  
директор департамента финансового  
анализа Freedom Broker



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

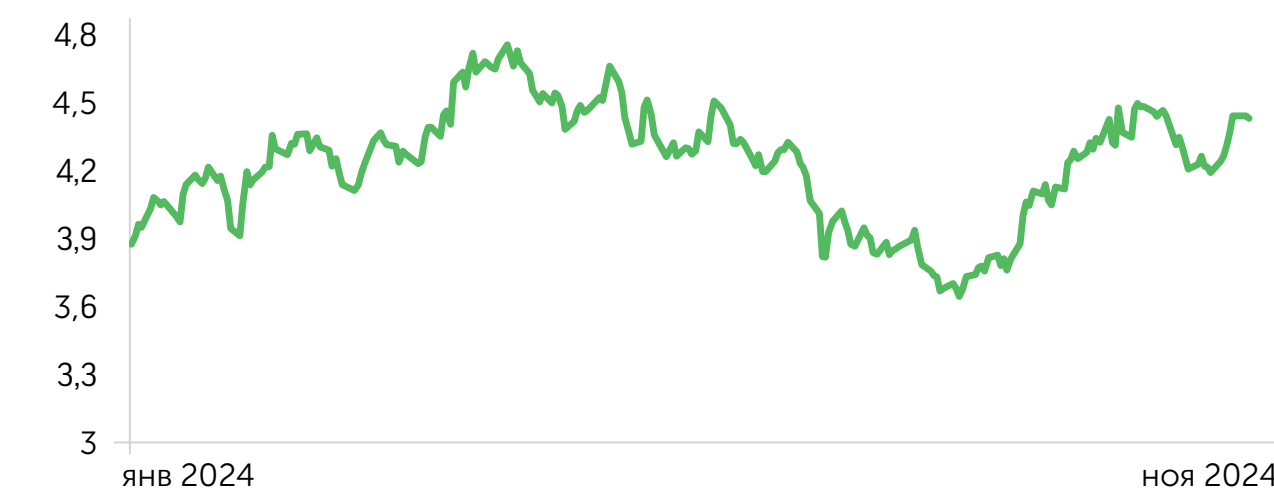
24 декабря 2024

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

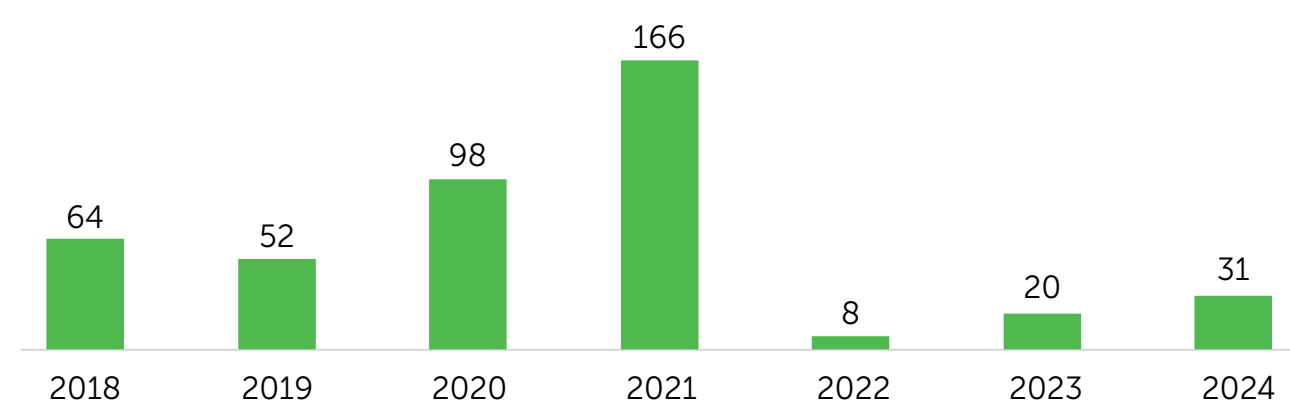
### Изменения индекса NDX за 1 год



### Изменения 10-леток США за 1 год (%)



### Привлеченный капитал по годам, млрд USD



# Перспективы рынка IPO в 2025 году

## Пополнение в секторе ИТ

Инвесторы дают оптимистичные прогнозы по рынку IPO, учитывая последние удачные размещения 2024-го



Дата основания: **2012 год**

Последняя оценка: **\$25 млрд**

Выручка за 2022 год: **\$1,8 млрд**

**1. Chime** с момента запуска в 2012 году стала одной из самых быстрорастущих фин-техплатформ в США. В отличие от традиционных банков, Chime сотрудничает с такими учреждениями, как Stride Bank, для предоставления своих услуг, уделяя особое внимание подходу, ориентированному на клиента, который нашел отклик у миллионов пользователей. Компания специализируется на устранении распространенных банковских сборов, в частности за овердрафт и ежемесячное обслуживание, что позволило сформировать лояльную клиентскую базу. Организатором потенциального размещения своих акций в 2025 году Chime выбрала Morgan Stanley.



Дата основания: **2017 год**

Последняя оценка: **\$23 млрд**

Выручка за 2024 год: **\$2 млрд**

**2. CoreWeave** — основанный в 2017 году поставщик облачных услуг, в том числе предоставляющий решения для вычислений на GPU и CPU, управляемый Kubernetes и варианты хранения. Среди клиентов компании в первую очередь представители секторов, требующих высокопроизводительных вычислений (машинное обучение, визуальные эффекты и искусственный интеллект). Изначально компания специализировалась на майнинге криптовалют. В планах менеджмента CoreWeave на 2024 год открытие 28 центров обработки данных по всему миру. Еще 10 дата-центров должно появиться в 2025 году. В качестве организаторов своего IPO компания пригласила Morgan Stanley, Goldman Sachs Group и J.P. Morgan Chase.



