

№314 28 февраля 2025

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Игра на нервах

Опасения по поводу планируемых Белым домом масштабных тарифов на импорт привели к усилению инфляционных ожиданий и ослаблению деловой активности

Казахстан

Сезон отчетов обещает новый шанс

Армения

Дрейф продолжается

Германия

Разрешение на посадку

ОАЭ

В ожидании ориентиров

Мы выпускаем двухнедельные инвестиционные обзоры более десяти лет.

Наши аналитики внимательно отслеживают события на фондовых рынках мира, рассказывают, какие тренды на них сформировались, кто оказался в аутсайдерах, а кто, наоборот, стал фаворитом инвесторов. Мы делимся нашими ожиданиями и прогнозами на будущее, рассказываем про компании малой капитализации, а также предлагаем перспективные идеи на рынке.

Инвестиционные обзоры помогают сориентироваться в мире финансов и узнать ключевые новости и тренды за последние две недели, если вы их пропустили. Такая ретроспектива позволяет принимать взвешенные и осознанные инвестиционные решения на рынке.

По мере роста Freedom Holding Corp. расширяется и аналитическое покрытие стран. Мы осуществляем мониторинг не только фондовых площадок США, Казахстана, Германии и Узбекистана, но также Армении и ОАЭ. Это позволяет предоставлять клиентам всесторонний и максимально актуальный анализ текущей экономической ситуации и биржевой конъюнктуры в странах присутствия холдинга.

Наши обзоры стали неотъемлемой частью инвестиционной деятельности для многих. Мы надеемся и дальше оставаться надежным источником информации и аналитики для наших клиентов.

Приятного чтения!

Содержание



Рынок США. Игра на нервах.....	4
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	5
Самое главное. Космическая прагматика: как заработать на спутниках.....	6
Актуальные тренды. Обзор на 24 февраля.....	7
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков.....	9
Обзор компаний малой капитализации.....	12
Инвестиционная идея. aTyr Pharma. Высокоточная терапия.....	13
Текущие рекомендации по акциям.....	15
Опционная идея. PUT CREDIT SPREAD ON CVNA.....	16
IPO AIRO Group Holdings. Крылатый бизнес.....	17
Рынок Казахстана. Сезон отчетов обещает новый шанс.....	18
Рынок Германии. Разрешение на посадку.....	20
Инвестиционная идея. Merck KGaA. Новая точка роста.....	22
Рынок Армении. Дрейф продолжается.....	23
Рынок ОАЭ. В ожидании ориентиров.....	25
Новости Freedom Holding Corp.....	27
Контакты.....	28

Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global

Фондовый рынок США

Игра на нервах

Опасения по поводу планируемых Белым домом масштабных тарифов на импорт привели к усилению инфляционных ожиданий и ослаблению деловой активности



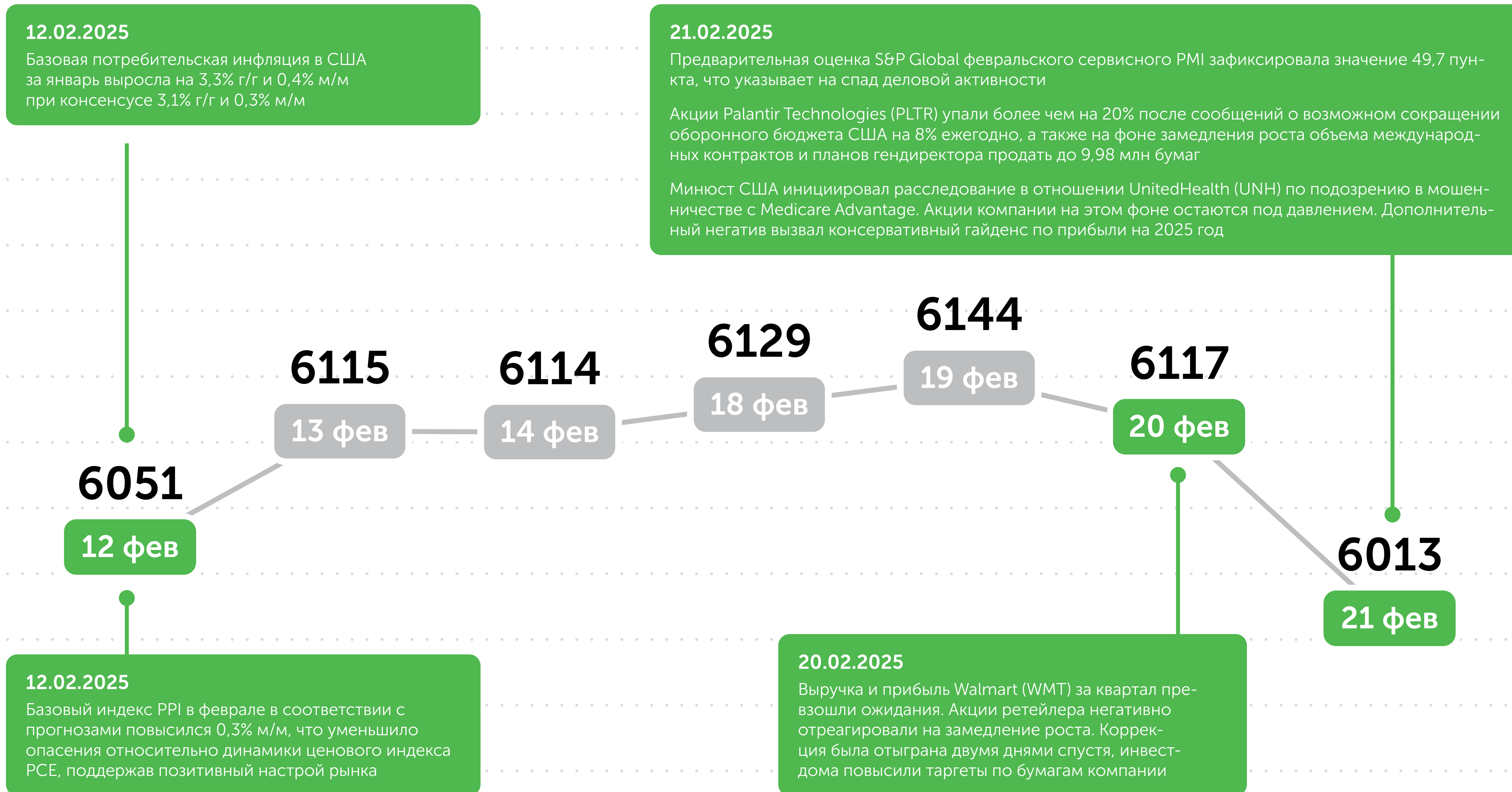
По состоянию на 25.02.2025

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-1,60%	-0,52%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-2,24%	0,24%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-2,61%	-1,35%
UUP	Доллар	-0,14%	-0,89%
FXE	Евро	-0,30%	0,37%
XLF	Финансовый сектор	-2,03%	0,20%
XLE	Энергетический сектор	0,95%	-2,73%
XLI	Промышленный сектор	-1,97%	-4,08%
XLK	Технологический сектор	-2,13%	-0,50%
XLU	Сектор коммунальных услуг	1,48%	0,27%
XLV	Сектор здравоохранения	1,13%	2,76%
SLV	Серебро	0,96%	5,53%
GLD	Золото	1,67%	6,96%
UNG	Газ	12,42%	24,59%
USO	Нефть	-0,62%	-7,10%
VXX	Индекс страха	5,55%	5,27%
EWJ	Япония	-0,40%	2,61%
EWU	Великобритания	-0,52%	3,35%
EWG	Германия	-1,40%	5,68%
EWQ	Франция	-1,27%	4,22%
EWI	Италия	0,02%	6,03%
GREK	Греция	0,40%	3,99%
EEM	Страны БРИК	1,10%	5,55%
EWZ	Бразилия	-3,41%	6,84%
RTSI	Россия	5,59%	26,80%
INDA	Индия	-0,58%	-3,01%
FXI	Китай	3,42%	17,85%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (12.02.2024 – 21.02.2025)



Самое главное

Космическая прагматика: как заработать на спутниках

Сервис Starlink в 2015 году был создан SpaceX «под руководством» Илона Маска. И уже после первых запусков в 2019-м с проблемами столкнулись астрофизики, которые изучают далекий космос. Низкоорбитальные спутники были слишком заметны при изучении ночного неба: они отражали свет солнца. Сотрудники чилийской обсерватории Cerro Tololo Inter-American констатировали, что качество фотографических снимков космических объектов заметно упало. Текущий масштаб проблемы можно визуально оценить на сайте satellitemap.space. На нем видно, что около 8 тыс. спутников — и не только от Starlink — мешают обзору и наблюдениям за небесными объектами.

Но когда чьи-то проблемы останавливали прогресс? 9 февраля T-Mobile (TMUS) во время матча Super Bowl начала открытое бета-тестирование услуг спутниковой сотовой связи direct-to-cell в сотрудничестве со Starlink. T-Mobile продолжила «отъедать» долю рынка у AT&T (T) и Verizon (VZ), и сотрудничество со Starlink помогает ей в этом. Безусловно, у этого сервиса есть своя отдельная подписка для получения связи напрямую. Но, на мой взгляд, пока спутниковые коммуникации имеют ряд недостатков: для соединения нужно быть под открытым небом, при этом качество хуже, чем у классической мобильной связи, а в большинстве случаев еще и дороже. И все же спутниковый интернет — это хорошее решение для сельской и/или малонаселенной местности. Как бы то ни было, котировки T-Mobile выросли более чем на 60% за последний год.

К 2030 году многие из нынешних недостатков спутни-

ковой связи будут устранены. Ее качество улучшится, а стоимость запуска спутника значительно снизится, что позволит этому формату напрямую конкурировать с более привычными для нас сегодняшними стандартами. Так, стоимость спутника Starlink v1.5 составляла около \$10 тыс., а в ближайший год должна появиться версия Starlink v3, которая будет вдвое дешевле. Если тренд продолжится, то к 2030 году покупка спутника по затратам будет сопоставима с приобретением ноутбука или даже смартфона. Качество связи только с 2023-го уже заметно повысилось: задержка с получением сигнала снизилась в пять раз и уже вполне соответствует этому параметру мобильной связи. Проблема с доступом к открытому небу в любом случае остается, и вряд ли ее удастся решить на горизонте пяти лет без значимых инвестиций в инфраструктуру в виде антенн и усилителей сигналов. Однако это не мешает Starlink набирать подписчиков: их число к концу сентября 2024-го достигло 4 млн. К 2030-му можно ожидать, что доля спутниковой связи на соответствующем рынке приблизится к 10%.

Конкуренция в секторе спутниковой очень высока уже сейчас. Здесь присутствуют AST SpaceMobile (ASTS), которая имеет соглашение с Verizon и AT&T, Apple (AAPL), использующая спутники Globalstar (GSAT) для своей системы Emergency SOS и владеющая 20% компании GSAT, Amazon с проектом Kuiper, который, правда, по всем параметрам отстает от Starlink на четыре-пять лет. К этой же индустрии относятся OneWeb от Eutelsat, Iridium Communications (IRDM), Lynk Global и другие.

Для инвесторов оптимальным решением будет ставка на компании, которые продают компоненты для создания низкоорбитальных спутников. Например, стоит обратить внимание на Filtronic (FTC), которая торгуется на Лондонской бирже и специализируется на микроволновых и миллиметровых (mmWave) технологиях, без которых спутниковая связь не работает, или на листингованную на Тайваньской бирже Universal Microwave Technology (UMT). Предположительно, к 2030 году текущее число спутников увеличится до 80 тыс., а следовательно, многократно возрастет и спрос на комплектующие для них. А вот мечтающим о космосе энтузиастам и астрофизикам, к сожалению, остается лишь надеяться, что решение проблемы «закрытого неба» как-нибудь найдется.

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global



Актуальные тренды

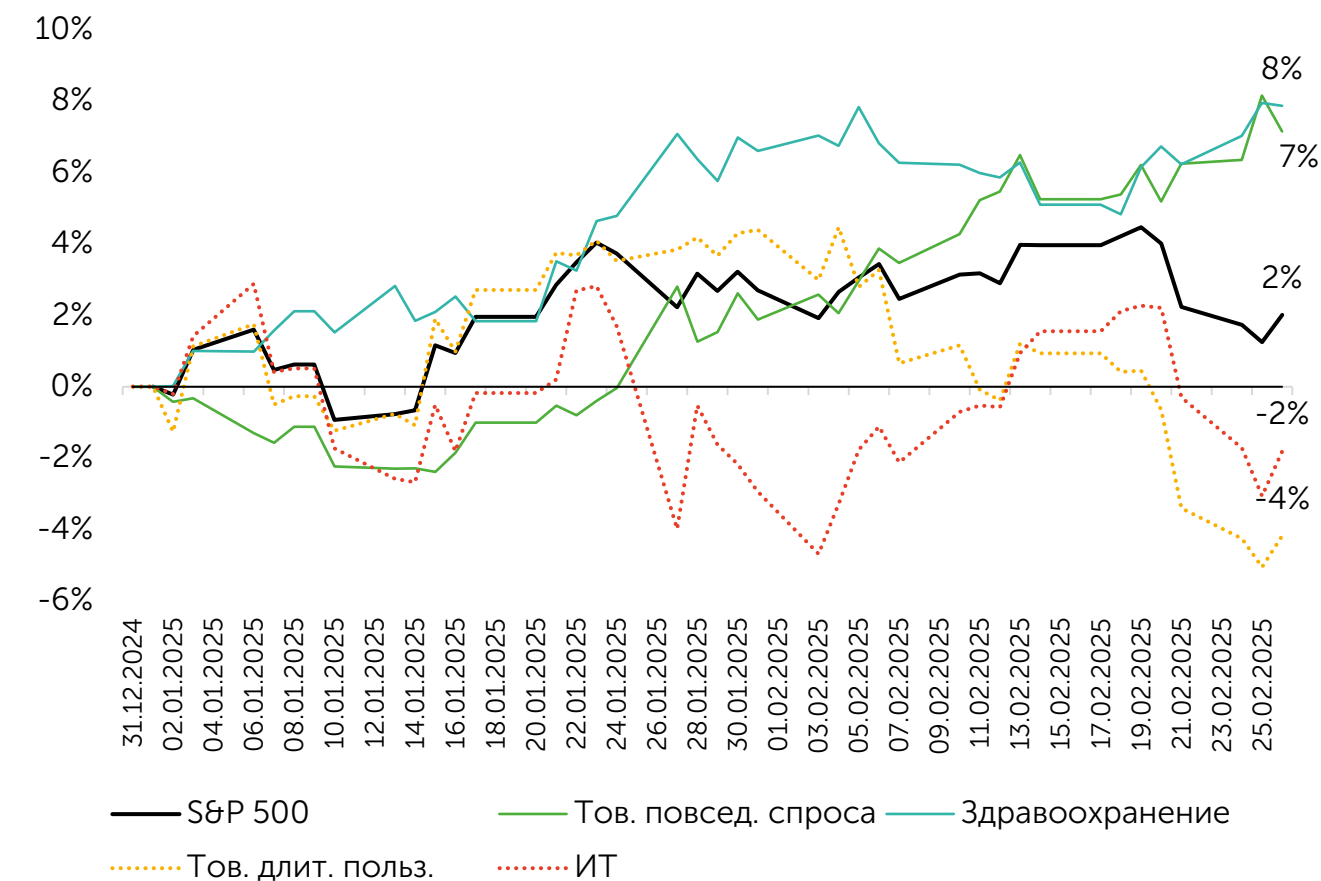
Обзор на 24 февраля



Глобальная картина

Несмотря на повышенный уровень волатильности, наблюдавшийся с 10 по 24 февраля, S&P 500 и NASDAQ 100 выросли на 1,2% каждый, хотя Dow Jones опустился на незначительные 0,1%. ИТ-сектор и производители товаров длительного пользования с начала года остаются под давлением ряда факторов, включая недавний релиз DeepSeek и эффект высокой базы (упомянутые индустрии за последние два года обеспечили доходность 112% и 82% соответственно). Негативное воздействие на котировки также оказали повышение оценок и агрессивные ожидания. Лучшие результаты с начала года благодаря восстановительному импульсу демонстрируют сектора здравоохранения и товаров повседневного пользования.

