

Инвестиционные перспективы 2023 года



23 декабря 2022

Фондовый рынок США:

Время работает на рост

Ожидаемое восстановление экономики и смягчение ДКП будет стимулировать интерес инвесторов к риску со второй половины 2023 года

Рынок Казахстана: Сложное начало — уверенный финал

Российский рынок: Шоковая терапия

Рынок Узбекистана: В водовороте событий

Рынок Германии: У любой проблемы есть решение!

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

[Открыть казахскую версию](#)



Содержание



Инвестиционные
перспективы 2023 года
23 декабря 2022
ffin.global

Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2022 году.....	3
Рынок США в 2022 году (индекс S&P 500)	5
Ключевые события 2022 года. В зоне высокого напряжения	6
Фундаментальная картина на 2023 год. К росту через полосу препятствий	7
Макроэкономический прогноз на 2023 год. В буре лишь крепче руки.....	10
Долговой рынок: итоги и перспективы. В направлении тихой гавани.....	13
Базовый портфель. Основные сведения	15
Прогноз по индустриям и секторам. Период адаптации.....	20
Рынок Казахстана в 2022 году (индекс KASE)	32
Рынок Казахстана. Итоги года. Сложное начало – уверенный финал.....	33
Рынок Казахстана в 2023 году. Под знаком восстановления.....	35
Рынок России в 2022 году (индекс MOEX).....	36
Российский рынок: итоги года и перспективы. Шоковая терапия.....	37
Фондовые индексы в России и в мире	38
Динамика акций и секторов	39
Текущая картина	40
Перспективы рынка	41
Макроэкономика.....	42
Отраслевая часть.....	43
Рынок Узбекистана в 2022 году (индекс EqRe Blue).....	47
Рынок Узбекистана. Итоги года. В водовороте событий	48
Рынок Узбекистана в 2023 году. В русле мировых трендов	50
Рынок Германии в 2022 году (индекс DAX)	51
Рынок Германии. Итоги года. У любой проблемы есть решение!.....	52
Рынок Германии в 2023 году. С новыми поводами для оптимизма.....	53
Итоги рынка IPO 2022 года. Лучше меньше, да лучше	54
Перспективы рынка IPO в 2023 году. В ожидании окна возможностей	55
Контакты	56

Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2022 году



FRHC ушел из России

В 2022 году Freedom Holding Corp. заключил договор о продаже своих российских активов — брокера и банка «Фридом Финанс». Их новым владельцем стал Максим Повалишин, стоявший у истоков Freedom в России. Организации уже провели ребрендинг, сменив названия на «Цифра брокер» и «Цифра банк» и разработав новые логотипы. Клиенты российских компаний могут оставить свои валютные активы на прежних счетах либо перевести их в любое подразделение холдинга.

Freedom расширяет возможности на глобальном фондовом рынке

25 января 2022 года дочерняя компания Freedom Holding Corp., Prime Executions, получила разрешение от регулятора FINRA на осуществление деятельности на рынках капитала, а также на работу в сфере инвестиционного банкинга. Это позволяет компании выступать в качестве соорганизатора IPO на крупнейшем фондовом рынке мира. «Данным набором разрешений FINRA обладают лишь немногочисленные финансовые компании, и мы уверены, что эти возможности смогут помочь вывести наш бизнес на новый уровень», — отметил Тимур Турлов.

Freedom Holding Corp. развивает экосистему в Казахстане

На презентации, посвященной отчету холдинга за 2022 финансовый год, CEO FRHC Тимур Турлов рассказал о развитии цифровой экосистемы в Казахстане. Сейчас под брендом Freedom в стране представлены брокерский, банковский и страховой дивизионы, универсальный агрегатор онлайн-платежей, сервисы выдачи микрокредитов и онлайн-продажи билетов, а также сеть по продаже смартфонов и услуг связи.

Холдинг отчитался за два квартала 2023 фискального года

В первом квартале 2023 фискального года, завершившемся 30 июня 2022-го, выручка Freedom Holding Corp. увеличилась на 55% г/г, до \$227 млн. Основными драйверами роста стали комиссионные и процентные доходы, поднявшиеся на 36% и

96% соответственно. Для своих акционеров Freedom Holding Corp. заработал прибыль в размере \$0,99 на бумагу, что на \$0,06 выше предыдущего результата.

Во втором квартале 2023 фискального года, завершившемся 30 сентября 2022-го, выручка эмитента уменьшилась с прошлого года \$317 млн до \$180 млн. Эта динамика объясняется нормализацией показателей после того, как во втором квартале 2022 фискального года компанией был получен разовый доход от реализации крупной финансовой инвестиции в ПАО «СПБ Биржа». Чистая прибыль холдинга составила \$27,2 млн, или \$0,45 на бумагу. Активы и обязательства Freedom Holding Corp. повысились до \$4,784 млн (+48% г/г) и \$4,163 млн (+55,3% г/г) соответственно. После ухода Freedom Holding Corp. из России клиентская база сократилась с 479 тыс. до 310 тыс. счетов.