Дата основания: **2013 год**

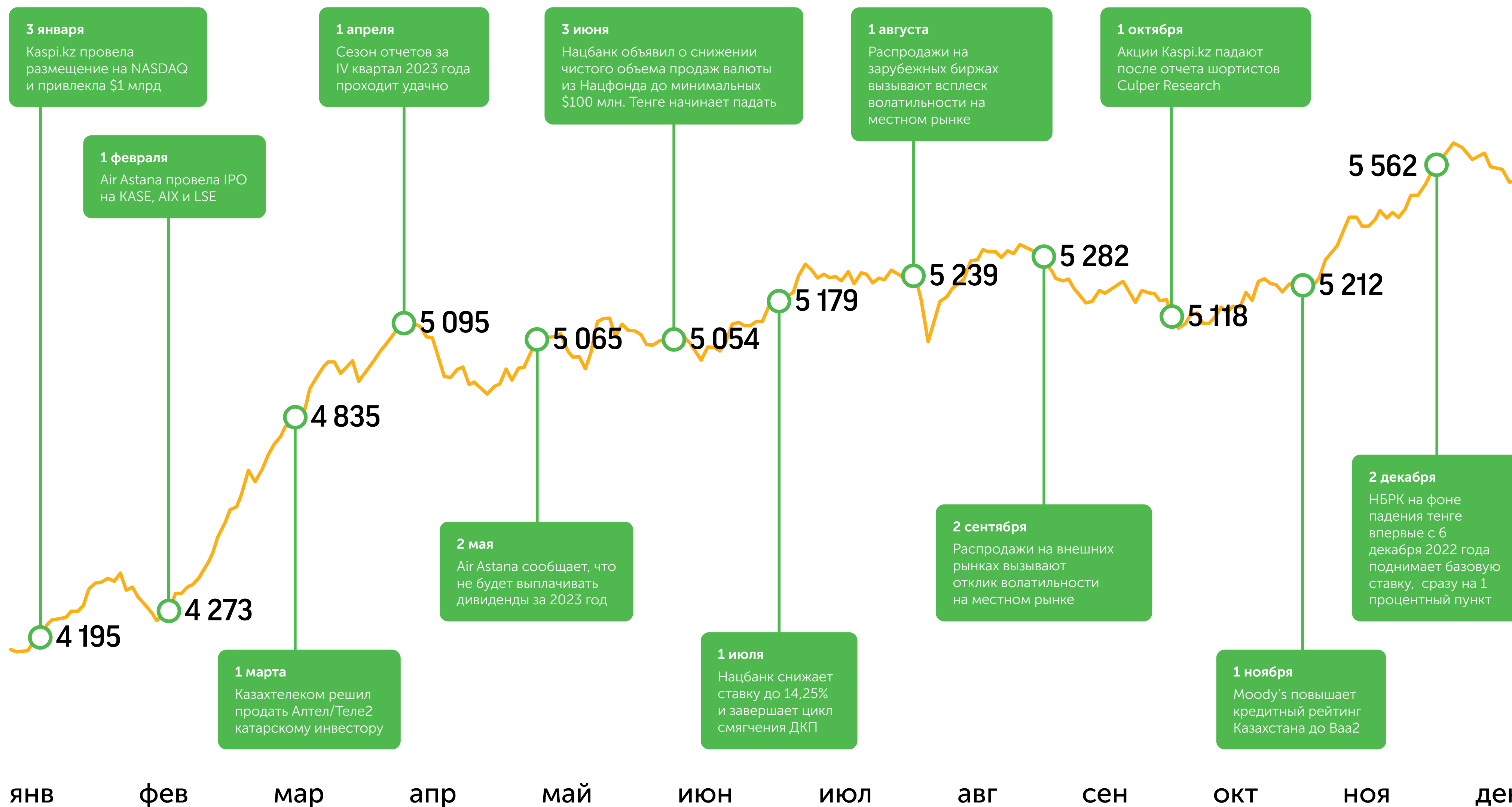
Последняя оценка: **\$62 млрд**

Выручка в 2024 год: **\$3 млрд**

**3. Databricks** — разработчик ПО для быстрой обработки больших данных и подготовки их к анализу с использованием машинного обучения. В базе компании более 5 тыс. клиентов, в том числе CVS Health, Comcast, Condé Nast и Nationwide. Из них свыше 500 тратят на услуги Databricks более \$1 млн в год. Среди инвесторов компании Fidelity Management and Research, Whale Rock Capital Management, Amazon, Salesforce Ventures, Andreessen Horowitz, Capital G (Google) и Microsoft. В 2024 году Databricks привлекла \$10 млрд при оценке в \$62 млрд.

# Рынок Казахстана в 2024 году (индекс KASE)

## Важные новости в одной инфографике



# Рынок Казахстана. Итоги года

## KASE вошел в лигу чемпионов

**Новые исторические максимумы.** В 2024 году индекс KASE смог превзойти результаты предыдущего года: если на 13 декабря 2023-го доходность бенчмарка составляла 27,9%, то на 18 декабря текущего года она достигла 32,5%. По нашим оценкам, основанным на динамике волн индекса, KASE находился в стадии роста 166 календарных дней. Данная стадия допускает до двух сессий снижения с условием сохранения восходящего тренда. Количество торгов, которые бенчмарк завершал на положительной территории составило 140, причем в 19 случаях его рост превышал 1%. Это сигнализирует о меньшей предрасположенности к волатильности в сравнении с крупными мировыми индексами, колебания которых на 1% и более случаются намного чаще. Максимальное повышение KASE составило 1,85%, оно зафиксировано по итогам торгов 20 мая, а наибольшее снижение, равное 2,52%, произошло 5 августа. С начала года индекс 62 раза обновил максимумы.

**Сравнительная динамика.** По темпам роста KASE, на конец третьей декады декабря составлявший 32,5%, заметно опережает ведущие фондовые бенчмарки. К примеру, S&P 500, который проводит весьма удачный год, поднялся 23,1%, а NASDAQ — на 26%. Немецкий DAX прибавил 20% с небольшим, индекс развивающихся рынков MSCI повысился на 7%. Однако негативная динамика тенге, в котором номинирован KASE, нивелирует часть его достижений. Пара USD/KZT с начала 2024-го укрепилась на 14,6%, поэтому в долларовом выражении рост казахстанского индекса составил лишь на 15,5%, что ближе к результатам японского Nikkei 225 (+16,8%) и гонконгского Hang Seng (+16,5%).

**Лидеры роста и снижения.** Третий год подряд лучше рынка в целом выглядят акции БЦК. За уходящий год они подорожали на 120%, в 2023-м выросли на 52,7%, а в 2022-м — на 60,8%. В 2021 году их котировки поднялись на 84,6%, что обеспечило эмитенту вторую строчку в списке лидеров роста. На этот раз «серебряная медаль» досталась Kcell (+74%), а «бронзу» получил Народный банк с результатом +50,4%. Доходность вложений в Казахтелеком составила 25,7%, в Казмунайгаз — 26,4%, в Kaspi.kz — 22,2%. Лидером снижения стала Air Astana (-30,5%), которая провела неудачное IPO. В небольшом минусе оказался Казтрансойл (-6,1%). Нейтральный результат показала KEGOC, подтвердившая звание самой стойкой бумаги локального рынка. Компания долго лидировала по 12-месячной дивидендной доходности, потеснив с этих позиций Народный банк. Однако банк под конец года утвердил вторую дивидендную выплату за год и вернулся на первое место с текущей доходностью около 14,2% при 10,8% у KEGOC.



**Ансар Абуев,**  
аналитик департамента  
финансового анализа  
Freedom Broker



**Инвестиционные  
перспективы  
2025 года**

24 декабря 2024

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



### Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 30.12.2022	Значение на 18.12.2024	Изменение, %
Индекс KASE	4 187,38	5 546,51	32,5%
Банк ЦентрКредит (KASE)	977,06	2 151,98	120,3%
Kcell (KASE)	1 954,98	3 400,70	74,0%
Халык Банк (KASE)	163,60	246,00	50,4%
Казахтелеком (KASE)	34 500,00	43 380,71	25,7%
Казмунайгаз (KASE)	11 541,00	14 588,00	26,4%
Kaspi (KASE)	45 600,00	55 705,71	22,2%
Казатомпром (KASE)	18 453,12	20 306,40	10,0%
KEGOC (KASE)	1 482,00	1 497,00	1,0%
Казтрансойл (KASE)	865,00	812,00	-6,1%
Air Astana (KASE)	1 190,00	827,00	-30,5%
Халык Банк (GDR)	15,16	18,34	21,0%
Kaspi (ADS)	92,50	97,08	5,0%
Казатомпром (GDR)	40,90	38,10	-6,8%
Air Astana (GDR)	9,15	6,20	-32,2%