Динамика лидеров роста и падения

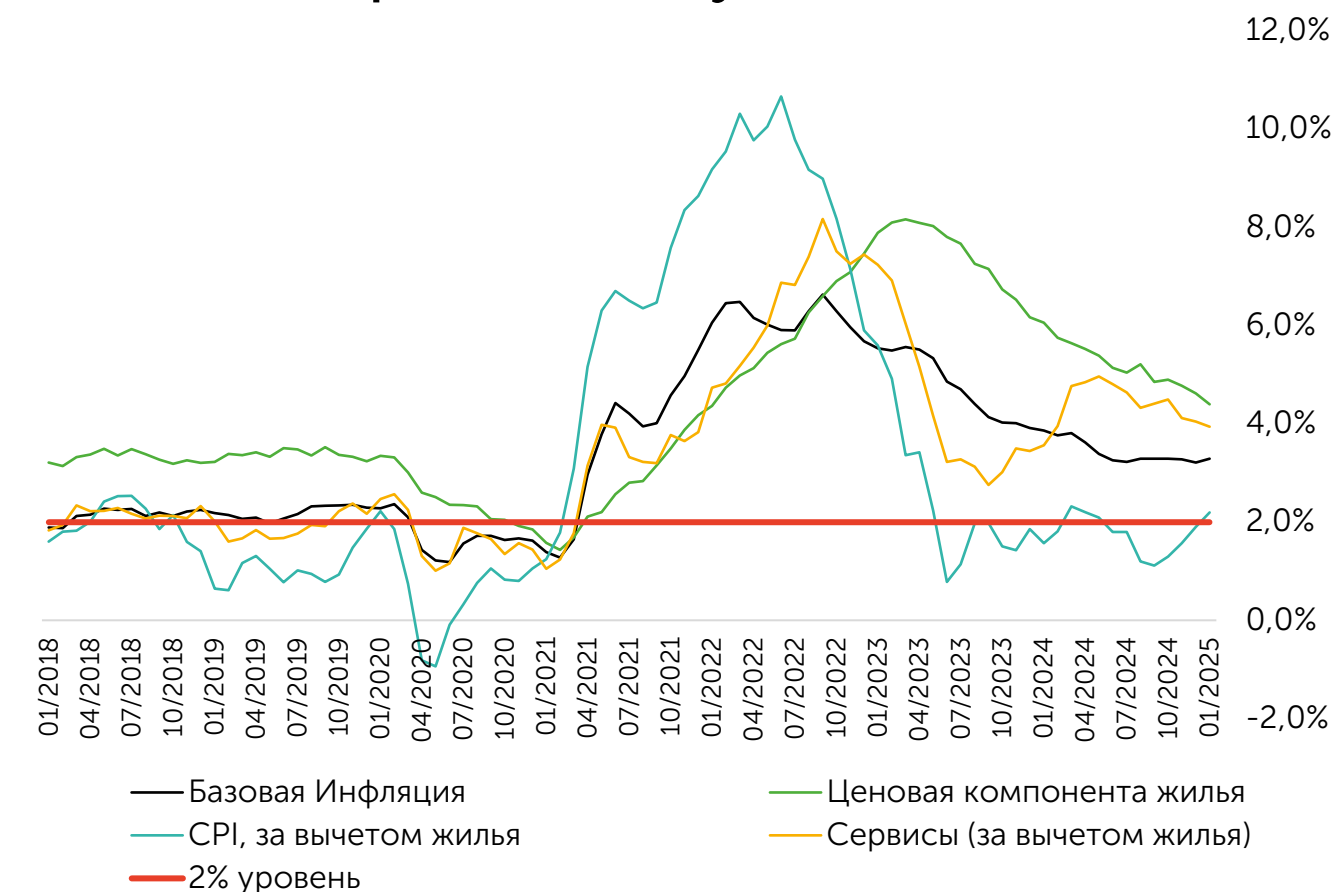


Источник: FactSet

Базовый индекс потребительских цен за январь повысился на 3,3% г/г и 0,4% м/м против консенсуса 3,1% г/г и 0,3% м/м.

Это оказало негативное воздействие на рыночный сентимент и привело к скачку доходностей трежерис примерно на 2% в день публикации статистики. Неблагоприятный эффект смягчили комментарии главы ФРС Джерома Пауэлла, который отметил прогресс в сдерживании инфляции и не выразил заметного беспокойства относительно ее дальнейшей динамики. Без учета компоненты жилья потребительские цены в США продолжают расти темпами близкими к 2% годовых. Кроме того, и ценовая компонента сервисов (за вычетом жилья), и динамика компоненты жилья демонстрируют тенденцию к замедлению в годовом выражении.

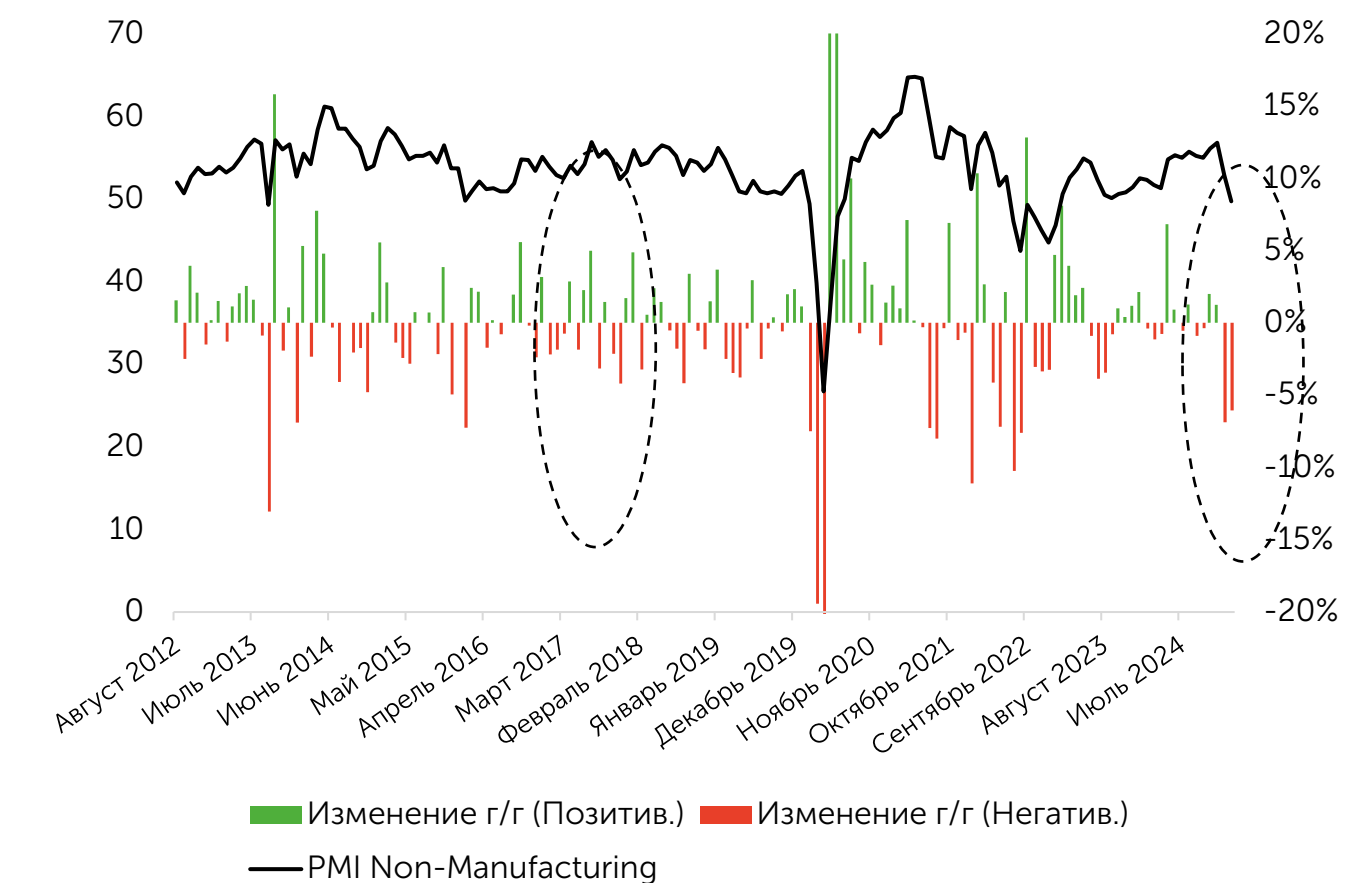
Динамика инфляционных субиндексов



Источник: FactSet

Базовый индекс цен производителей (PPI) за январь совпал с ожиданиями, что несколько охледило опасения относительно динамики ценового индекса расходов на личное потребление (PCE), что в конечном итоге поддержало сентимент рынка.

PMI Non-Manufacturing



Источник: bls

Анонсированные Белым домом ввозные пошлины в размере 25% на автомобили, чипы и фармацевтическую продукцию, а также подтверждение планов в отношении такого же уровня тарифов для товаров из Канады и Мексики вызвали повышенную нервозность в инвестсообществе. Это уже нашло отражение в динамике индекса сервисного PMI от S&P Global, который, согласно предварительной оценке, ушел ниже пороговой отметки 50 пунктов и опустился до 49,7. Ослабление деловой активности оказалось более выраженным, чем в 2017–2018 годах, когда США ввели повышенные пошлины на импорт из Китая. Масла в огонь добавил отчет об ухудшении потребительских настроений и ожиданий населения в отношении инфляции. Недавний скачок инфляционных ожиданий на перспективу пяти лет выглядит как выброс, который стал следствием пересмотра оценок эффекта от введения импортных тарифов. Реализация менее

Актуальные тренды

Обзор на 24 февраля

жесткого сценария торговых ограничений может привести к выравниванию тренда инфляционных ожиданий. Показатель на перспективу 10 лет, по данным опроса ФРБ Кливленда, несмотря на сравнительную устойчивость, находится на максимумах с 2022 года. Дальнейший рост долгосрочных ожиданий способен поставить под сомнение их стабильность и сказаться на прогнозах смягчения ДКП. Комментарии представителей руководства ФРС указывали как на потенциально ограниченный эффект ввозных пошлин, так и на повышенную неопределенность, усиливая чувствительность участников рынка к новостям этой тематики.

Фокус рынка

В центр внимания инвестсообщества в последние дни переместилась ситуация с деловой активностью. С этой точки зрения особое значение будут иметь данные промышленных заказов за февраль (консенсус FactSet в отношении базового индекса: -0,3% м/м). Существенное ухудшение показателя рынок может расценить как дополнительное свидетельство растущих опасений среди экономических агентов, связанных с различными аспектами торговой политики. Отдельный интерес будет представлять Бежевая книга ФРС. Признаки существенного замедления деловой активности рынок может транслировать в ухудшение прогнозов ВВП на текущий год при условии введения новых импортных тарифов. В отчете по рынку труда за февраль биржевые игроки будут искать дополнительные признаки устойчивости экономики. Консенсус FactSet предполагает рост числа новых рабочих мест вне сельского хозяйства на 163 тыс. В начале марта выйдут данные деловой активности от ISM. В прогнозы закладывается повышение сервисного PMI до 53 пунктов. Если эти ожидания оправдаются, это может частично или полностью нивелировать негативный эффект аналогичной статистики S&P Global. Потенциальные расхождения могут указывать на ухудшение сентимента пре-

имущественно в сегменте малых и средних компаний, что способно оказать давление на их котировки.

Одна из распространенных в инвестсообществе точек зрения предполагает, что анонсированные президентом Дональдом Трампом импортные пошлины являются в первую очередь инструментом давления на торговых партнеров и не будут приняты на практике. В то же время в консенсус FactSet по динамике базового CPI в текущем году пересмотрен с ноябрьских +2,5% г/г до +2,8% г/г. При соответствующем ухудшении прогнозов ВВП настроения участников рынка могут заметно ухудшиться.

Неопределенность на фондовых площадках сохраняется, но значимую поддержку росту ВВП и корпоративных EPS способна оказать реализация фискальных инициатив Трампа, которая должна сгладить негативное влияние ввозных пошлин на американскую экономику. Фактор ввозных тарифов окажет на ситуацию разовый эффект. ФРС не вернется к идее повышения ставки, а просто сохранит ее на текущих уровнях, подтвердив тем самым продолжение дезинфляционных трендов в целом.

Акции малой капитализации

За рассматриваемый период Russell 2000 (ETF: IWM) и Russell Microcap (ETF: IWC) скорректировались вниз на 4,75% и 6,09% соответственно. Эту динамику определили вышеупомянутые релизы макростатистики, а также неопределенность, связанная с внешнеторговым курсом Белого дома. Риторика Дональда Трампа в отношении планов введения повышенных импортных пошлин создает краткосрочную инфляционную угрозу, что негативно для чувствительных к изменению процентных ставок и экономическому циклу компаний малой и микрокапитализации. На рассмотренные выше данные динамики деловой активности в сервисах от S&P Global, указавшие на ее спад, Russell 2000 отреагировал снижением на 2,9% по итогам сессии 21 февраля.