Тимур Турлов раскрыл состав своего инвестиционного портфеля

В мае 2022 года CEO Freedom Holding Corp. сформировал долгосрочный публичный «портфель роста», включив в него 12 бумаг, а именно акции:

- облачной платформы Snowflake (SNOW), которая стабильно удваивала доходы от реализации своих продуктов
- поставщиков решений кибербезопасности CrowdStrike (CRWD) и Datadog (DDOG), демонстрирующих показатели, превосходящие ожидания рынка
- разработчика облачных решений в сфере кибербезопасности Zscaler (ZS) со значительным потенциалом роста
- компании из перспективного сектора зеленой энергетики Enphase Energy (ENPH)
- поставщика баз данных и других софтверных услуг для корпоративного сектора MongoDB (MDB)
- поставщика аутсорсинговых услуг TaskUs (TASK)
- производителя медицинского оборудования ShockWave Medical (SWAV)
- софтверной компании Avalara (AVLR)
- помощника в разработке и коммерциализации препаратов Maravai LifeSciences (MRVI)



- финтехкомпания Bill.com Holdings (BILL)
- разработчика решений для анализа данных ZoomInfo Technologies (ZI)

Горизонт инвестирования — два-три года, риск — высокий. Целевая доходность портфеля — более 80%.

Freedom Finance Global получила статус квалинвестора на рынке Китая

В сентябре Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая (CSRC) присвоила Freedom Finance Global статус квалифицированного иностранного инвестора (QFI). Это позволяет компании, а значит и ее клиентам, торговать широким спектром китайских биржевых инструментов от акций локальных компаний до деривативов.

Freedom Holding Corp. провел пресс-тур для европейских СМИ в Астане

Freedom Holding в октябре принимал в Казахстане журналистов известных европейских деловых изданий, в том числе Wirtschaftswoche, Le Monde Sudinfo, La Vanguardia. Гостям из

Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2022 году



Европы рассказали о цифровой трансформации, проходящей в Казахстане, о возможностях GovTech, а также об уникальных финансовых продуктах, которые создает команда Freedom. К ним можно отнести цифровую ипотеку и цифровой автокредит. Европейские журналисты пообщались с министром цифрового развития, инноваций и аэрокосмической промышленности Казахстана Багдатом Мусиным, посетили Международный финансовый центр «Астана», крупнейший международный технопарк ИТ-стартапов в Центральной Азии Astana Hub, а также комитет МФЦА по регулированию финансовых услуг (AFSA).

Холдинговая компания Freedom выбрала Deloitte независимым аудитором

Для проведения ежегодного аудита финансовой отчетности Freedom Holding Corp. по американским стандартам бухучета (GAAP) выбрана одна из компаний «большой четверки» — Deloitte. Она сменила на этом посту бухгалтерскую организацию WSRP, которая с момента основания Freedom Holding Corp. проводила проверку его результатов для NASDAQ и американского регулятора.

У Deloitte уже есть опыт проверки отчетов «дочек» холдинга по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) и аудита (МСА).

Джон Роджерс присоединяется к команде Freedom Capital Markets

В ноябре Джон Роджерс, ранее возглавлявший аналитический департамент Citibank, занял пост исполнительного вице-президента и члена управленческих и инвестиционных комитетов компании Freedom Capital Markets, американской «дочки» Freedom Holding Corp.

Новый топ-менеджер FRHC получил степень бакалавра в области государственно-муниципального управления в Университете Чикаго, а затем магистерские дипломы в сфере управления и экономики в Университете Детройта и Уортонской школе бизнеса Университета Пенсильвании.

«Моя основная цель — помочь нашей аналитической группе увеличить охват покрываемых компаний и улучшить и без

того сильную линейку продуктов. Кроме того, я вместе с нашей американской командой работаю над расширением присутствия Freedom Holding Corp. в США», — прокомментировал свое назначение Джон Роджерс.

Группа компаний Freedom финансирует социально значимые проекты в Казахстане

Для решения проблемы с дефицитом пресной воды в Мангистауской области Freedom Holding Corp. выделит 2,12 млрд тенге на строительство насосной станции и водопровода, по которому будет подаваться качественная питьевая вода для 230 тыс. жителей города Актау и близлежащих сел. Соглашение с акиматом Мангистауской области уже подписано.

Кроме того, Freedom направит 1,9 млрд тенге на строительство ботанического сада и спортивного комплекса в Уральске. Ботанический сад будет разбит на площади 13 га в живописном экологически чистом районе Уральска. Проект предусматривает наличие рекреационной площадки, пруда с водянными растениями, аллей, вдоль которых высадят яблони и сирень. На благоустроенной территории создадут зону с хвойными деревьями, разместят беседки и композиции в восточном стиле, а также теплицу и ресторан национальной кухни. Современный спортивный комплекс будет оборудован всем необходимым для занятий волейболом, баскетболом, мини-футболом, борьбой и другими видами спорта.