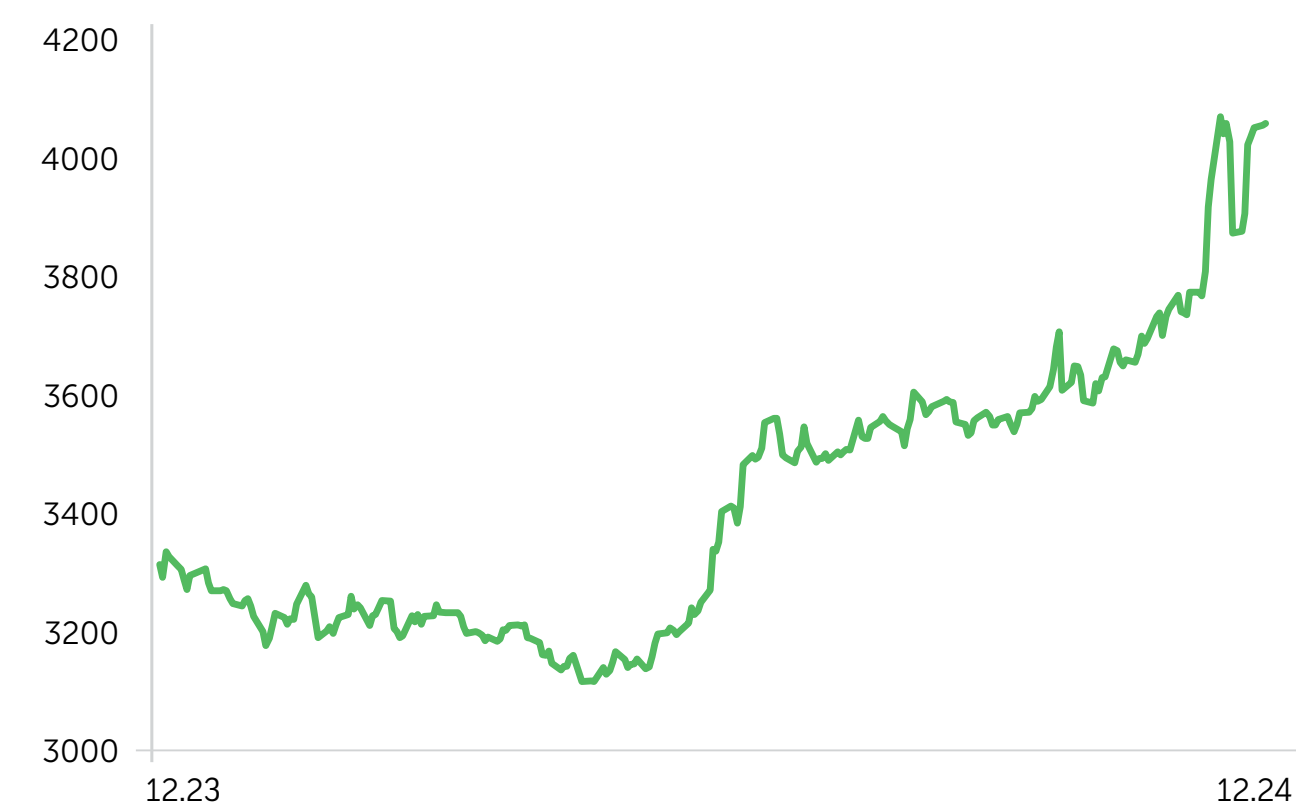
# Рынок Казахстана. Итоги года

## Движущие факторы рынка

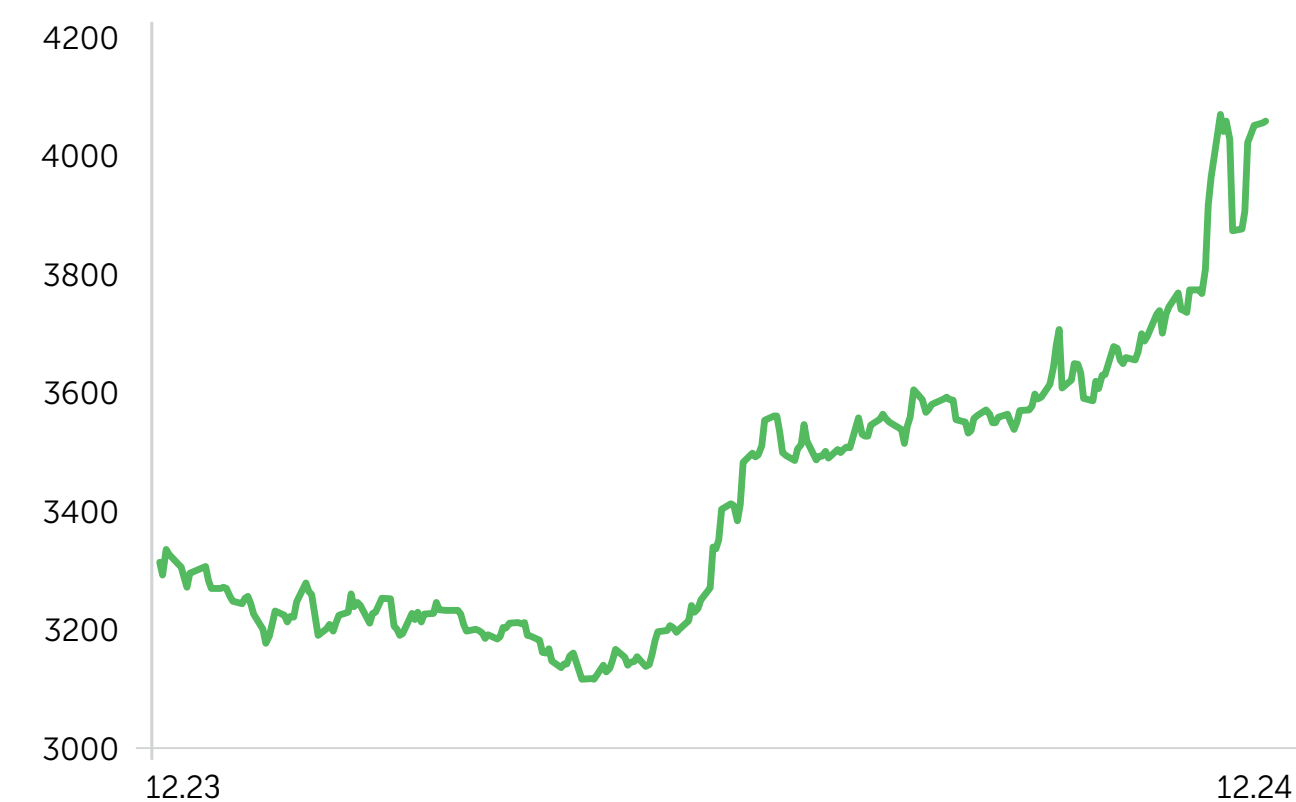
**Замедление инфляции и снижение базовой ставки.** На наш взгляд, основной причиной роста на казахстанских фондовых площадках стало смягчение ДКП на фоне замедления роста цен. В январе и феврале ставка была снижена на 0,5%. Цикл смягчения монетарных условий продлился до июля, когда ставка достигла 14,25%. Инфляция замедлилась с 9,5% в январе до 8,4% в ноябре. С июня началась волна ослабления тенге. Вкупе с увеличением государственных расходов для борьбы с последствиями обширных паводков это вызвало беспокойство по поводу нового скачка инфляции. Как мы сейчас видим, ИПЦ остался на уровне 8,4% с июня. ЦБ приостановил снижение ставок, что в итоге замедлило темпы роста казахстанского фондового рынка летом и в начале осени.

**Внешние и внутренние драйверы.** Дальнейшее ослабление тенге к доллару от 480 до 520 не стало причиной остановки ралли KASE. Мы считаем, что негатив от снижения курса перевесили позитивные корпоративные результаты компаний индекса за второй и третий квартал, а также восходящая динамика на внешних площадках после завершения президентских выборов в США. Сильная отчетность KEGOC и Казтрансойла стала основанием рекомендовать их акции к покупке. Корреляция между KASE и S&P 500 наглядно прослеживается при простом сравнении графиков двух индексов. Особенно четко синхронное движение заметно между апрелем и сентябрем. После некоторой паузы эта тенденция продолжилась в ноябре – декабре.

Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



# Рынок Казахстана в 2025 году

## Рост со скоростным ограничением

По нашим предварительным прогнозам, в следующем году повышение KASE может составить от 9% до 18%. Наша фундаментальная оценка индекса предполагает потенциал роста 11%. Однако этот ориентир корректируется с учетом финансовых результатов, которые компании публикуют от двух до четырех раз в год. В зависимости от положительного или отрицательного отклонения показателей отчетности от ожиданий целевые цены будут либо повышены, либо понижены. С середины 2023 года до середины 2024-го рынок реагировал на смягчение монетарной политики НБРК, однако из-за ослабления нацвалюты в конце года регулятору пришлось повысить ставку сразу на 1%. Данное решение, вероятнее всего, будет негативно учтено в будущем ценообразовании акций в индексе. Судя по публикуемой траектории движения базовой ставки, в будущем году вероятно возобновление ее снижения, но более умеренными темпами.

### Предстоящие IPO

В предварительном списке компаний, которые могли бы разместить свои акции на открытом рынке, значатся Казахстан Темир Жолы (КТЖ), QazaqGaz, Самрук-Энерго и Отбасы банк. На наш взгляд, больше всех шансов выйти на биржу у Отбасы, а наименее вероятно размещение КТЖ. Однако, учитывая необходимость длительной подготовки к IPO и отсутствие корпоративных новостей на эту тему, мы полагаем, что, скорее всего, 2025 год обойдется без биржевых дебютов на локальном рынке.

Эмитент	Значение на 18.12.2024	Текущая фундаментальная цель	Доля в индексе	Потенциал роста
<b>KASE</b>	<b>5546,51</b>	<b>6 157</b>		<b>11,0%</b>
Air Astana	827	1110,0	7,3%	34%
БЦК (CCBN)	2151,98	2000,0	9,8%	-7%
Халык Банк (HSBK)	246	305	15,9%	24%
Kcell (KCEL)	3400,7	1490,0	14,0%	-56%
KEGOC (KEGC)	1497	1760	3,7%	18%
КазМунайГаз (KMGZ)	14588	17600,0	13,3%	21%
Kaspi.kz (KSPI)	55705,71	69036	13,6%	24%
Казатомпром (KZAP)	20306,4	26600,0	15,2%	31%
Казахтелеком (KZTK)	43380,71	52200	5,4%	20%
КазТрансОйл (KZTO)	812	1100,0	1,9%	35%





# Рынок Казахстана в 2025 году

## Топ-5 наиболее привлекательных акций на горизонте года



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

**1. Народный банк (HSBK).** Один из наиболее привлекательных казахстанских эмитентов. Банк славится своим профилем генерации денежных средств, постоянным ростом квартальной прибыли и наиболее существенной недооцененности по мультипликаторам. Например, по коэффициенту P/E эмитент торгуется ниже всех в индексе KASE: оценка оставляет лишь 3,3х. Компания начала выплачивать дивиденд дважды в год. К текущему моменту их доходность составляет 14,3% годовых, что делает данную бумагу наиболее интересной дивидендной историей на локальном рынке.

**2. Казатомпром (KZAP).** Долевые бумаги долларового экспортера выступают в качестве защитного инструмента при обесценении тенге. Основная характеристика инвестиционного профиля компании — это ее долгосрочная ориентированность. Уран с каждым годом пользуется в развитых странах все более высоким спросом в качестве энергоносителя. Производством ядерной энергии начали интересоваться и крупные технологические компании, которым требуются высокие электроэнергетические мощности для обеспечения систем искусственного интеллекта.