В предстоящие две недели ожидаем сохранение повышенной волатильности. В фокусе внимания участников торгов останутся новости тарифной политики. Инвесторы будут оценивать статистику Минтруда за февраль (7 марта) и корпоративную отчетность. С 3 по 14 марта результаты представят 20 эмитентов из индекса S&P Small Cap 600. Из позитивных факторов отметим восстановление доходов малых предприятий после затяжной рецессии прибылей. Взвешенный по рыночной капитализации рост EPS на момент подготовки этого материала составлял 6,9% г/г, финансовые результаты представили 73,5% эмитентов из индекса.

Ожидаем

Ориентируемся на движения индекса S&P 500 в диапазоне 5900–6150 пунктов.

Техническая картина

Техническая картина для S&P 500 нейтрально-позитивна. Осцилляторы (включая RSI) не сигнализируют о перепроданности, но котировки приблизились к нижней границе восходящего канала и 100-дневной скользящей средней. Вкупе с продолжающимся активным притоком капитала в equity-ETF и ослаблением пессимизма розничных инвесторов это можно трактовать как сохранение тенденции к выкупу просадок рынка.

**Инвестиционный
обзор №314**

28 февраля 2025

ffin.global





13 февраля сооснователь Alibaba Group (BABA) Джозеф Цай подтвердил, что его компания предоставит **Apple (AAPL)** ИИ-функционал для ее смартфонов, предназначенных для китайского рынка. Apple изначально планировала партнерство в этой области с Baidu, но медленный прогресс и низкое качество разработок вынудили американскую корпорацию отказаться от сотрудничества. Выбор в пользу Alibaba был обусловлен наличием у нее доступа к огромному количеству пользовательских данных и умением работать с ними. 19 февраля Apple провела презентацию iPhone 16e — самого доступного смартфона нового поколения. Он будет оснащен чипом Apple A18 и полным ИИ-функционалом. Стартовая цена iPhone 16e на \$170, то есть на 40% выше, чем у самого дешевого iPhone SE. Одной из важнейших аппаратных особенностей нового смартфона стало использование первого собственного модема сотовой связи C1, разработанного по 4-нм-техпроцессу TSMC. Данный чип призван заменить продукт Qualcomm (QCOM). Обе компании давно готовились к этому, но Apple постоянно сталкивалась с техническими трудностями и переносила выпуск своего решения. Менеджмент Qualcomm ориентируется на сокращение доли своих чипов в смартфонах Apple к следующему году до 20%, а к 2027-му — до 0%. На данный момент эти прогнозы выглядят вполне реалистично.

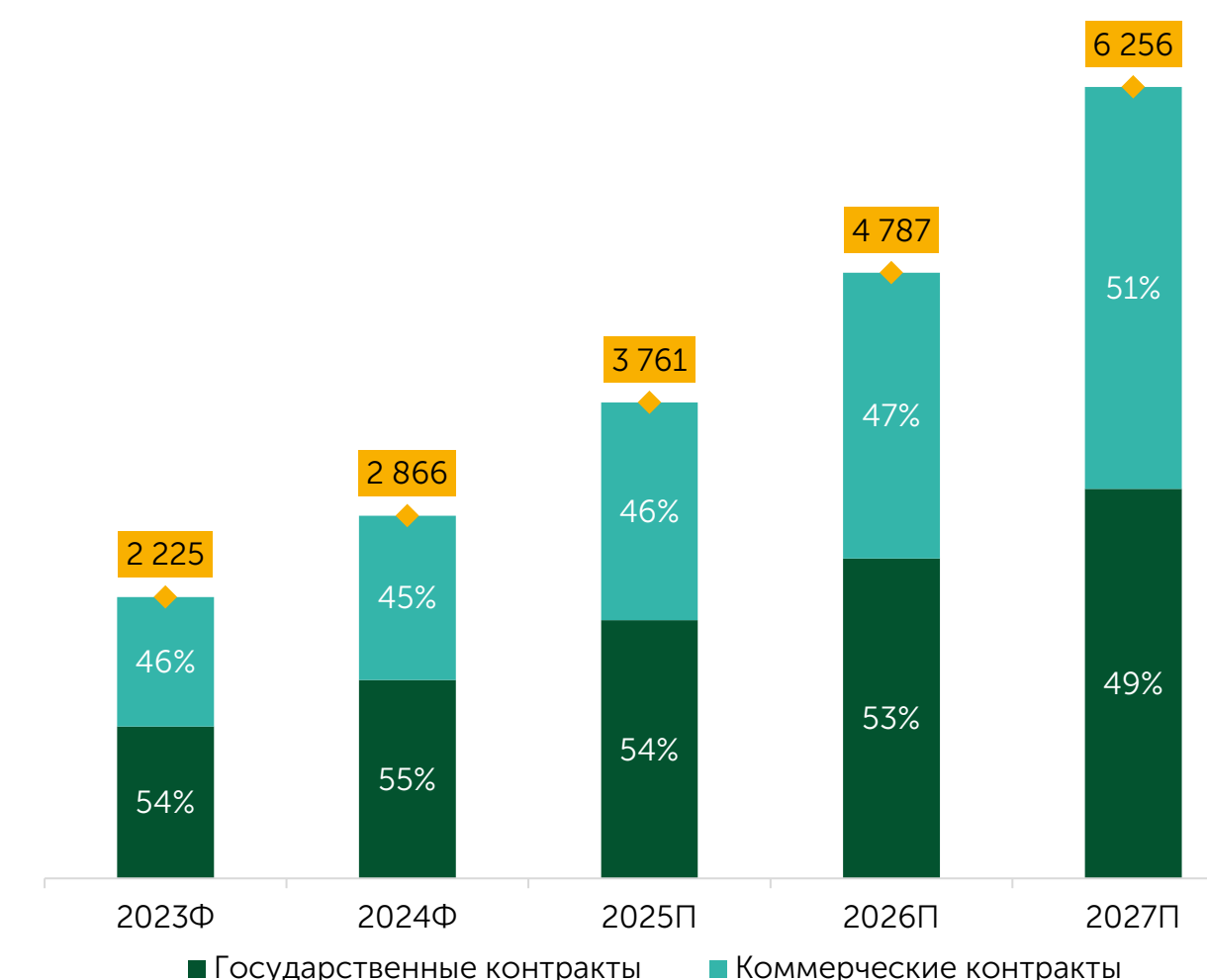
Динамика котировок акций Apple, Inc. (AAPL), \$

Источники: FactSet, Freedom Broker



Акции **Palantir Technologies (PLTR)** обрушились более чем на 20% от недавно достигнутых максимумов на новостях о планах администрации Дональда Трампа сокращать оборонный бюджет США на 8% ежегодно в течение следующих пяти лет. Учитывая, что более 40% выручки Palantir в 2024 году обеспечили контракты с правительством США, из которых около 22% пришлось на Пентагон, реализация инициативы Белого дома станет серьезным риском для доходов компании. Дополнительное давление оказывает замедление роста объема заключенных Palantir международных государственных кон-

трактов. Это объясняется как общей геополитической напряженностью, так и опасениями потенциальных клиентов по поводу взаимодействия Palantir с властями США. Также негативно рынок воспринял заявление генерального директора Алекса Карпа о намерении продать до 9,98 млн акций компании до сентября текущего года. За 2024-й Карп уже реализовал 38 млн этих бумаг, что усиливает обеспокоенность инвесторов относительно дальнейшей динамики котировок. Несмотря на коррекцию, акции Palantir все еще торгуются с премией к историческим и отраслевым мультипликаторам, что говорит об их сохраняющейся перекупленности.

Динамика структуры выручки Palantir, \$ млн

Источник: FactSet



UNITEDHEALTH GROUP

Минюст США (DoJ) начал гражданское расследование в отношении UnitedHealth, подозреваемой в мошеннических практиках вынесения диагнозов. По данным WSJ, компанию подозревают в стимулировании аффилированных врачей приписывать пациентам диагнозы, которые являются триггером для дополнительных страховых выплат по Medicare крупнейшему в США провайдеру Medicare Advantage. UnitedHealth заявила, что ей неизвестно о начале расследования, и назвала ложными обвинения в мошенничестве. WSJ в своем материале приводит свидетельства того, что некоторые доктора стали чаще ставить редкие диагнозы после начала работы с UnitedHealth, однако, если эти решения обоснованы и постановке диагноза способствовали медицинские сервисы, к которым компания подключает своих врачей, то о мошенничестве речи не идет. В то же время сам факт обвинений негативен для акций UNH, тем более что в отношении компании ведется расследование Минюста по поводу конкурентных позиций Optum на рынке услуг здравоохранения, а FTC изучает рыночное положение вертикально интегрированных менеджеров по аптечным льготам. Отчет UnitedHealth за четвертый квартал зафиксировал продолжающееся давление медицинских затрат на прибыль, гайденс компании на 2025 год оказался консервативным. Коррекция акций UNH на 28% от исторических максимумов обеспечила привлекательные уровни для их покупки. При этом мы считаем, что в сезонно слабом для провайдеров первом квартале котировкам не удастся быстро восстановиться, так как они остаются под давлением регуляторных рисков.

Динамика мультипликатора P/E NTM UNH



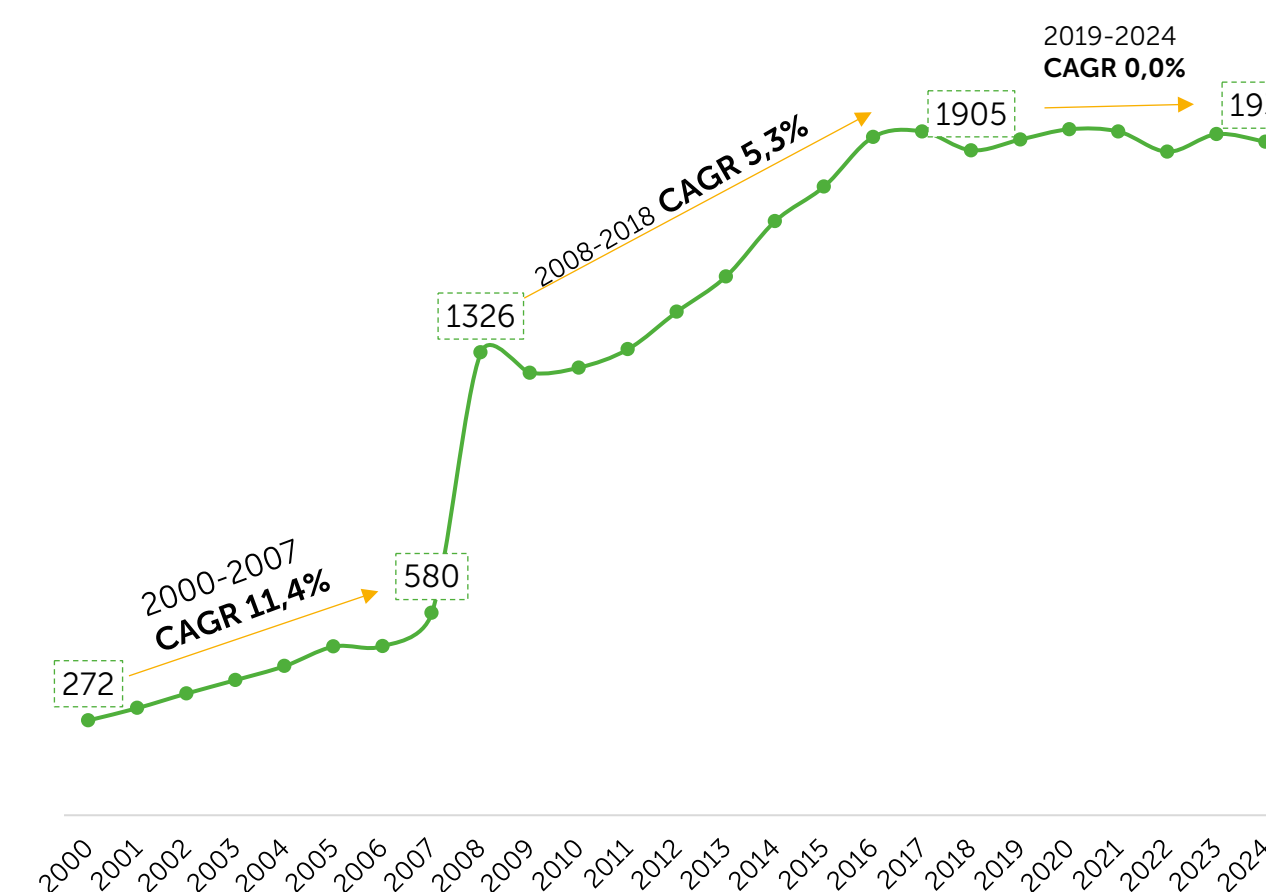
Источник: FactSet

WELLS FARGO

Wells Fargo (WFC) подтвердил отмену Офисом финансового контролера (ОСС) распоряжения от 2018 года, касающегося программы управления комплаенс-рисками банка. Это стало десятым за последние четыре года регуляторным ограничением, снятия которого добилось руководство финансовой корпорации. С начала февраля ФРС отменила два вынесенных в 2011 году решения в отношении нарушений в ипотечном сегменте. Сейчас для Wells Fargo действуют четыре предписания — по одному от ФРС и CFPB (Бюро финансовой защиты потребителей) и два от ОСС. В силе остается ограничение на рост активов банка \$1,95

трлн, наложенное Федеральным резервом в 2018 году. По данным Reuters, банк близок к выполнению требований регуляторов, поэтому оставшиеся санкции могут быть сняты с него в первой половине 2025 года. Гендиректор Wells Fargo Чарли Шарф на конференции Goldman Sachs в декабре 2024 года заявил, что банк продвинулся в устранении проблем и следует согласованному с регуляторами плану. Завершение оставшихся предписаний остается ключевым приоритетом менеджмента. По заявлению финансового директора WFC Майка Сантомассимо на февральской конференции UBS, сохраняется оптимизм относительно того, что новая администрация будет поддерживать рост и смягчит регуляторное давление.