**3. Казахтелеком (KZTK).** Несмотря на умеренно негативные отчеты за второй и третий кварталы, мы высоко оцениваем акции Казахтелекома. В перспективе компания получит большие денежные средства от продажи Мобайл Телеком-Сервис (МТС). Все еще открыт вопрос о специальных дивидендах, которые

могут оказаться почти в десять раз больше обычных объемов выплат. Согласно данным на сайте покупателя МТС, сделка может быть закрыта уже в январе 2025 года.

**4. Kaspi.kz.** Финтех по-прежнему демонстрирует в целом позитивные финансовые результаты, хотя его бизнес в Казахстане уже потенциально достиг пиковых уровней. Важнейшим событием для компании стало приобретение турецкого онлайн-маркетплейса Hepsiburada. Цена сделки оказалась значительно выше рыночной стоимости, что вполне нормально, учитывая контрольный пакет. Тем не

менее мы полагаем, что Kaspi крайне важна экспансия на новые рынки.

**5. Казмунайгаз.** В третьем квартале компании удалось значительно увеличить прибыльность: EBITDA и маржинальность выросли на фоне продолжения получения высокого уровня дивидендов от совместных компаний. За счет этого КМГ погасил часть долгов и сократил объем чистого долга, в результате чего долговая нагрузка упала с многолетних минимумов еще почти вдвое. Кроме того, собственный ориентир в отношении дивиденда за 2025 год был повышен с 492 до 574 тенге.



# Рынок Узбекистана. Итоги 2024 года

## Проверка на прочность

Уходящий год стал непростым испытанием для индекса TSMI, контрастируя с позитивным результатом 2023-го. В течение года бенчмарк демонстрировал устойчивый нисходящий тренд и к концу декабря опустился на 32,63%. Негативную динамику показали большинство компонентов индекса: лишь три из 12 акций завершают год в зеленой зоне. К октябрю ожидался разворот рынка вверх, однако этого не произошло, несмотря на значительный интерес инвесторов к высоколиквидным ценным бумагам.

Особым вниманием в 2024 году пользовались компании банковского сектора. Так, например, за I полугодие акции Ипак-Йули банка (IPKY) подорожали на 384%, достигнув 426 сумов, после продолжительного ралли котировки начали стабилизироваться и к концу года скорректировались до 136,99 сума. Однако итоговая доходность вложений в этот актив составила впечатляющие 55,67%. Напомним, что в октябре агентство Fitch Ratings подтвердило долгосрочный рейтинг банка на уровне «В» со стабильным прогнозом, отметив устойчивость финансовых показателей и эффективное управление рисками.

Одним из центральных событий для локального фондового рынка стало вторичное публичное размещение ценных бумаг Товарно-сырьевой биржи (URTS) в рамках программы «Народное IPO». В результате рынку было предложено 4,4% бумаг от уставного фонда компании (более 3 млн штук) объемом в 42,9 млрд сумов. Высокий спрос на акции эмитента обеспечила привлекательная дивидендная доходность, а также стабильность и предсказуемость его финансовых показателей. Большое значение для компании имело также проведение докапитализации за счет собственных средств.

По итогам этой процедуры каждый акционер получил по четыре дополнительных долевых бумаги на каждую имеющуюся, а цена была скорректирована до 3 079,8 сума на момент возобновления торгов. К концу отчетного периода акция подорожала до 3 599,99 (+16,9%). Бумаги приватизированного в 2023 году Ипотека-банка (IPTB) также оказались в числе показавших положительную динамику. Пиковая стоимость акций была зафиксирована в конце III квартала на уровне 1,58 сума, хотя к концу года она скорректировалась до 1,12 сума. Ранее проведенная продажа компании венгерскому OTP Bank стала отправной точкой для трансформации ее бизнес-модели, выразившейся, в частности, в сокращении субсидированных проектов и переходе к рыночному ценообразованию. Полагаем, что инвестиционная привлекательность эмитента в среднесрочной перспективе будет зависеть от тайминга имплементации новых механизмов.

Среди отстающих в составе TSMI в уходящем году были Универсалбанк (UNVB) (-38,85%) и Трастбанк (TRSB) (-39,35%). В числе аутсайдеров также оказался строительный сектор: Кизилкумцемент (QZSM) потерял 49,16% своей капитализации с начала 2024-го. Резкое снижение стоимости акций предприятия началось в середине мая и было вызвано слабой финансовой отчетностью за январь – март. Негативная динамика фундаментальных показателей продолжилась в течение следующих двух кварталов, провоцируя дальнейшую продажу акций. По итогам года их цена упала до 1 520 сумов, что стало одним из ключевых негативных трендов в секторе и сигнализировало о финансовых и операционных сложностях, с которыми сталкивается бизнес эмитента.

**Борис Бондарь,**  
инвестиционный аналитик  
Freedom Broker Uzbekistan



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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



### Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 03.01.2024	Значение на 17.12.2024	Изменение, %
TSMI Index	976,83	658,11	-32,63%
SQBN	10,18	9,90	-2,75%
QZSM	2 990,00	1 520,00	-49,16%
URTS	3 520,00	3 599,99	2,27%
UZTL	6 118,09	3 820,00	-37,56%
HMKB	31,45	24,00	-23,69%
IPKY	88,00	136,99	55,67%
UZMK	6 500,00	4 200,00	-35,38%
UZMT	69 598,00	69 000,00	-0,86%
CBSK	2,78	1,97	-29,14%
UNVB	13 573,00	8 300,00	-38,85%
TRSB	13 999,00	8 490,00	-39,35%
IPTB	1,03	1,12	8,74%

# Рынок Узбекистана.

## Итоги 2024 года

### Регуляторная среда

Одной из центральной инициатив по развитию локального рынка ценных бумаг стало упрощение процедуры открытия брокерского счета для резидентов и нерезидентов. Ожидается, что в следующем году профессиональные участники рынка продолжат создание необходимой инфраструктуры, чтобы обеспечить широкому кругу инвесторов доступ на локальные фондовые площадки. В июне уходящего года был утвержден порядок открытия индивидуального инвестиционного счета (ИИС) и учета средств на нем. Наличие ИИС дает налоговые льготы: часть зарплаты и других доходов, которые будут направляться на такие счета для приобретения ценных бумаг, не будут облагаться подоходным налогом, при условии что средства не будут выведены с ИИС как минимум 12 месяцев. Максимальная сумма с которой не будет взиматься налог, ограничена 100 МРОТ в год, или 115 млн сумов.

### Ключевые эмиссии узбекских эмитентов

21 мая 2024 года Узбекистан впервые разместил на мировых финансовых рынках суверенные международные облигации в трех валютах (UZS, USD, EUR) совокупным объемом около \$1,5 млрд. Купонная ставка по семилетним бондам на \$600 млн составила 6,9%, по «трехлеткам» в объеме 600 млн евро она была определена в 5,375%, а по бумагам с аналогичной дюрацией на 3 трлн сумов — в 16,625%. Цель эмиссии — привлечение средств для покрытия дефицита госбюджета и финансирования программ устойчивого развития. Высокую активность на долговом рынке проявило АО «Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана» (УзКРИ). С октября 2023 года эмитент успешно

разместил четыре выпуска на общую сумму 590 млрд сумов, что составляет 35,3% совокупного объема корпоративного долга в стране. Основные параметры выпусков: объем размещения от 50 млрд до 250 млрд сумов со ставкой купона 18–19% годовых и сроками обращения от трех до пяти лет. Еще одним успешным закрытым размещением на рынке долга отметился Хамкорбанк, выпустив дисконтные облигации в объеме 50 млрд сумов. Купонная доходность по этим бондам с годовой дюрацией составит 22% годовых.

### Рост экономики

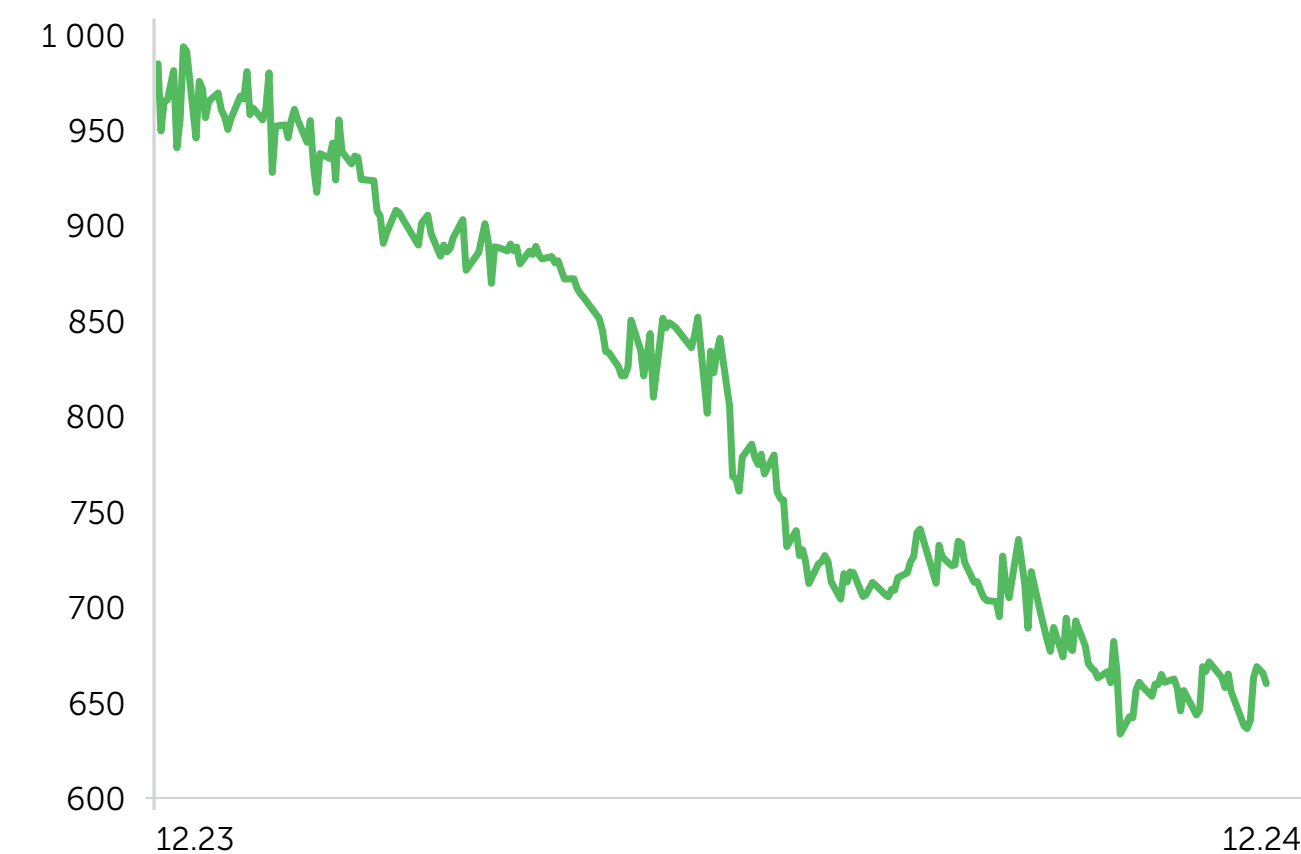
По итогам 10 месяцев 2024 года объем номинального ВВП Республики Узбекистан достиг \$100 млрд с ожидаемым доходом на душу населения \$3000. Ключевыми драйверами роста экономики стали динамичное развитие промышленности, увеличение объемов производства и иностранных инвестиций (более 30% от ВВП), а также удвоение экспортного оборота, который за указанный период превысил \$25 млрд. Согласно последнему прогнозу Центра экономических исследований и реформ (ЦИЭР), к концу года базовый показатель узбекской экономики прибавит 6,3–6,7%. Всемирный банк признал экономику Узбекистана одной из самых быстрорастущих в Центральной Азии.

### Инфляционные тренды и монетарная политика

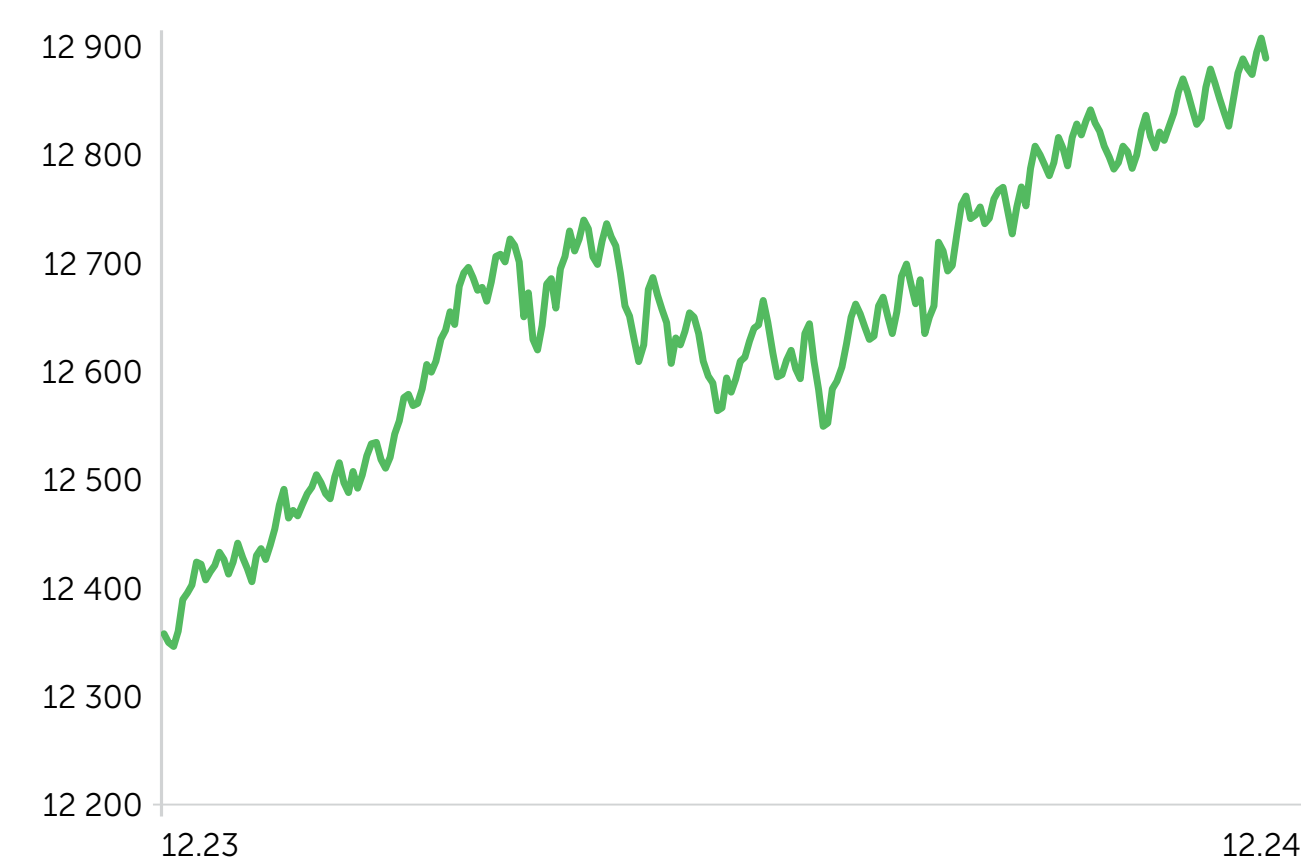
Прогнозы, сделанные в конце 2023 года относительно инфляции на 2024-й, подтвердились. В I квартале рост цен замедлился с 8,6% до 8% годовых. Это было обусловлено ослаблением влияния монетарных факторов, стабилизацией цен на продовольствие и сохранением



Динамика индекса EQRE, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



# Рынок Узбекистана.

## Итоги 2024 года

жесткой денежно-кредитной политики. Однако после повышения тарифов на энергоносители в мае инфляция во II квартале ускорилась сразу до 10,6% г/г. Несмотря на это, ЦБ в июле впервые за семь лет снизил ключевую ставку с 14% до 13,5%, руководствуясь нормализацией устойчивых компонентов инфляции и стоимости плодоовощной продукции, а также стабилизацией цен на внешних рынках. Темпы роста цен начали постепенное снижение в последующие месяцы и к ноябрю составляли 10,0 п.п., но этот уровень остается выше таргета ЦБ на 2024 год, составляющего 9,5 п.п.

### Кредитный рейтинг страны на уровне «ВВ-»

S&P Global Ratings 29 ноября подтвердило долгосрочный суверенный кредитный рейтинг Узбекистана в иностранной и местной валютах на уровне «ВВ-» со стабильным прогнозом. Эта оценка объясняется перспективами роста экономики страны в следующие 12 месяцев, а также умеренным уровнем долга относительно ВВП. В реальном выражении этот показатель в Узбекистане, по прогнозам агентства, увеличится на 6% в текущем году и на 5,5% в 2025-м. В 2026–2027 годах ожидается повышение ВВП на 5,4% ежегодно. Прогнозируется также сокращение бюджетного дефицита с 5% до 3,5% к 2027 году за счет перехода на рыночное формирование цен на энергоносители и благодаря сокращению расходов на субсидии и социальные программы.