Активы Wells Fargo, \$ млрд (итого), 2000-2024

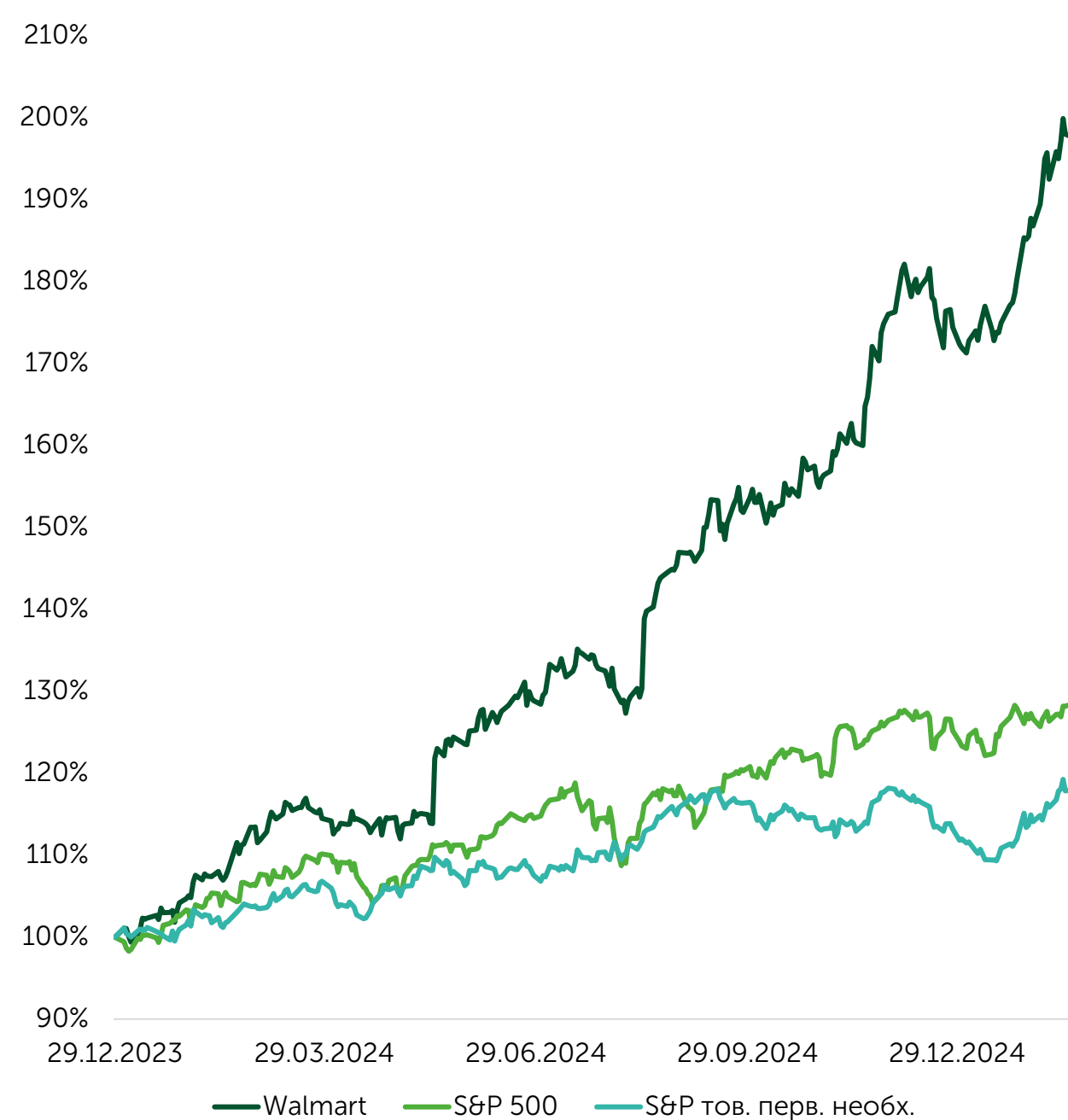


Источник: FactSet



Консолидированная выручка Walmart (WMT) за четвертый квартал увеличилась на 4,1% г/г, достигнув рекордных \$180,55 млрд и уже в десятый раз превысив консенсус. За весь ушедший год показатель вырос на 5,6% г/г, до \$681 млрд. Ретейлер улучшает этот результат уже девятый год подряд, что не просто для компании такого размера. Сохраняются лишь отдельные очаги продовольственной инфляции, а на многие непродовольственные товары фиксировалось снижение розничных цен. Трафик торговой сети рос быстрее выручки. Лидирующими подразделениями Walmart остаются клубный и онлайн-сегменты. Активно развивается маркетплейс: число продавцов за год удвоилось. Зона быстрой доставки в США охватывает 93% клиентов. Объем онлайн-продаж за год повысился на 20%. Чистая прибыль Walmart за минувший год составила \$19 436 млн, или \$1,91 на разводненную акцию, что также оказалось выше прогноза. При этом первичная реакция инвесторов на публикацию отчетности оказалась резко негативной. Это было вызвано отраженным в релизе замедлением роста выручки. Однако большинство инвестдомов повысило таргеты по акции WMT, и спустя два дня их котировки отыграли часть падения.

WMT против сектора товаров первой необходимости и широкого рынка



Источник: FactSet



Обзор компаний малой капитализации



Solarbank (SUUN) разрабатывает проекты для аккумуляции солнечной энергии на основе батарей (BESS) и зарядных станций для электромобилей, а также поставляет электроэнергию коммунальным предприятиям, коммерческим, промышленным, муниципальным и частным потребителям. В четвертом календарном квартале 2024-го (второй квартал 2025 финансового года, ФГ) Solarbank договорилась с Qcells о продаже четырех солнечных электростанций общей мощностью 25,58 мегаватт, находящихся на стадии разработки. За счет этого компания рассчитывает получить примерно \$49,5 млн дополнительной выручки за 2026 ФГ. Полагаем, что сделка может быть реализована уже в следующем году. Среди прочих драйверов роста аналитики Freedom Broker выделяют расширение присутствия на рынке США на фоне успешной реализации текущих проектов и увеличения узнаваемости, а также повышение объемов реализации. Скорректированную прибыль на акцию по итогам 2025 финансового года прогнозируем в размере 0,07 канадского доллара после убытка 0,13 за 2024-й.

Таргет Freedom Broker по акции SUUN на горизонте 12 месяцев — \$5,4.



Gilat Satellite Networks (GILT) — израильская компания, ведущий мировой поставщик коммуникационного оборудования и комплексных решений для широкополосного доступа в интернет и сотовой связи. Gilat активно развивает технологии для 5G-решений и облачных сетей, а также расширяет присутствие на глобальном рынке спутникового интернета. Аналитики Freedom Broker видят значительные перспективы существующих продуктов и новых направлений бизнеса, способных создать операционную синергию. Ключевым источником выручки компании в ближайшие несколько лет будет Stellar Blu Solutions LLC, разработчик электронно управляемых антенн для создания спутникового соединения на борту самолета, которую Gilat приобрела в начале января 2025 года. Менеджмент прогнозирует рост выручки сегмента Commercial в пределах 74–90%, что будет обеспечено продажами продуктов Stellar Blu, в том числе для Boeing и потенциального нового клиента в лице American Airlines. В 2025 году Freedom Broker ориентируется на общий рост выручки Gilat в пределах 40% г/г при EBITDA выше средней точки консенсусного диапазона \$47–53 млн.

Таргет Freedom Broker по акции GILT на горизонте 12 месяцев — \$8,3.



Byrna Technologies (BYRN) разрабатывает и продает газовые и травматические средства самообороны, владение которыми в большинстве юрисдикций не требует получения лицензии. Byrna ориентируется как на потребителей-физлиц, так и на правоохранительные органы и охранные структуры. Выручка компании за четвертый квартал выросла на впечатляющие 34% кв/кв и 79% г/г, достигнув рекордных \$27,98 млн, что оказалось выше консенсуса и ориентиров Freedom Broker. Впервые в истории компания получила положительную EBITDA, а ее свободный денежный поток превысил \$9 млн. Разводненная EPS составила \$0,41 за последние три месяца 2024-го и \$0,55 за полный год при среднерыночных ожиданиях \$0,09. Byrna планирует в скором времени выпустить на рынок компактную версию своей флагманской модели, а также расширять свою и партнерские сети розничных продаж. Для снижения рисков, связанных с увеличением импортных пошлин, проводится работа по импортозамещению. К концу 2025 года планируется закупать на внутреннем рынке 100% комплектующих.

Таргет Freedom Broker по акции BYRN на горизонте 12 месяцев — \$34.



ARS Pharmaceuticals (SPRY) — биофармацевтическая компания, специализирующаяся на средствах экстренного купирования тяжелых аллергических реакций, включая анафилаксию. Флагманский продукт ARS neffy представляет собой назальный спрей на основе эпинефрина, который позиционируется как удобная альтернатива традиционным автоинъекторам (главный конкурент — препарат EpiPen). В августе 2024 года Управление по контролю за продуктами и лекарствами США (FDA) одобрило neffy для экстренной помощи при смертельно опасных аллергических реакциях. На сегодня препарат включен в национальные формуляры таких организаций, как Cigna Healthcare, Navitus Health Systems и OptumRx, что подразумевает его доступность примерно для 20 млн пациентов. В октябре ARS Pharmaceuticals заключила лицензионное соглашение с ALK-Abelló на сумму до \$465 млн для коммерциализации neffy за пределами США, в том числе в Европе и Канаде. По словам менеджмента, рост продаж флагманского препарата ускоряется, доктора все чаще выбирают его при оказании медпомощи. Консенсус на текущий год предполагает шестикратное увеличение выручки компании с результатом \$123,7 млн при сокращении убытка на акцию до \$0,36 с дальнейшим выходом на безубыточность в 2026 году.

Таргет Freedom Broker по акции SPRY на горизонте 12 месяцев — \$32,5.

Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global



Инвестиционная идея

aTyr Pharma. Высокоточная терапия

Акции ORCL интересны для вложений с целевой ценой \$210

aTyr Pharma (ATYR) — биотехнологическая компания, специализирующаяся на клинических исследованиях, с собственной платформой для разработки белковой иммуномодулирующей терапии Efzofitimid при тяжелых онкологических легочных заболеваниях.

Ключевые инвестиционные тезисы

Разработка уникального инновационного метода лечения тяжелой формы саркоидоза. Применяемые в настоящее время методы лечения осложненных онкологических заболеваний легких при известной эффективности имеют значительные ограничения. Традиционные лекарства и процедуры зачастую вызывают у пациентов серьезные побочные эффекты, ослабляют иммунную систему и не всегда приводят к стойкой ремиссии. Efzofitimid от aTyr Pharma представляет собой инновационный белковый иммуномодулятор для лечения легочного саркоидоза. Это средство селективно воздействует на ключевые механизмы, связанные с Т-клетками и макрофагами, уменьшая хроническое воспаление и фиброз без общего иммунного подавления. Направленное действие и более благоприятный профиль безопасности делают Efzofitimid перспективной альтернативой существующей терапии. Потенциальное снижение зависимости от кортикостероидов и иммунодепрессантов может значительно улучшить качество жизни пациентов.

Результаты клинических исследований как драйверы роста акций. В настоящее время платформа Efzofitimid проходит два критически важных клинических исследования. Фаза III EFZO-FIT касается оценки качества и эффективности лечения легочного саркоидоза по данному методу. В испытании участвуют 268 пациентов, его цель — определить степень эффективности препарата для снижения потребности в кортикостероидах. Ожидается, что топлайн-результаты будут опубликованы в июле – сентябре текущего года. В случае положительного заключе-

ния шансы Efzofitimid стать первым одобренным таргетным препаратом для лечения саркоидоза увеличатся. Фаза II EFZO-CONNECT изучает воздействие Efzofitimid на состояние пациентов с интерстициальным заболеванием легких при системной склеродермии (SSc-ILD). Основным критерий эффективности — изменение форсированной жизненной емкости легких (FVC). Итоги этого этапа исследований должны быть подведены до конца первого полугодия 2025-го. Высокая неудовлетворенная медицинская потребность в современных методах терапии для обоих показаний привела к тому, что FDA присвоило Efzofitimid статусы орфанного препарата и Fast Track, что может ускорить процесс его потенциального одобрения.

Долгосрочный портфель aTyr Pharma включает несколько инновационных препаратов, направленных на изменение подхода к лечению фиброзных заболеваний. Помимо Efzofitimid, компания разрабатывает ATYR0101 и ATYR0750 — потенциально прорывные терапевтические «кандидаты» с уникальными механизмами воздействия на очаг заболевания. Эти препараты используют таргетное воздействие на ключевые биологические пути, регулирующие воспаление и фиброз. В отличие от традиционных методов, таких как кортикостероиды и иммунодепрессанты, они способны избирательно купировать патологические процессы, не подавляя весь иммунитет. Оба препарата пока находятся на ранних стадиях разработки, однако, если исследования подтвердят их эффективность, aTyr Pharma займет лидирующую позицию в сегменте методик терапии таких патологий, как фиброз легких и печени, а также системная склеродермия. Данные препараты делают долгосрочный портфель компании не только ценным с научной точки зрения, но и привлекательным в инвестиционном плане.

Целевая цена по акции ATYR — \$9,5, рекомендация — «покупать». Предлагаем установить стоп-лосс на уровне \$2.