### Девальвация сума по отношению к доллару

На конец отчетного периода курс узбекского сума по отношению к доллару США был установлен на уровне 12874,86. С начала года обесценение сума составило 4,2%, что существенно ниже результата за

2023-й, когда валюта девальвировала на 9,7%. Сдержать падение стоимости сума удалось за счет увеличения объемов расчетов в национальных валютах между Узбекистаном и основными торговыми партнерами (Россией, Китаем и Казахстаном), благо-

даря значительному притоку валюты в виде денежных переводов от трудовых мигрантов, прямых иностранных инвестиций, а также привлечения капитала посредством эмиссии суверенных и корпоративных еврооблигаций.



# Рынок Узбекистана.

## Ожидания на 2025 год

### От депозитов к долговым инструментам

Сохранение высоких ставок по банковским вкладам как для физических, так и для юридических лиц по-прежнему препятствует развитию рынка корпоративного долга, делая привлечение заемного капитала дорогостоящим для компаний. В то же время конъюнктура рынка оказывается привлекательной для микрофинансовых организаций (МФО), которые сфокусированы на диверсификации базы фондирования и быстром наращивании кредитных портфелей. Помимо высоких доходностей, аппетит инвесторов к таким инструментам в новом году обеспечит окончательное введение ИИС, а также освобождение от налогов на купонные доходы, которое было продлено до 1 апреля 2028 года. Это усилит конкуренцию долговых инструментов с депозитами, создавая новые перспективы для развития фондового рынка Узбекистана.

### Приватизация госкомпаний и продолжение программы «Народное IPO»

В 2025 году передача части госпредприятий в частное владение продолжится путем привлечения стратегических инвесторов через публичные торги и размещения на иностранных биржах в рамках курса на сокращение доли государства в экономике. В планах на приватизацию стоят Дехканабадский калийный завод, Самаркандский автомобильный завод, а также стратегически важные игроки в банковском секторе, энергетике и телекоммуникациях, такие как Алмалыкский горно-металлургический комбинат (АГМК), Навоийский горно-металлургический комбинат (НГМК), Узпромстройбанк, AsakaBank и Узтелеком. Ожидаем, что привлечение иностранных инвесторов в управле-

ние публичными эмитентами будет способствовать созданию все более конкурентоспособной среды на рынках, повышая инвестиционный потенциал крупных публичных госпредприятий. В 2025 году планируется продолжение «народного IPO», участие в котором могут принять АГМК, Узтелеком, Узтемирйулконтейнер и другие крупные компании. На примере повышенного интереса к прошедшему в 2024-м SPO УзРТСБ можно рассчитывать на успех предстоящих размещений.

**Стратегии Нацбанка.** Центральный банк представил три варианта курса своей ДКП в будущем году. Основным сценарий предполагает увеличение ВВП на 5,5–6% с замедлением инфляции до 6–7% в условиях жесткой монетарной политики. Альтернативное развитие ситуации учитывает внешние риски, при реализации которых ВВП поднимется на 5–5,5%, а инфляция составит 7–8%. В пессимистичный прогноз регулятор закладывает инфляцию в диапазоне 8–9%, что может быть спровоцировано климатическими факторами и дисбалансом на рынках энергоносителей. На наш взгляд, пока замедление инфляции остается под вопросом. Это связано с продолжающимися реформами в энергетической отрасли, с устойчивым потребительским спросом и отменой налоговых льгот в отдельных секторах с начала нового года. Предполагаем, что ЦБ будет осторожно подходить к дальнейшему снижению ключевой ставки.

### Инвестиционные перспективы секторов локального рынка

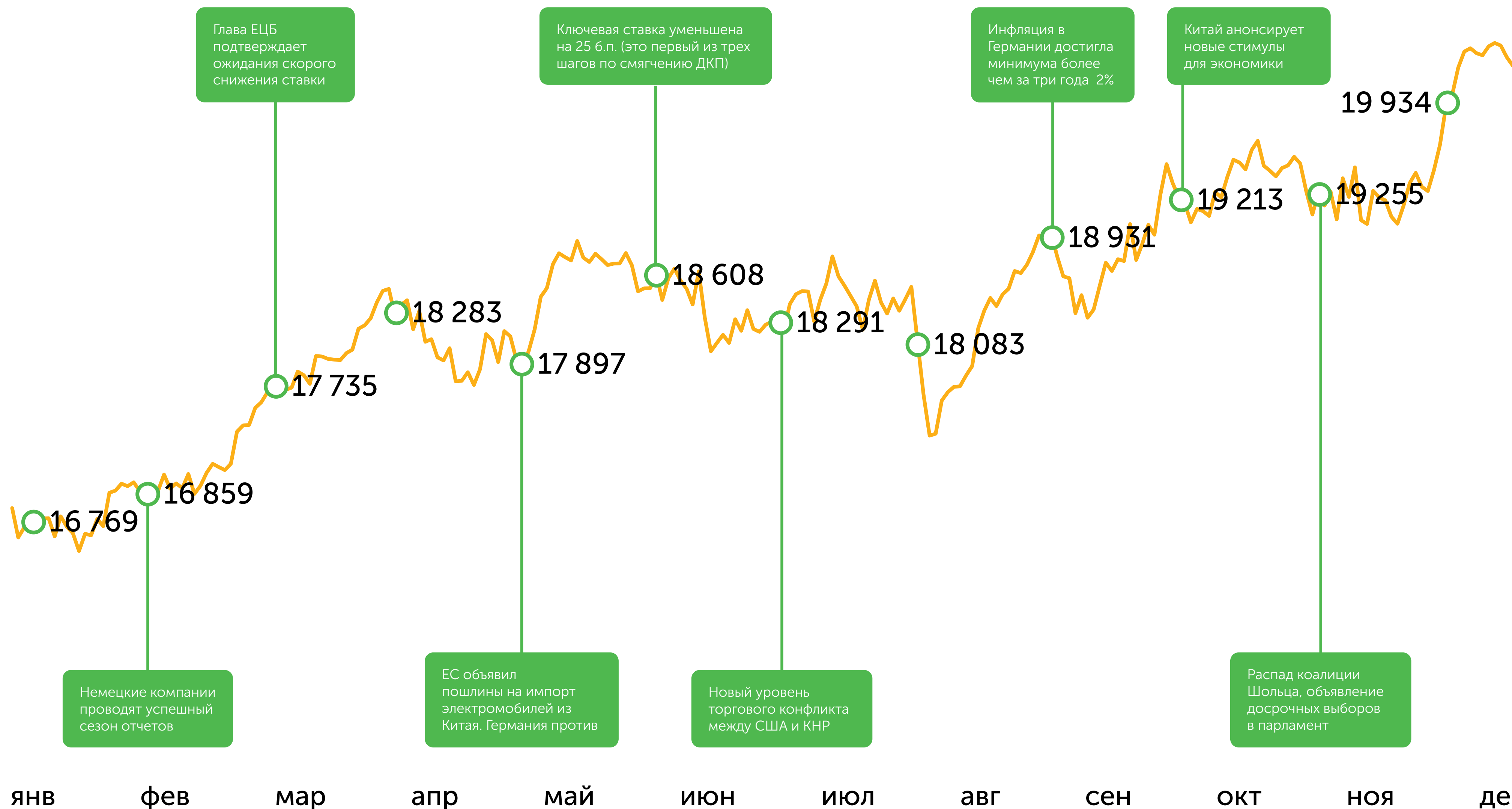
Наибольший интерес для инвестирования в новом году будут представлять эмитенты банковского сек-

тора. Несмотря на общую просадку рынка в этом году, фундаментальные составляющие для банков представляются благоприятными на фоне сохранения ими финансовой стабильности, рекордного роста комиссионных доходов (частично за счет увеличения объема денежных переводов из-за рубежа) и стабильного расширения совокупного кредитного портфеля, поддерживаемого спросом населения. Учитывая по-прежнему сравнительно низкую ликвидность рынка узбекских акций, можно констатировать, что большинство локальных банков торгуются с солидным дисконтом как к своей фундаментальной стоимости, так и к аналогам из развивающихся стран.