Вадим Меркулов,
директор
аналитического департамента
Freedom Finance Global



Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global



Тикер	ATYR
Цена акций на момент анализа	\$3,80
Целевая цена акций	\$9,61
Потенциал роста	153,22%
Текущая дивидендная доходность	0,0%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
ATYR	(1,0%)	0,0%	5,6%	21,5%	98,4%
S&P 500	(0,5%)	(2,8%)	(2,4%)	(0,5%)	17,0%
Russell 2000	(0,4%)	(5,3%)	(6,0%)	(11,1%)	7,6%
DJ Industrial Average	0,4%	(2,1%)	(1,8%)	(2,5%)	11,5%
NASDAQ Composite Index	(1,4%)	(5,1%)	(4,7%)	(0,1%)	18,9%

Динамика котировок ATYR, \$



Инвестиционная идея

Инвестиционный обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global



Финансовые показатели, \$ млн	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2030E
Выручка	42 440	49 954	52 961	57 681	64 922	74 246	86 255	98 937	100 915	100 915
Основные расходы	10 027	17 146	18 153	19 771	22 253	25 449	29 565	33 912	34 590	34 590
Валовая прибыль	32 413	32 808	34 808	37 910	42 670	48 798	56 690	65 025	66 325	66 325
SG&A	16 551	19 032	18 737	20 407	22 969	26 268	30 516	35 003	35 703	35 703
EBITDA	18 984	19 884	22 210	18 860	20 113	21 729	23 825	24 540	25 276	25 276
Амортизация	3 122	6 108	6 139	1 356	412	-801	-2 349	-4 314	-4 400	-4 400
EBIT, скорр.	15 862	13 776	16 071	17 503	19 701	22 530	26 174	30 022	30 623	30 623
Процентные выплаты (доходы)	2 661	3 220	3 063	3 250	3 645	3 615	3 555	3 432	-8 746	-8 746
EBT, скорр.	7 833	9 291	11 927	14 253	25 012	29 188	22 619	26 590	39 369	39 369
Налоги	932	623	1 274	2 993	5 252	6 129	7 888	9 575	8 267	8 267
Чистая прибыль, скорр.	6 717	8 503	10 467	11 074	19 573	22 872	14 731	17 015	30 915	30 915
Разводненная прибыль на акцию, скорр.	\$2,41	\$3,07	\$3,71	\$3,86	\$6,76	\$7,91	\$5,10	\$5,89	\$10,39	\$10,39
DPS	\$1,24	\$1,33	\$1,56	\$1,76	\$3,08	\$3,60	\$2,32	\$2,68	\$4,73	\$4,73

Анализ коэффициентов	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
ROE	-60,6%	-157%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ROA	-45,5%	-106%	-313%	-461%	-229%	-91%	7%	46%
ROCE	-52,7%	-126%	-1205%	626%	266%	136%	-21%	-16682%
Выручка/Активы (x)	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	1,73x	2,60x	3,14x	3,32x
Коэф. покрытия процентов (x)	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	13,00x

Маржинальность, в %	2021 A	2022 A	2023 A	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E	2029 E	2030 E
Валовая маржа	0%	0%	0%	0%	0%	0%	80%	80%	80%	80%
Маржа по EBITDA	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-132%	-35%	3%	17%
Маржа по чистой прибыли	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-132%	-35%	2%	13,77%

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



Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global



Тикер	Название компании	Отрасль	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
ATYR	aTyr Pharma, Inc.	Биотехнологии	318	2025-02-25	3,8	9,5	2026-02-25	151%	2	Покупать
ORCL	Oracle Corporation	Программное обеспечение	471 399	2025-02-11	168,5	210	2026-02-11	25%	145	Покупать
PAAS	Pan American Silver Corp.	Горная промышленность	8 847	2025-01-28	24,4	26	2026-01-28	7%	18,3	Держать
SLB	Schlumberger Limited	Нефтегаз	55 768	2025-01-14	41,0	44,5	2026-01-14	-	35,3	Фиксация позиции (тейк профит - 17.01.2025)
LEA	Lear Corporation	Производство автозапчастей	5 256	2024-12-03	98,0	115	2025-12-03	-	89,9	Фиксация позиции (стоп-лосс - 03.02.2025)
FCX	Freeport-McMoRan, Inc.	Горная промышленность	52 827	2024-11-19	36,8	56	2025-11-19	-	35	Фиксация позиции (стоп-лосс - 03.02.2025)
TXT	Textron Inc.	Авиастроение	13 372	2024-11-05	73,2	97	2025-11-05	32%	73,5	Фиксация позиции (стоп-лосс - 12.02.2025)
GOOGL	Alphabet Inc. Class A	Коммуникации	1 998 228	2024-10-22	175,4	205	2025-10-22	-	140	Фиксация позиции (тейк профит - 04.02.2025)
PHM	PulteGroup, Inc.	Строительство	21 507	2024-10-08	106,2	188	2025-10-08	-	114	Фиксация позиции (стоп-лосс)
DPZ	Domino's Pizza, Inc.	Рестораны	16 124	2024-09-24	470,1	520	2025-09-24	11%	370	Покупать
BIDU	Baidu, Inc. Sponsored ADR Class A	Информационные технологии	25 225	2024-09-10	89,0	170	2025-09-10	91%	73	Покупать
CXDO	Crexendo, Inc.	ИТ-услуги	173	2024-08-27	6,4	6	2025-08-27	-	4,3	Фиксация позиции (тейк профит)
PFE	Pfizer Inc.	Фармацевтика	151 535	2024-08-13	26,7	42	2025-08-13	57%	24	Покупать
IIPR	Innovative Industrial Properties Inc	Инвестиционные трасты недвижимости	2 090	2024-07-30	73,8	160	2025-07-30	-	102	Фиксация позиции (стоп-лосс)
ADSK	Autodesk, Inc.	Программное обеспечение	61 000	2024-07-16	283,7	300	2025-07-16	-	225	Фиксация позиции (тейк профит)
WPM	Wheaton Precious Metals Corp	Сырье	31 309	2024-07-02	68,9	58	2025-07-02	-	40	Фиксация позиции (тейк профит)
BKR	Baker Hughes	Нефтегаз	43 605	2024-06-18	44,0	35,5	2025-06-18	-	27,5	Фиксация позиции (тейк профит)
F	Ford Motor Company	Автомобилестроение	36 668	2024-06-04	9,4	14,4	2025-06-04	-	10,9	Фиксация позиции (тейк профит)

Опционная идея

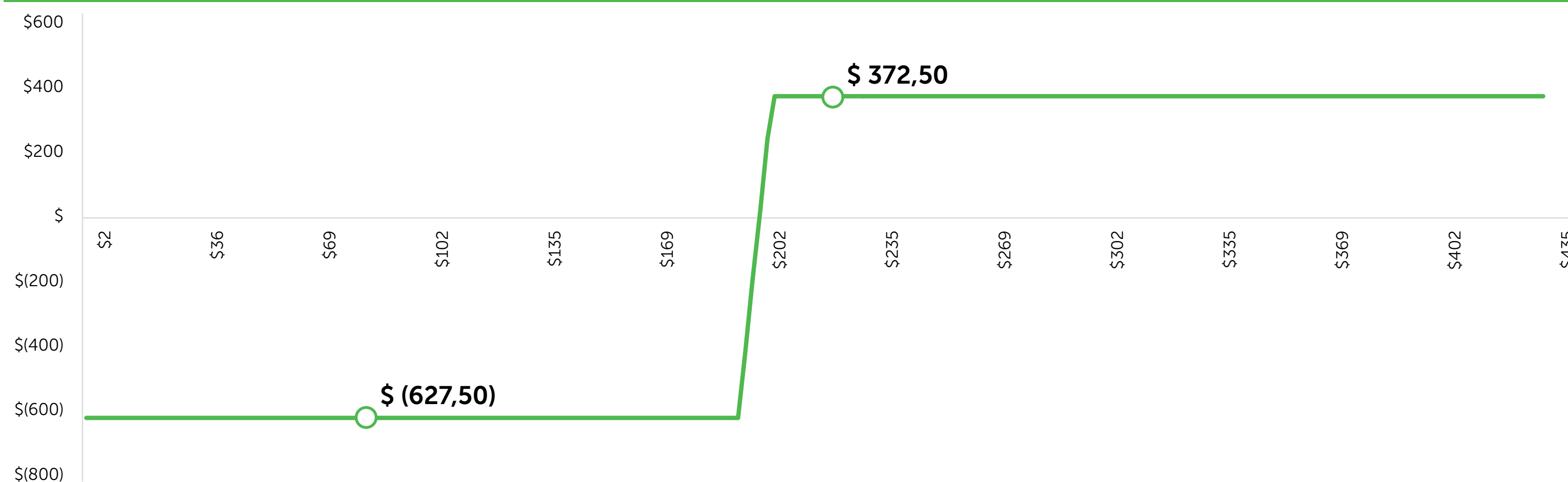
PUT CREDIT SPREAD ON CVNA

Инвестиционный тезис

Carvana, онлайн-дилер подержанных автомобилей из Аризоны, один из самых молодых участников списка Fortune 500, в 2024 году продемонстрировал лучшие финансовые результаты в своей истории. Это стало катализатором для дальнейшего укрепления позиций эмитента в 2025-м.

В октябре – декабре прошлого года Carvana сгенерировала прибыль в объеме \$404 млн после убытков, фиксируемых в предыдущие годы. Выручка компании выросла на 46%, до \$3,55 млрд. Продажи автомобилей увеличились на 50%, до рекордных для четвертого квартала 114,379 тыс. единиц. Adjusted EBITDA составила \$1,3 млрд с маржей 10,1%, и это лучший показатель среди публичных автодилеров. Оптимизация логистики и снижение сроков доставки на 20% повысили удовлетворенность клиентов и конверсию. Долговая нагрузка по Net Debt/EBITDA уменьшилась до 2,8x. Компания выкупила часть долга и успешно рефинансируется, снижая процентные платежи. Недавняя коррекция в котировках CVNA была вызвана главным образом слишком завышенными ожиданиями инвесторов. Мы рассчитываем, что к 17 апреля акции компании окажутся выше \$210.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
CVNA	Покупать	PUT \$200	17.04.2025	9,675	\$(372,50)	-0,277	0,007	0,282	-0,157	60,25%	61%	62%	59%	77%
	Продавать	PUT \$210	17.04.2025	13,4		-0,353	0,008	0,315	-0,173	59,68%				

Параметры сделки

Продажа	PUT Credit Spread on CVNA
Страйки	Long PUT 200; Short PUT 210
Покупка	+CVNA*F4H200
Продажа	+CVNA*F4H210
Дата экспирации	17.04.2025
Маржинальное обеспечение	\$1000
Максимальная прибыль	\$373
Максимальный убыток	\$(628)
Ожидаемая прибыль	37%%
Точка безубыточности	\$206,28

Управление позицией

Если в день экспирации, 17 апреля, котировка базового актива поднимется выше страйк-цены проданного опциона put, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$373. При стоимости базового актива в диапазоне \$200–210 убыток будет варьироваться, при этом необходимо продать эквивалентное количество лотов (100 акций) CVNA для закрытия позиции в момент экспирации. В случае если базовый будет котироваться ниже купленного опциона put, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$627. В позицию необходимо заходить до 1 апреля включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Инвестиционный обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global



IPO AIRO Group Holdings

Крылатый бизнес

21 февраля заявку на IPO подал поставщик аэрокосмических, авиатранспортных и оборонных технологий AIRO Group Holdings. Андеррайтерами размещения станут Cantor, BTIG, Mizuho

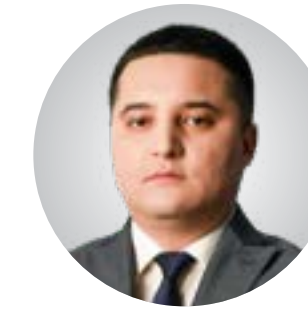
Чем интересна компания?

- **О компании.** Основанная в 2020 году AIRO Group Holdings представляет собой технологически дифференцированную платформу, ориентированную на возможности современной аэрокосмической и оборонной промышленности. Бизнес компании включает в себя четыре подразделения: беспилотники (бренд Sky-Watch, ключевой поставщик для европейских стран НАТО), авионика (бренд Aspen Avionics, сотрудничающий с Robinson Helicopters, Pilatus и Honeywell), подготовка и обучение военных летчиков, электрический воздушный транспорт (eVTOL для грузовых и пассажирских перевозок). В планах компании создать сегмент по обучению гражданских пилотов.
- **Потенциальный рынок.** По подсчетам Grand View Drone Report, к 2030 году мировые доходы от коммерческих дронов достигнут \$163,5 млрд. Эти аппараты находят широкое применение в агропромышленном комплексе, строительстве и геодезии, в логистике и различных отраслях производства для повышения эффективности их работы. С 2015 года Министерство обороны США заключило контракты на военную авиационную подготовку на сумму более \$13,7 млрд, что создало новый формат государственно-частного партнерства. На коммерческом рынке основным драйвером спроса служит нехватка обученных пилотов. По прогнозу Fortune US Pilot Training Report, рынок коммерческой подготовки летного состава вырастет с \$1,8 млрд в 2023 году до более \$4,9 млрд в 2030-м.

- **Финансовые показатели.** В 2024 году выручка AIRO Group увеличилась на 101%, а EBIT-маржа с -23% в 2023-м поднялась до -20%. Последние два года бизнес генерирует положительный операционный денежный поток.



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global

Обзор перед IPO

AIRO



Эмитент	AIRO Group Holdings
Тикер	AIRO
Биржа	NASDAQ
Андеррайтеры	Cantor, BTIG, Mizuho.

Рынок Казахстана

Сезон отчетов обещает новый шанс

Рост KASE после коррекционной волны приостановился из-за отсутствия сильных драйверов при неоднозначном внешнем фоне

KASE за прошедшие две недели продемонстрировал небольшой отскок, последовавший за волной коррекции первых полутора месяцев текущего года. Однако после 20 февраля внешний фон складывался преимущественно негативно, что застопорило подъем индекса в последней декаде месяца. Локальным уровнем сопротивления стала отметка 5625 пунктов.

В лидеры роста впервые за долгое время вышли акции Air Astana. Напомним, что после пробоя уровня 750 тенге вниз котировки авиаперевозчика начали активно снижаться, пока не достигли следующей поддержки, расположенной у 700 тенге. Именно в этот момент компания объявила о завершении первого этапа выкупа своих ГДР, что было воспринято как явный сигнал о предстоящем продолжении buy back. Помимо этого, ценами на акции компании заинтересовались в правительстве, в связи с чем ее исполнительный директор по финансам прокомментировал ситуацию, отметив, что процесс восстановления котировок начался.

Лучше рынка торговались акции Kaspi.kz, за 12–13 февраля им удалось пробить вверх среднесрочную нисходящую трен-

довую линию и 50-дневную скользящую среднюю. Каких-либо новостей, которые могли бы простимулировать этот скачок, не было. Однако движение котировок четко соответствовало сигналам технического анализа. Кроме того, Kaspi открыл сезон отчетов, представив сильные результаты за четвертый квартал 2024 года.

Отметим восстановление бумаг Народного банка и волатильного в последнее время Казахтелекома. Те же тенденции, несмотря на стагнацию цен на нефть у \$75 за баррель, продемонстрировал и Казмунайгаз.

Тенге десять сессий подряд укреплялся в паре с долларом США, что привлекло повышенное внимание населения. Рост курса национальной валюты был обусловлен подготовкой к налоговым выплатам, активным восстановлением рубля и снижением доллара на фоне переговоров России и США о возможном завершении конфликта в Украине. Однако сразу после начала самого налогового периода тенге скорректировался к 505 за доллар, а затем снова перешел к росту.

Ожидания и стратегия

В Казахстане начинается сезон отчетов за четвертый квартал, который традиционно предоставляет максимальную информацию о планах компаний в отношении дивидендов.

Старт сезону дала публикация позитивных результатов Kaspi, что дает основание рассчитывать на сильные отчеты Народного банка и БЦК.

В то же время внешний фон остается неоднозначным. С технической точки зрения на графике индекса KASE может формироваться «медвежий» паттерн «голова и плечи», поэтому инвесторам стоит отслеживать динамику бенчмарка на предмет пробоя поддержки в области 5480–5500 пунктов.

Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	10.02.25	24.02.25	
Индекс KASE	5 539,29	5 607,51	1,2%
Air Astana (GDR)	5,60	6,07	8,4%
Air Astana (KASE)	724,50	775,50	7,0%
Kaspi (ADS)	96,84	103,00	6,4%
Халык Банк (GDR)	19,38	20,30	4,7%
Казахтелеком (KASE)	42 493,00	44 500,00	4,7%
Kaspi (KASE)	51 465,33	53 600,00	4,1%
Казмунайгаз (KASE)	13 400,00	13 712,02	2,3%
Халык Банк (KASE)	257,50	261,90	1,7%
KEGOC (KASE)	1 486,98	1 489,50	0,2%
Банк Центр-Кредит (KASE)	2 658,92	2 657,98	0,0%
Kcell (KASE)	3 460,93	3 401,50	-1,7%
Казатомпром (KASE)	19 670,10	19 318,78	-1,8%
Казтрансойл (KASE)	820,00	801,50	-2,3%
Казатомпром (GDR)	37,90	36,90	-2,6%

Рынок Казахстана

Важные новости

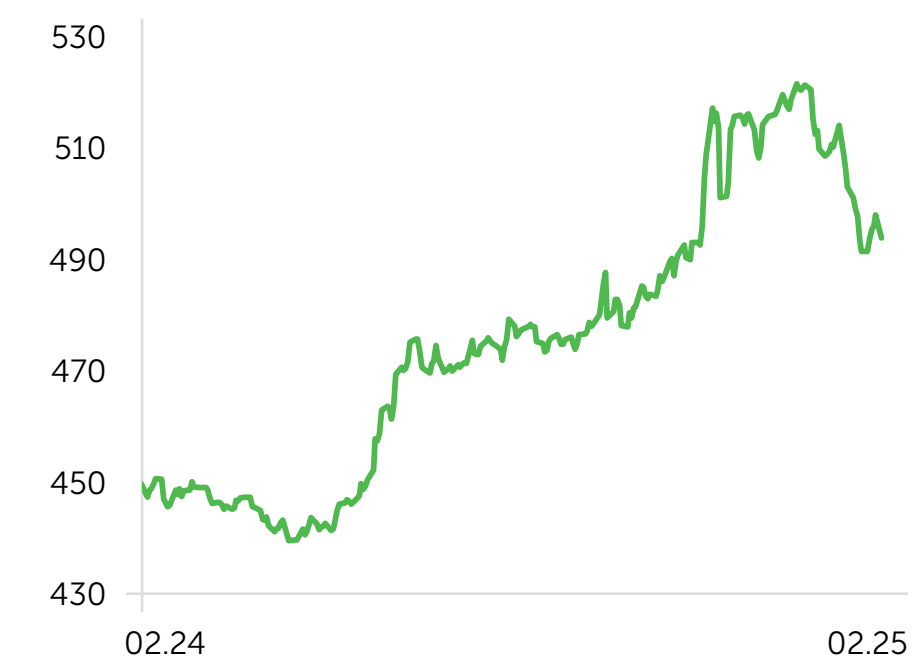
- **S&P Global Ratings подтвердило суверенный рейтинг Казахстана.** 21 февраля рейтинговое агентство сохранило рейтинг Республики Казахстан на уровне ВВВ- со стабильным прогнозом, отметив положительное влияние роста ненефтяного сектора в структуре ВВП, фискальную устойчивость, значительные объемы внешних резервов и умеренный размер внешнего долга.
- **Казатомпром будет поставлять уран в Швейцарию.** Экспорт будет осуществляться в рамках долгосрочного соглашения с двумя локальными АЭС. Условия контракта соответствуют принципам устойчивого развития и обеспечения надежности цепочек поставок. В 2023 году Казатомпром планировал произвести до 21,5 тыс. тонн урана, продолжая оставаться крупнейшим в мире производителем. Сделка с швейцарскими партнерами подтверждает высокий уровень доверия к казахстанскому поставщику и его роль в обеспечении глобальной энергетической безопасности.
- **В 2025 году на IPO могут выйти три госкомпании.** Замглавы Агентства по регулированию и развитию финансового рынка (АРРФР) Мария Хаджиева заявила, что на казахстанском фондовом рынке в течение года ожидаются размещения КТЖ, QazaqGaz и Самрук-Энерго. На наш взгляд, вывод сразу трех компаний за год может оказаться сложной задачей.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Рынок Германии

Разрешение на посадку

Внешнеполитическая неопределенность привела к коррекции DAX от достигнутых исторических пиков

С 10 по 14 февраля индекс DAX поднялся на 3,3% и в очередной раз обновил исторический максимум. Эта неделя стала шестой подряд завершившейся в зеленом секторе. Самый активный рост немецкие фондовые площадки продемонстрировали 13 февраля. Поддержку им оказал взлет котировок Siemens на 7,2% после публикации отчета, оказавшегося лучше средних ожиданий. На фоне выхода уверенных результатов французской Michelin лучшую за год динамику продемонстрировал автопром (+4,4%). Повышенным спросом у покупателей пользовались бумаги банковского сектора, а также производителей предметов роскоши, чему способствовали сильные результаты нидерландской ABN Amro и французской Kering. Общий оптимистичный настрой рынка поддерживали новости о предстоящих мирных переговорах Украины и России. На ожиданиях увеличения военных расходов в Европе ввиду противоречивой информации по поводу ее участия в процессе урегулирования конфликта в Украине вверх двигались акции оборонного сектора. Кроме того, в фокусе внимания были инициативы Дональда Трампа в отношении ввозных тарифов. После введения пошлин в размере 25% на весь импорт стали и алюминия в США упали цены на металлы и акции металлургического сектора. Европейские власти заявили о готовности принять пропорциональные меры в ответ на действия Вашингтона, что в целом повысило обеспокоенность в отношении развязывания торговой войны.

С 17 по 21 февраля DAX впервые с конца прошлого года ушел в минус, скорректировавшись на 1%. Тем не менее за этот период индексу удалось установить новый абсолютный рекорд на отметке 22 935 пунктов. Первый торговый день рассматриваемой пятидневки закончился ростом на 1,3% при поддержке максимального за три года скачка в акциях предста-

вителей оборонного комплекса (+4,6%). Эту динамику обеспечили заявления Белого дома по поводу финансового участия европейских государств в НАТО, а также комментарии в отношении урегулирования в Украине. В лидеры роста в секторе ВПК за указанную неделю вышли Thyssenkrupp (+26%) и Rheinmetall (+9,5%). После обновления максимумов DAX продемонстрировал самую глубокую с начала года коррекцию. Ее основным триггером стало заявление Дональда Трампа о планируемых импортных пошлинах в размере около 25% на автомобили, полупроводники и фармацевтические продукты из Европы. Дополнительным негативом выступили «ястребиные» комментарии представительницы руководства ЕЦБ Изабель Шнабель, считающей, что текущий уровень ставки уже не является ограничительным, и допустившей новый виток разгона инфляции в будущем. Давление на котировки немецких биржевых активов оказывала неопределенность, связанная с предстоящими 23 февраля выборами. Одним из аутсайдеров стала Mercedes-Benz, котировки которой опустились на 2,5% по итогам сессии 20 февраля, так как менеджмент представил прогноз, предполагающий значительное снижение прибыли в 2025 году.

Ключевые события ближайших недель. В следующий понедельник, 3 марта, выйдут данные индекса потребительских цен еврозоны, а 4 марта — данные безработицы в регионе. ЕЦБ 6 марта проведет заседание, по итогам которого ожидается снижение ставки с 2,75% до 2,5%. В Германии 7 марта будет опубликована статистика промышленных заказов за январь (декабрь: +6,9%), а 10 марта появятся данные импорта и экспорта за первый месяц текущего года.

Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker



Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	07.02.25	21.02.25	
DAX Index	21 787,00	22 287,56	2,3%
TKA GR Equity	4,57	5,96	30,4%
HAG GR Equity	36,24	45,64	25,9%
RHM GR Equity	721,60	890,40	23,4%
WAF GR Equity	41,20	47,78	16,0%
JUN3 GR Equity	24,20	27,06	11,8%
HFG GR Equity	11,43	12,74	11,4%
8TRA GR Equity	31,10	34,25	10,1%
PSM GR Equity	5,46	6,00	10,0%
TMV GR Equity	11,47	12,52	9,2%
BMW GR Equity	76,28	82,08	7,6%
DHER GR Equity	25,37	27,29	7,6%
SDF GR Equity	12,13	13,01	7,3%
S92 GR Equity	14,10	15,03	6,6%

Рынок Германии

Важные новости



Ожидания и стратегия

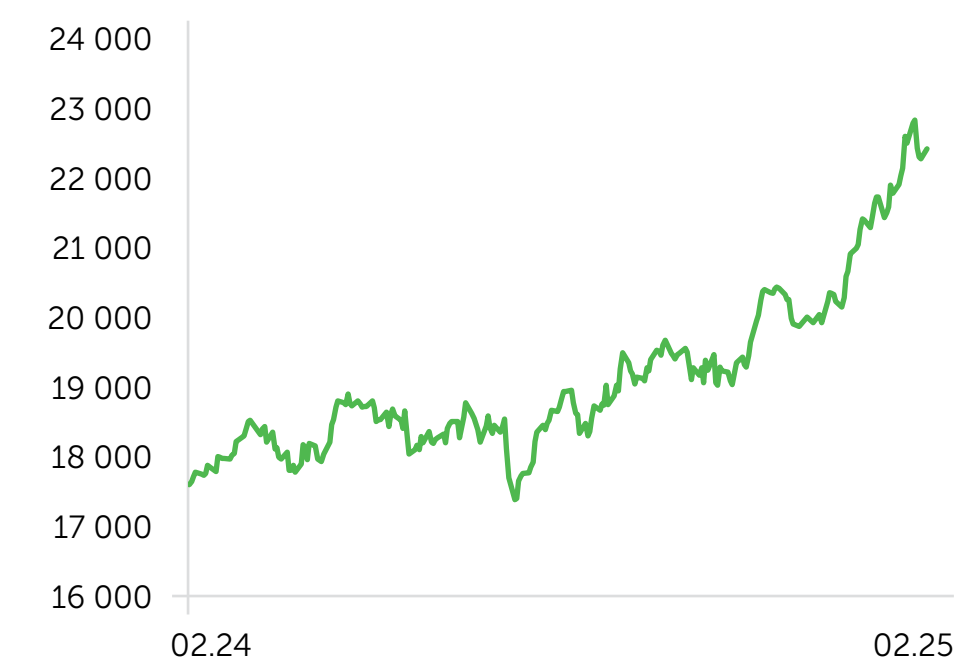
DAX продемонстрировал первую в текущем году заметную коррекцию после нескольких недель роста и обновления максимумов. Наиболее вероятным сценарием для бенчмарка является медленное снижение в сторону 22 000 пунктов с дальнейшей консолидацией вблизи исторических пиков. В случае ухода под отметку 22 000 прогнозируем движение в направлении 21 500 пунктов.

Ожидания и стратегия

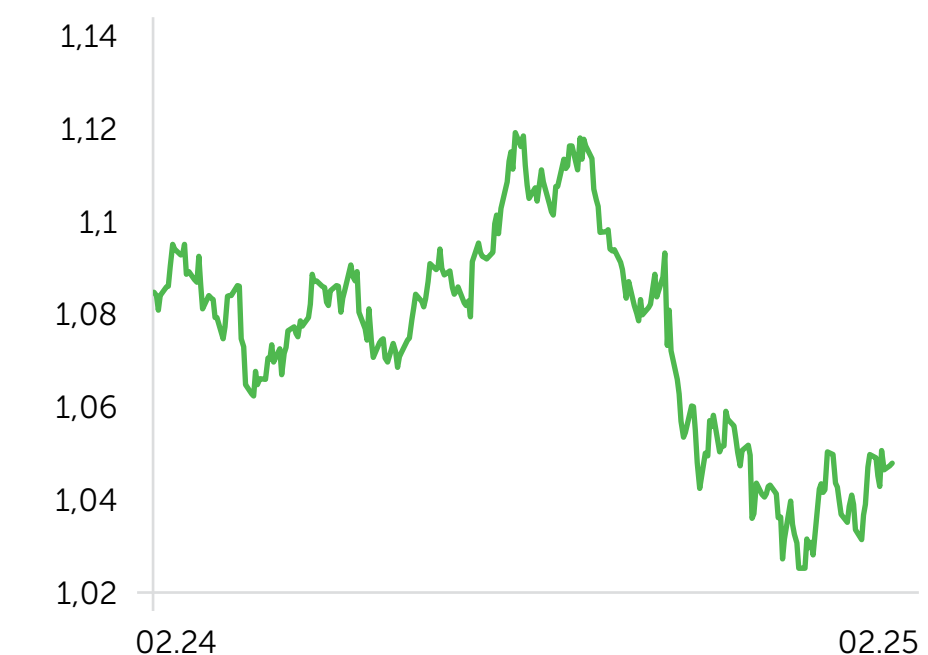
- **Индекс деловой активности (PMI) в Германии за февраль немного превзошел прогнозы.** По предварительным данным, показатель вырос с январских 50,5 пункта до 51, что оказалось на 0,2 пункта выше ожиданий аналитиков. PMI в промышленности с 45 восстановился до 46,1 пункта, а сервисный индикатор показал небольшое замедление.
- **ZEW фиксирует улучшение настроений инвесторов в Германии.** За февраль этот показатель вырос с 10,3 до 26 пунктов, значительно превысив консенсус. Одной из причин этого называют предстоящее формирование нового правительства, с которым связываются оптимистичные ожидания.
- **Немецкая торгово-промышленная палата (DIHK) прогнозирует снижение ВВП Германии на 0,5% в 2025 году.** Представители 60% компаний из 23 тыс., принявших участие в опросе, считают экономическую политику своим главным риском, лишь 14% респондентов ожидают улучшения ситуации с бизнесом в течение года, а 31% дают пессимистичные прогнозы.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

Merck KGaA. Новая точка роста

Поглощение SpringWorks Therapeutics расширит продуктовый портфель Merck и повысит ее конкурентоспособность

Причины для покупки:

- **Merck ведет переговоры о покупке SpringWorks Therapeutics.** Основной на сегодня продукт этой компании ogsiveo (нирогацестат) — это первый и пока единственный одобренный FDA препарат для лечения десмоидных опухолей. По предварительным данным самой SpringWorks, продажи этого лекарства в США за четвертый квартал и 2024 год составили \$61,5 млн и \$172 млн соответственно. Высокий коммерческий потенциал имеет еще один противоопухолевый препарат компании мирдаметиниб (NF1-PN). Он находится на рассмотрении FDA. Аналитики J.P. Morgan отмечают, что онкологический дивизион Merck, в 2024 году обеспечивший компании около 25% продаж, может выиграть от поглощения SpringWorks. Сделка дополнит существующий портфель фармгиганта и обеспечит новые возможности для роста. Кроме того, реализация продуктов SpringWorks поможет компенсировать потерю доходов из-за истекающих патентов на лекарства и возросшей конкуренции.
- **Рекомендации ведущих инвестбанков.** На текущий момент акции Merck покрывает 21 инвестбанк, из которых 18, в том числе AlphaValue (таргет: 200 евро), Barclays (таргет: 195 евро), Stifel (таргет: 185 евро) и HSBC (таргет: 180 евро), дают рекомендацию «покупать», а остальные советуют «держаться». Средняя целевая цена по бумагам MRK — 182,59 евро.
- **Техническая картина.** Акции MRK в феврале удержались выше поддержки на уровне 133 евро и предприняли попытку пробоя локального сопротивления 138,5 евро. В случае успеха

с преодолением этой отметки возможен рост котировок в диапазон 145–146 евро.