# Рынок Германии в 2024 году (индекс DAX)

## Важные новости в одной инфографике



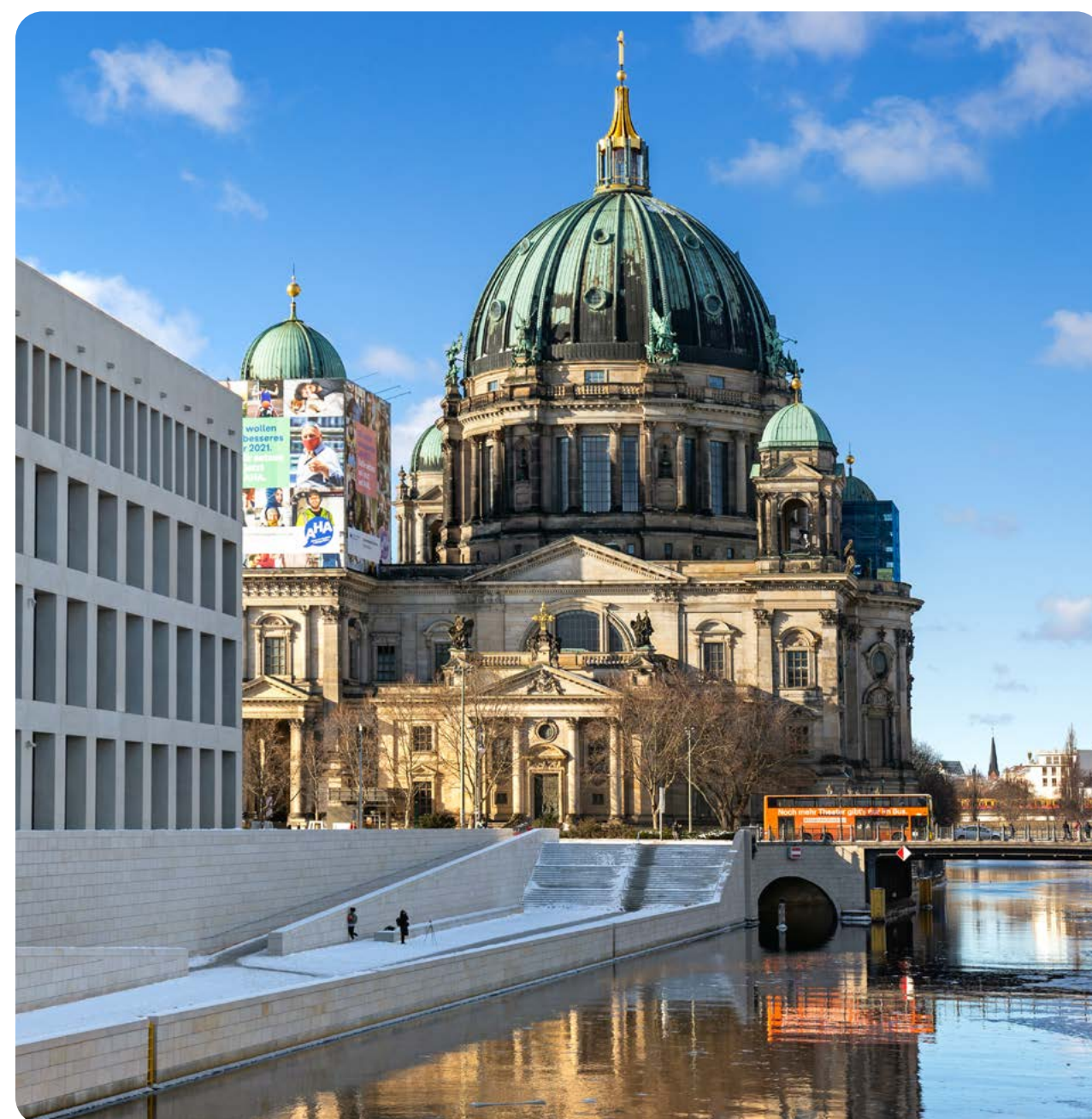
# Рынок Германии. Итоги 2024 года

## Есть 20 000 пунктов!

**2024 год для индекса DAX ознаменовался достижением психологически важной отметки 20 000 на фоне продолжившегося замедления инфляции и начала смягчения ДКП.** В I квартале немецкий рынок неоднократно устанавливал новые исторические максимумы. Рост индекса DAX составил 10,4%, что стало одним из лучших результатов за последние годы. В фокусе инвесторов была монетарная политика ЕЦБ, находящаяся под влиянием важных макроэкономических данных. Инфляция за этот период замедлилась с 3,7% до 2,5% годовых, а в еврозоне составила 2,6%. Оба показателя активно приближались к таргету ЕЦБ на уровне 2%, что подтвердило предположения участников рынка о том, что в июне регулятор приступит к снижению ставок. В консенсус закладывалось два или три ее пересмотра до конца года. На этом фоне уверенную позитивную динамику показывали технологические компании: котировки немецкой SAP с января по март поднялись на 29%. Дополнительной поддержкой для индустрии стала сенсационная отчетность NVIDIA.

**Период с апреля по июнь в целом оказался нейтральным для немецких рынков.** Влияние на котировки в апреле оказал неожиданно осторожный подход ФРС к корректировке монетарной политики: ставка была сохранена без изменений из-за сильных данных рынка труда и недостаточно выраженного замедления инфляции. Давление на динамику фондовых площадок оказывал вооруженный конфликт на Ближнем Востоке. В то же время сильные финансовые отчеты ряда немецких компаний за I квартал обеспечили существенной поддержкой позиции «быков» в мае. В июне ЕЦБ впервые

за долгое время снизил ставки, хотя инфляция за май неожиданно ускорилась. Парламентский кризис во Франции был воспринят на биржах негативно. ЕС объявил о введении дополнительных тарифов на импорт электромобилей из Китая, что отрицательно сказалось на автопроизводителях Германии из-за ожидания ответных мер. В июле сильное давление на котировки технологических компаний оказывала тревога из-за нового ужесточения условий экспорта полупроводников из США в Китай.



**Данияр Оразбаев,**  
аналитик департамента финансового  
анализа Freedom Broker



**Инвестиционные  
перспективы  
2025 года**

24 декабря 2024

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

### Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 29.12.2023	Значение на 16.12.2024	Изменение, %
DAX INDEX	16 751,64	20 313,81	21,3%
ENR GR Equity	12,00	50,86	323,8%
RHM GR Equity	287,00	626,00	118,1%
SAP GR Equity	139,48	240,45	72,4%
ZAL GR Equity	21,45	34,35	60,1%
MTX GR Equity	195,25	325,70	66,8%
HEI GR Equity	80,94	123,50	52,6%
8TRA GR Equity	21,32	28,65	34,4%
ADS GR Equity	184,16	242,80	31,8%
G24 GR Equity	64,16	87,85	36,9%
DBK GR Equity	12,36	17,11	38,4%
MUV2 GR Equity	375,10	520,20	38,7%
CBK GR Equity	10,76	15,41	43,2%
4GLD GR Equity	59,90	81,10	35,4%