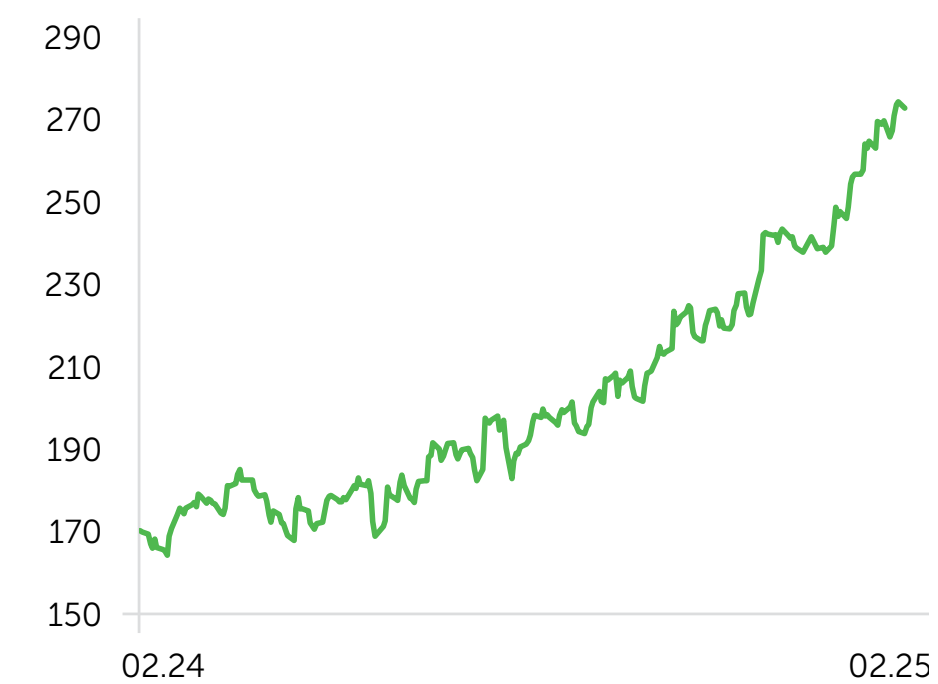


Среднесрочная идея

MERCK

Тикер на Xetra	MRK
Текущая цена	€137,85
Целевая цена	€160
Потенциал роста	16%

Динамика акций MRK на Xetra



Рынок Армении

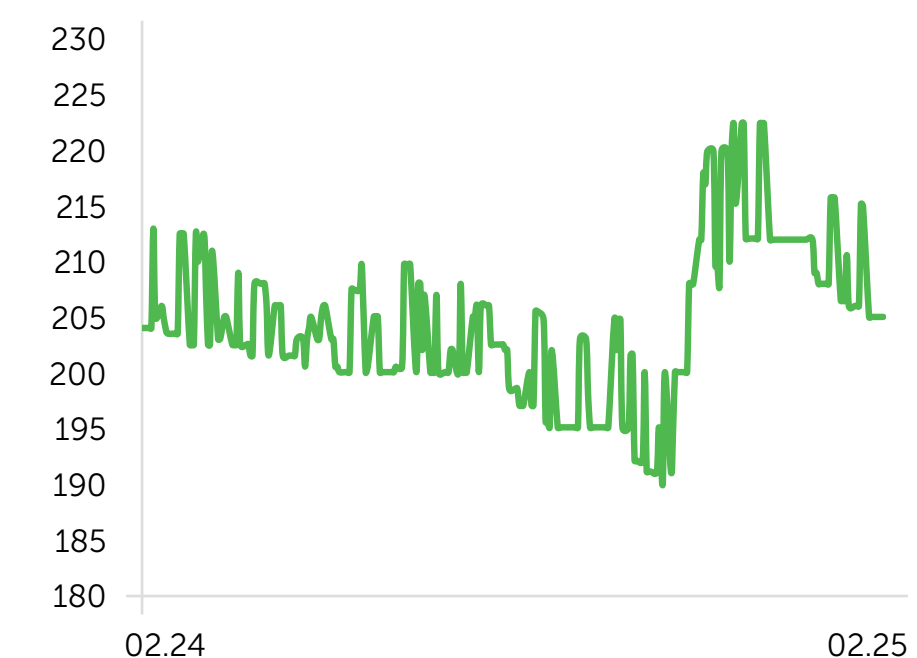
Дрейф продолжается

Отсутствие выраженных позитивных и негативных драйверов обусловило консолидацию на локальных фондовых площадках

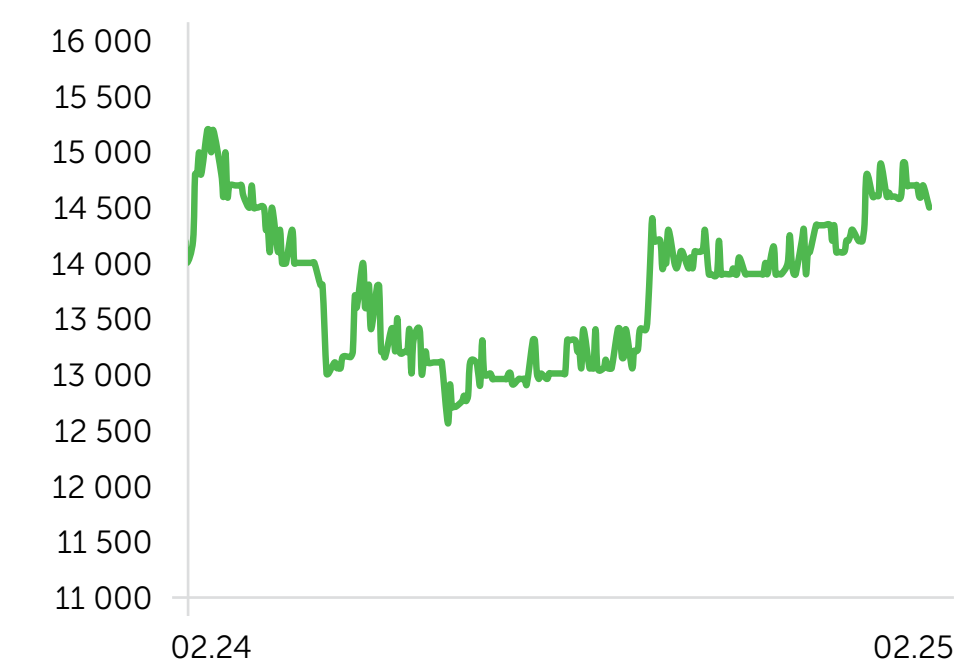
- **С 10 по 24 февраля на рынках Армении наблюдался боковик.** Котировки Telecom Armenia за этот период снизились на 0,7%, а акции АСВА Bank опустились на 0,5%. Отсутствие выраженного движения объясняется разнонаправленными сигналами макростатистики. Так, рост ВВП за четвертый квартал оказался слабее ожиданий, а индекс экономической активности за январь увеличился к значению за тот же месяц 2024-го.
- **Индекс цен трехлетних корпоративных облигаций от АМХ на этом фоне показал околонулевую динамику в отсутствие внешних триггеров.** Курс драма к доллару за февраль опустился на незначительные 0,5% от средних значений января. Напомним, что около 61% экспорта и 43% импорта за 2024 год были обеспечены за счет реэкспорта драгоценных металлов и ювелирных камней. Сокращение его объема ведет к снижению оборотов внешней торговли. Падение цен на драгоценные металлы и камни или дальнейшее сокращение объемов торговли могут оказать давление на курс драма.



Динамика акций
Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год



Рынок Армении

Важные новости



Новости экономики

- **ВВП Армении за четвертый квартал повысился 3,7% г/г (при консенсусе 4,7% г/г) и на 10,4% кв/кв**, а за весь ушедший год увеличился на 5,9% г/г, в первую очередь благодаря росту в сегменте недвижимости (+19%), в финансовой и страховой отрасли (+18,1%), а также в сфере научно-технической деятельности (+17,2%).
- **Индекс экономической активности за январь увеличился на 7,1% г/г против 4,7% в декабре**, но в сопоставлении месяц к месяцу упал на 45,3% в результате эффекта высокой базы. Сфера услуг, торговля и строительство стали лидерами роста, однако промпроизводство сократилось на 10,4% г/г.
- **Объемы внешней торговли за январь упали на 40% г/г после 37,3% г/г в декабре**. Экспорт сократился на 49% г/г, как и месяцем ранее. Снижение импорта ускорилось с декабрьских 26,5% до 33% г/г. В результате сальдо торгового баланса стало положительным второй раз за последние 10 лет. Продолжение упомянутого снижения объемов реэкспорта или падение цен на драгметаллы и камни Freedom Broker рассматривает как один из ключевых факторов риска для валютного курса страны на среднесрочную и долгосрочную перспективу.
- **Евразийский банк развития (ЕАБР) прогнозирует рост армянского ВВП на 5,5% г/г и завершение цикла снижения процентных ставок**, что в целом совпадает с нашими ожиданиями. Freedom Broker считает текущий уровень ставки близким к нейтральному, хотя не исключает еще одного снижения с учетом высокой безработицы, низкой инфляции и умеренного замедления роста ВВП с октября по декабрь 2024-го. Однако дальнейшие решения по монетарной политике будут зависеть от трендов в макроданных.

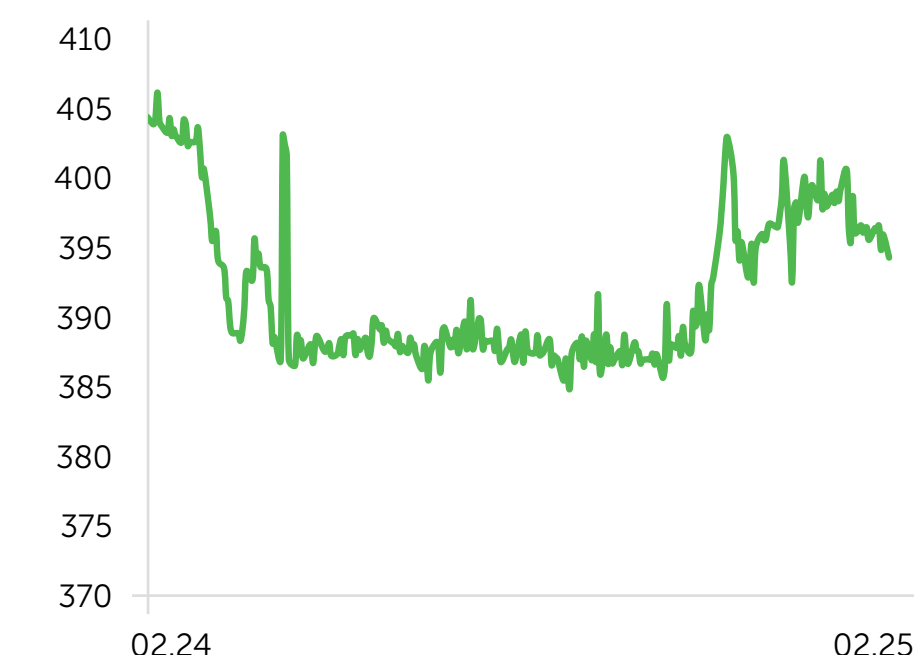
Новости компаний

- Акба Банк с 20 февраля по 10 апреля разместит два транша долговых обязательств (с дюрацией 36 и 60 месяцев) в армянских драмах — на 3 млрд и 4 млрд. Номинальная стоимость обоих выпусков — 100 тыс. драмов, купонная доходность — 9,5% и 10% соответственно.

Ожидания на предстоящие две недели

- В фокусе внимания могут оказаться данные потребительской инфляции за январь, которые, как ожидается, зафиксируют ее ускорение с декабрьских 1,7% г/г. Также запланирован выход январского индекса цен производителей (консенсус: +4,5% г/г, декабрь: +5,7%) и данных розничных продаж (консенсус: +8% г/г, декабрь: +10,3%), которые отразят сезонные особенности динамики потребления.

Динамика USD/AMD, 1 год



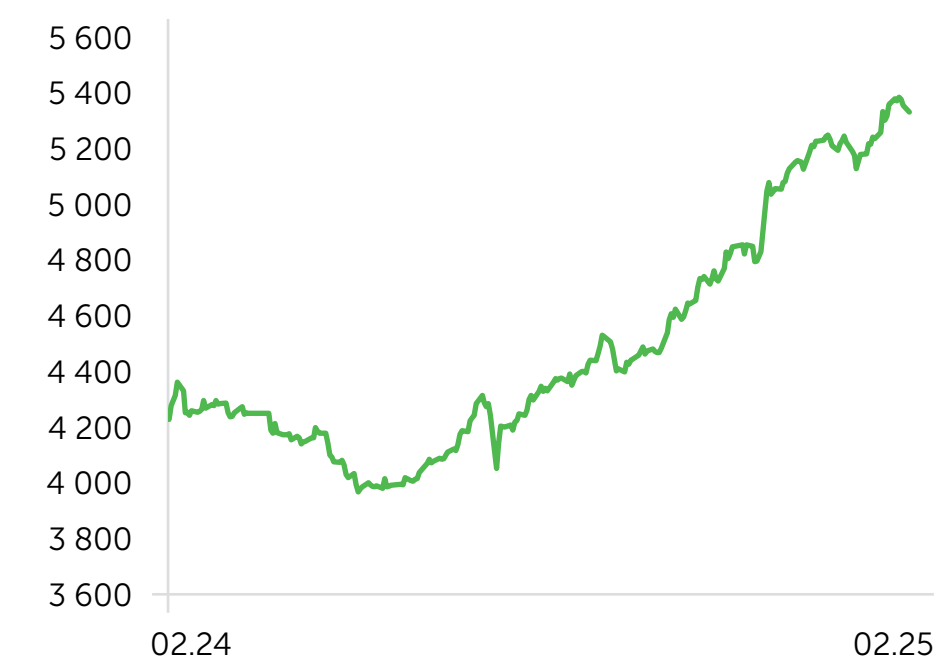
В ожидании ориентиров

Котировки большинства акций, представленных на биржах Эмиратов, ушли в минус

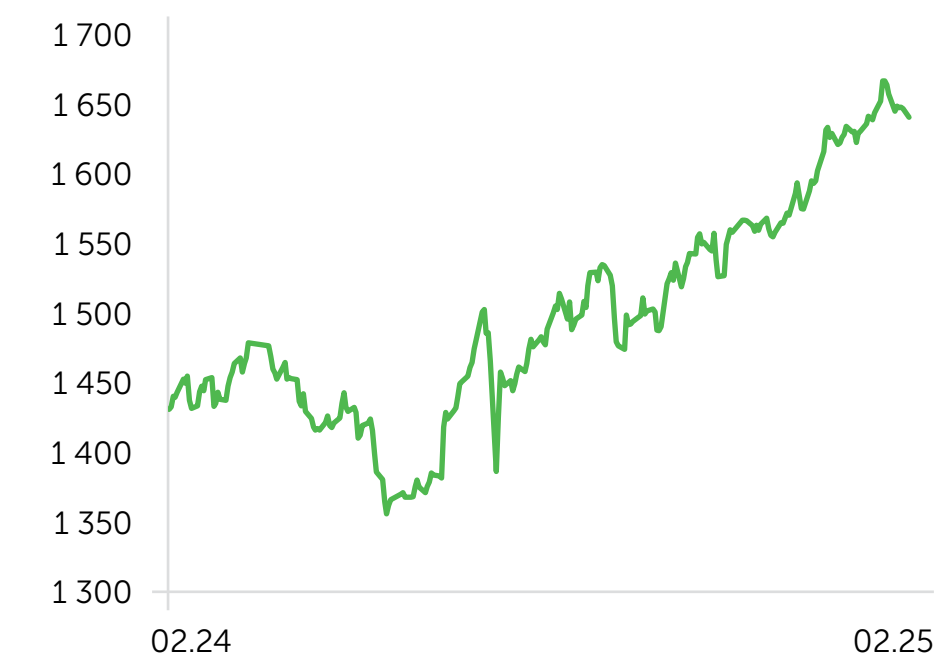
- С 11 по 24 февраля индекс Dubai Financial Market (DFM) General прибавил лишь 0,13%, а S&P/Hawkamah UAE ESG Index (UAEESGI) опустился на 0,71%. На движения котировок повлияло снижение цен на нефть марки Brent на 4,2%, а также усиление неопределенности на глобальных фондовых рынках, которую провоцируют планы США в отношении внешней торговли. Введение импортных пошлин, как ожидается, усилит проинфляционное давление и затормозит процесс нормализации процентных ставок.
- 62% входящих в DFM акций торговались в красном секторе. Среднее снижение составило 4%. На положительной территории оставались 33% эмитентов, поднявшиеся в среднем на 4,5%. Около 5% бумаг показали нулевую динамику. Акции таких строительных компаний, как Union Properties, RAK Properties PJSC, Aldar Properties, выросли на 13,8%, 10,4% и 9,7% соответственно на фоне улучшения сентимента после минувшей коррекции и публикации сильных результатов Union Properties за четвертый квартал. Выручка компании составила 155 млн дирхамов, превысив прогнозы на 10,8%, а EPS оказалась равна 0,02 дирхма, что превзошло консенсус на 50%.
- Индекс, отражающий доходность форвардной десятилетней ставки ОАЭ, демонстрировал повышенную волатильность. По итогам торгов 24 февраля показатель закрепился на отметке 5,33%, снизившись на 4 б.п., что объясняется аналогичными движениями казначейских облигаций США.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год





Новости компаний

- **Calidus, International Golden Group и DTEC Industries на выставке IDEX 2025 в Абу-Даби подписали военные договоры на общую сумму 5,8 млрд дирхамов.** Из этого объема на поставки ракетной системы Heda от Calidus Aerospace пришлось 3,76 млрд. International Golden Group (IGG) заключила соглашение на 492 млн дирхамов о поставках боеприпасов, а DTEC Industries получила контракт в объеме 1,38 млрд на производство катеров. Локальный оборонный холдинг Edge Group объявил о партнерстве с General Motors Defense для изучения возможностей в сфере военной техники в регионах Ближнего Востока, Африки, Малайзии и Индонезии. Дочерняя компания Mubadala Sanad подписала соглашение с Pratt & Whitney на техническое обслуживание авиадвигателей. По предварительным данным, выставка IDEX 2025 привлекла 1565 участников из 41 страны и ожидает более 150 тыс. посетителей, подтверждая статус крупнейшей оборонной экспозиции в регионе.

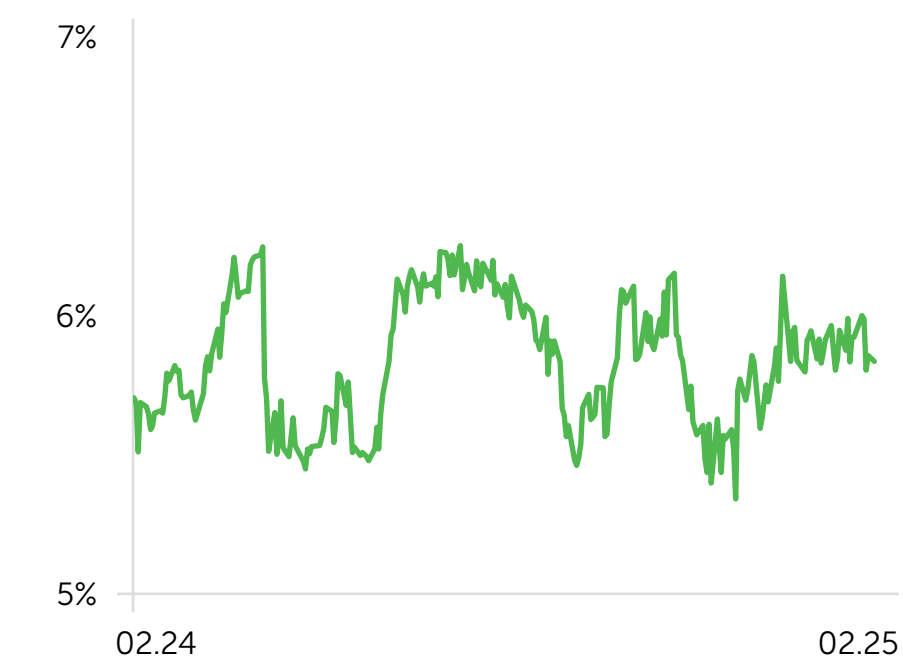
Новости экономики

- **В рамках форума Investopia 2025 министр экономики ОАЭ заявил, что локальный финтех-сектор обеспечивает 8,7% совокупного роста ВВП Эмиратов,** а к 2031-му эта доля должна расширяться до 12%. Также Абдулла бин Тук Аль Марри отметил создание условий для развития новых сегментов экономики, включая космическую отрасль. Страна стремится расширить число компаний в этом стратегическом секторе. Глава министерства указал на важность инновационного подхода в агропромышленном комплексе для реализации стратегии продовольственной безопасности. Привлечение инвестиций и локализация технологий помогут ОАЭ стать глобальным центром экспорта продовольствия.
- **По прогнозу PwC, рост ненефтяного компонента ВВП в текущем году составит 4,5% г/г.** По последним оценкам МВФ, ОАЭ сохраняют лидерство в регионе по показателю роста ненефтяного валового продукта в условиях действующего соглашения ОПЕК+ об ограничении добычи до 2026 года. По словам главного экономиста PwC Middle East Ричарда Боксхолла, неопределенность на энергетических рынках в очередной раз подчеркивает важность диверсификации. PwC также отмечает устойчивость экономики региона, поддерживаемую реформами, инвестициями и инфраструктурными проектами. По мнению экспертов, ОАЭ остаются одним из самых стабильных инвестиционных направлений в мире.

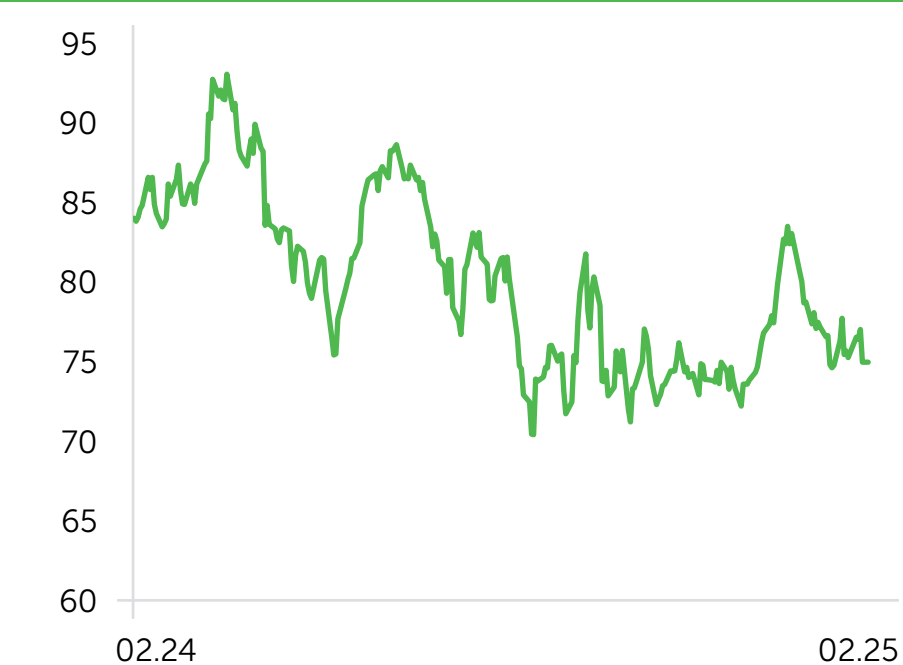
Ожидания на предстоящие две недели

Ключевым драйвером для цен на нефть остаются новости геополитики. Негативными факторами для котировок черного золота выступают прогресс в переговорах о прекращении военных действий в Украине и эскалация торгового конфликта США с их партнерами. В краткосрочной перспективе поддержку нефтяным ценам способно оказать повышение геополитической премии из-за возобновления военного противостояния Израиля и террористической группировки Хамас в секторе Газа, а также из-за повышения вероятности атаки на ядерные объекты в Иране израильскими и/или американскими ВВС.

Доходность, форвардная ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



Нефть марки Brent, 1 год



Freedom Holding Corp. отчитался ростом квартального дохода более чем в 1,5 раза

За третий квартал 2025 финансового года, который завершился 31 декабря 2024 календарного года, Freedom Holding Corp. нарастил прибыль на \$236,6 млн (+57%).

Доход холдинга от страхового андеррайтинга увеличился с \$79 млн до \$177,5 млн (+125%) в основном за счет роста количества договоров по пенсионному аннуитету и страхованию от несчастных случаев.

Чистая прибыль по торговым ценным бумагам за счет продажи суверенных облигаций Казахстана составила \$89,6 млн (+1860%), придя на смену чистому убытку \$5,1 млн, полученному за предыдущий отчетный период. Также была признана нереализованная чистая прибыль в размере \$74,6 млн, связанная с увеличением стоимости позиций по ценным бумагам.

Чистый убыток в размере \$42,6 млн от производных финансовых инструментов сменился чистой прибылью в размере \$11,9 млн (+128%). Эта динамика связана в первую очередь с результатами Freedom Bank, который из-за положительной переоценки валютных свопов за три месяца, закончившихся 31 декабря 2024 года, зафиксировал чистую прибыль в сумме \$10,6 млн после отрицательного показателя объемом \$41,8 млн годом ранее.

Комиссионный доход повысился с \$120,2 млн до \$143,4 млн (+19%) в основном за счет увеличения числа розничных брокерских клиентов.

Расходы холдинга поднялись на \$249,9 млн (+81%), так как:

- Объем понесенных страховых возмещений за вычетом перестрахования увеличился на \$63,5 млн (+155%). Этот рост прежде всего обусловлен расширением страховых операций в период между двумя кварталами.
- Комиссионные расходы были повышены на \$51,1 млн (+119%) — в основном из-за роста затрат на агентское вознаграждение в рамках бизнеса по страхованию жизни.
- Общие и административные издержки, в том числе на цели благотворительности и спонсорства, выросли на \$41,3 млн (+129%).
- Резервы на ожидаемые кредитные убытки были увеличены на \$34,1 млн (+968%),

главным образом ввиду роста резервов по необеспеченным кредитам клиентов банка и праву требования по приобретенным розничным кредитам, которое, в свою очередь, объясняется изменением оценки прогнозной информации в связи с обесценением валюты, произошедшим до отчетной даты.

- По причине расширения штата компаний, входящих в холдинг, заработная плата и премии в отчетный период увеличились на \$32,3 млн (+72%).

Чистая прибыль Freedom Holding Corp. составила \$78,1 млн. Прибыль на акцию (EPS), рассчитанная исходя из их базового средневзвешенного количества 59,4 млн штук, достигла \$1,32. Разводненная EPS оказалась равна \$1,29.

Активы холдинга выросли с \$8,302 млрд до \$9,135 млрд (+10%). Объем обязательств повысился с \$7,135 млрд до \$7,872 млрд (+10,3%).

Количество брокерских клиентских счетов холдинга по состоянию на 31 декабря 2024 года составило 618 тыс., увеличившись за квартал на 63 тыс.



Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global

Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

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



Инвестиционный
обзор №314

28 февраля 2025

ffin.global

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев, capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов, vadim.merkulov@ffin.ae

Ерлан Абдикаримов, yerlan.abdikarimov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина, prglobal@ffin.kz

ПН-ПТ 09:00-21:00

(по времени г. Астана)

+7 7172 727 555

info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

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

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