# Рынок Германии. Итоги 2024 года

## Есть 20 000 пунктов!



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

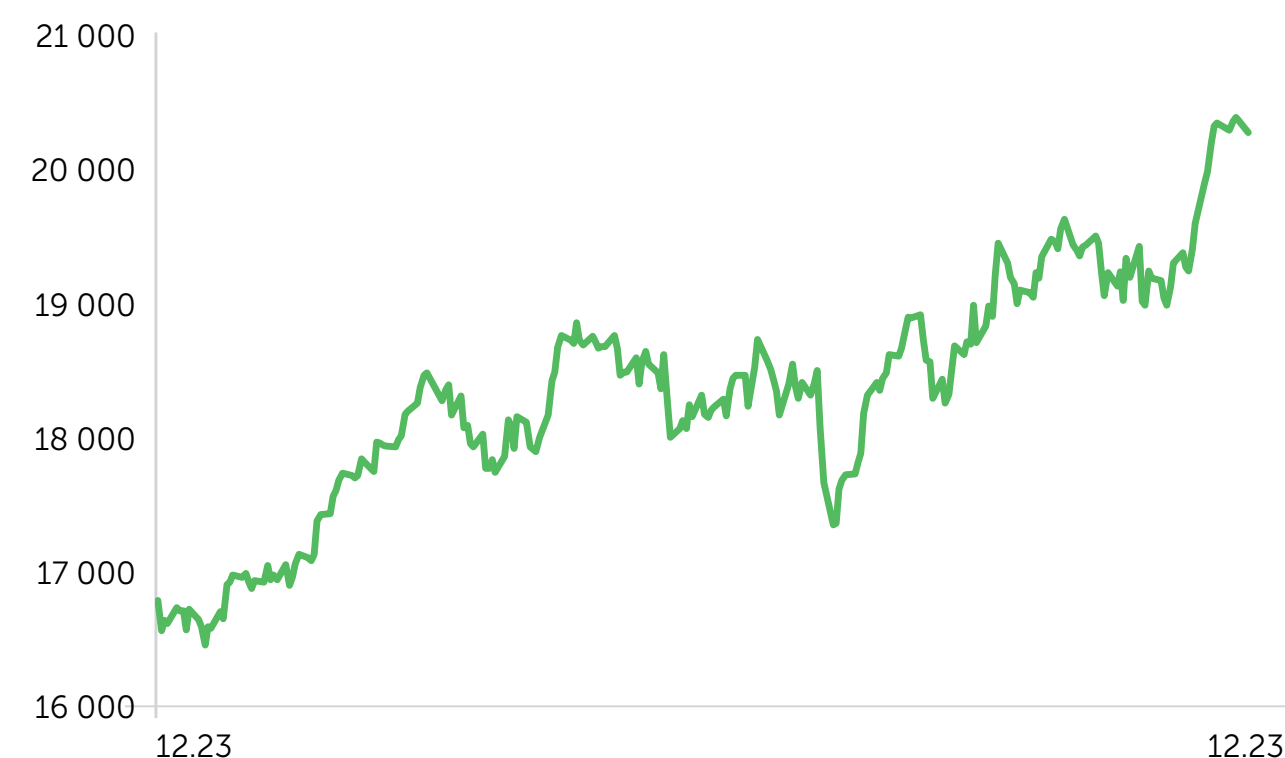
24 декабря 2024

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

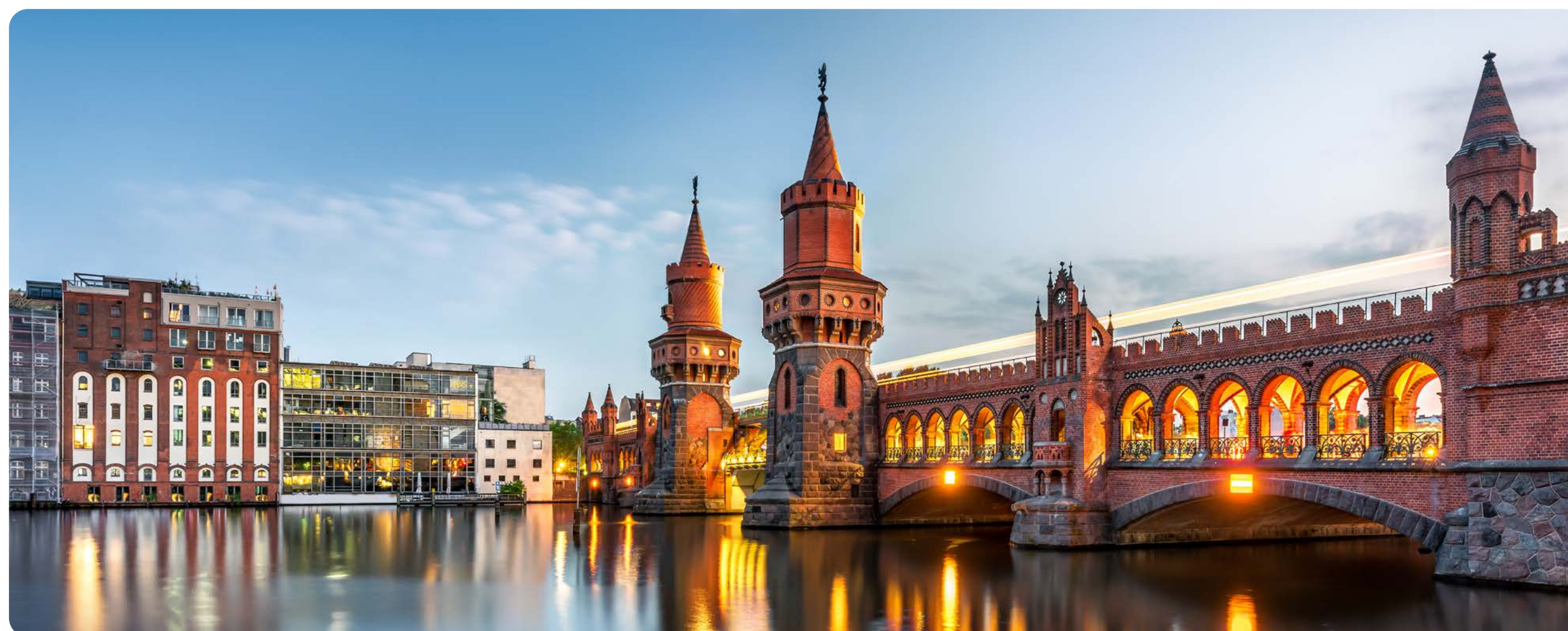
**Позитивные настроения берут верх.** Несмотря на коррекцию в начале августа под влиянием сворачивания операций керри-трейд в иенах из-за повышения ставки Банком Японии и неоднозначных данных рынка труда в США, планы ФРС снизить ставку в сентябре и сильные отчеты многих немецких компаний способствовали достижению новых максимумов индексом DAX. К тому же в Германии продолжилось замедление инфляции, которая достигла 2%, что позволило ЕЦБ снизить ставку еще на 25 б.п. В свою очередь, Федрезерв начал цикл смягчения монетарных условий с понижения ставки сразу на 50 б.п. Позитивно рынки отреагировали на намерения властей КНР усилить поддержку экономики. Правда, после того как стало известно о конкретных

мерах по стимулированию экономического роста в Китае, инвестсообщество испытало разочарование, расценив планируемые шаги как недостаточные. В начале ноября в фокусе внимания бирж всего мира были президентские выборы в Штатах. Победа Трампа была положительно воспринята большинством рынков, в том числе и американским. В то же время для некоторых европейских компаний приход республиканского кандидата в Белый дом грозит повышением пошлин на ввоз их продукции в США. Всплеск волатильности на рынке Германии вызвал распад правительственной коалиции после отставки министра финансов. Несмотря на неоднозначный новостной фон, в начале декабря DAX продолжил устанавливать рекорды.

Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год





# Рынок Германии. Итоги 2024 года

## Повестку задает внешний фон



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 2024

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

### Основные тренды следующего года

**1. Замедление инфляции и дальнейшее смягчение монетарной политики.** Инфляция в большинстве государств еврозоны продолжит снижаться, приближаясь к целевому уровню ЕЦБ 2%. Еврокомиссия прогнозирует этот показатель на 2025 год для Германии в пределах 2,1%. Консенсус предполагает снижение ставки ЕЦБ на 100 базисных пунктов, примерно к 2%. В то же время статистика инфляции будет становиться все менее значимым фактором для биржевых котировок, хотя любое непредвиденное изменение дезинфляционных процессов может приводить к локальным коррекциям, учитывая текущие позитивные ожидания.

**2. Проблема роста экономики.** ВВП Германии за 2024 год, согласно ориентирам Еврокомиссии, сократится на 0,1% г/г, хотя изначально в прогнозы закладывался его рост в пределах 0,6–1,3%. Таким образом, отрицательная динамика базового показателя экономики продолжится второй год подряд. В ожидания на 2025 год многие экономисты и институты закладывают повышение немецкого ВВП на 0,2–0,7%. Факторов для преодоления стагнации в экономике эксперты пока не видят. В качестве причин продолжения околонулевой отрицательной динамики называют сильную конкуренцию со стороны Китая и протекционистскую политику Дональда Трампа, в частности, его планы установить повышенные тарифы на импорт из ЕС. В положительную зону европейская экономика способна выйти за счет внутреннего спроса, который будет поддерживаться смягчением монетарных условий.

**3. Политический фактор.** Ввиду распада трехпартийной коалиции канцлера Шольца на 23 февраля 2025-го назначены внеочередные выборы в парламент Германии. Рост популярности радикальной партии АдГ в некоторых регионах станет дополнительным фактором риска для рынков. Кроме того, из-за политической турбулентности бюджет нового правительства на 2025 год будет утвержден лишь во втором полугодии, а во временном документе не предусмотрено достаточного объема мер стимулирования экономического роста. Ситуация во Франции, где ожидаются активные дискуссии по параметрам бюджета, также будет оказывать влияние на динамику фондовых площадок еврозоны в целом и Германии в частности.

**4. Ситуация на валютном рынке.** Основная валютная пара EUR/USD в уходящем году снизилась на 5%. При этом достижения паритета между евро и долларом экономисты не прогнозируют. Многие считают, что текущая оценка доллара уже достаточно высока,

поэтому его дальнейшее укрепление маловероятно. В свою очередь, ослаблению американской валюты могут поспособствовать увеличение дефицита бюджета США и ухудшение макроданных, что существенно усилит вероятность снижения ставки ФРС.

**5. Настроения бизнеса и инвесторов.** В 2024 году результаты опросов, проводимых среди менеджмента компаний и инвесторов в Германии, в целом не указывали на их оптимизм. К концу года индекс деловой активности (PMI) находится на отметке 47,8 пункта, указывая на спад, как и все значения ниже 50 пунктов. Оценка бизнес-климата от Ifo находится на минимуме с октября 2022-го и составляет 84,7 пункта. Индекс настроений потребителей закрепился на отметке -23,3 пункта, оставаясь в негативной зоне уже два года. Общий пессимизм несколько ослаб после снижения ставки ЕЦБ. Если инвестсообщество будет проявлять более оптимистичный настрой, 2025 год для рынка вновь может оказаться позитивным.



# Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

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



Инвестиционные  
перспективы  
2025 года

24 декабря 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.