Freedom Broker выступил соорганизатором IPO НК КазМунайГаз

В начале декабря первичное размещение акций провел КазМунайГаз — вертикально интегрированная нефтегазовая компания, имеющая стратегическое значение для локального сырьевого сектора. На нее приходится 25% добычи нефти и конденсата, 15% производства газа, 82% нефтепереработки и 56% транспортировки нефти в Республике Казахстан.

Сбор заявок для розничных инвесторов прошел с 9 ноября по 2 декабря, торги бумагой на Казахстанской и Астанинской биржах, а также на СПБ Бирже стартовали 8 декабря.

При выходе на IPO компания была оценена примерно в \$11

млрд, по 8406 тенге за бумагу. Объем размещения превысил 30,5 млн обыкновенных акций.

По состоянию на 23 декабря 2022 года бумага торговалась на KASE по 9305 за единицу. Наш таргет — 12 800 тенге, апсайд к цене размещения при этом составлял около 52%.

Freedom Finance Europe получила прямое членство в европейском клиринговом центре EuroCCP

Партнерство с EuroCCP обеспечит клиентам Freedom Finance Europe прямой доступ на Cboe Europe — крупнейшую по объему торгов общеевропейскую фондовую биржу, а также на другие площадки региона. Новый статус позволяет FFE проводить расчеты и исполнять клиентские заявки напрямую в Euroclear, без посредников в виде прайм-брокеров. Кроме того, членство в EuroCCP обеспечивает дополнительную защиту всех участников сделки.

Freedom Finance Europe открыла офис в Афинах

Первый офис компании в Греции начал работу в ноябре 2022 года. К тому моменту греческие клиенты открыли более 23 тыс. инвестиционных счетов и совершили почти 150 тыс. транзакций через онлайн-платформу Freedom24.

В планах FFE на 2023 год — продолжение расширения бизнеса как на греческом, так и на мировом финансовых рынках. Компания намерена запускать новые банковские услуги, создавать образовательные программы для инвесторов и продолжать совершенствовать свою экосистему, доступную всем пользователям Freedom24.



Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Рынок США в 2022 году (индекс S&P 500)

Важные новости в одной инфографике



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



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

Ключевые события 2022 года

В зоне высокого напряжения

Уходящий 2022 год для инвесторов начался с высоких рыночных мультипликаторов и инфляции, что сопровождалось ожиданиями постепенного ужесточения ДКП и ухудшения финансовых условий. В то же время общерыночные прогнозы роста корпоративных прибылей оставались оптимистичными. Ужесточение риторики ФРС стимулировало рост доходностей трежерис, что вкупе с неоднозначными отчетами банковского сектора, а также данными, отражавшими стабильное ускорение инфляции, вызвало фиксацию позиций с начала второй декады января. В феврале умеренно негативный тренд обусловили такие факторы, как распродажа в акциях Meta* (META), продолжающийся разгон инфляции и обострившийся в Украине вооруженный конфликт.

Во второй половине марта настроения на биржах изменились: инвесторы начали выкупать просадку индексов благодаря ободряющей риторике председателя ФРС Джерома Пауэлла. Глава регулятора характеризовал экономику США как устойчивую, выражая уверенность в ее способности выдержать повышение ставок. Положительно рынок отреагировал и на то, что отношения между США и Китаем не ухудшились из-за напряженности в Украине.

С начала апреля по середину мая рынок практически непрерывно снижался. Триггером для распродаж стали сигналы ФРС о возможном увеличении шага подъема ставки до 50 б.п. Это стимулировало повышение оценок предельной ставки ФРС и, как следствие, подтолкнуло доходности десятилетних трежерис к отметке 3%. Углублению падения на рынке акций способствовали слабые отчеты отдельных ИТ-компаний, а также жесткие коронавирусные ограничения в Китае. Затем последовал краткий период отскока, но после публикации данных инфляции, зафиксировавших ее рекордное ускорение, с 9 июня «медвежий» тренд возобновился с новой силой. **В июле** настроения инвесторов стабилизировались. Спекуляции на тему возможного смягчения ДКП в 2023 году из-за ухудшения макроэкономической ситуации, а также неплохой сезон

отчетности за второй квартал и оптимистичные оценки главой ФРС состояния экономики во втором полугодии обусловили рост котировок индекса S&P 500 до середины августа.

Во второй половине августа позитивный заряд был исчерпан. Выступая на ежегодном саммите глав ЦБ в Джексон-Хоуле, Джером Пауэлл подтвердил, что ФРС продолжит повышать ключевую ставку, пока инфляция не окажется «под контролем». Предупреждение главы регулятора об опасности преждевременного смягчения ДКП рынок воспринял как сигнал к более длительному периоду удержания ставки на ограничительном уровне. Данные инфляции за август вновь зафиксировали показатель выше прогноза, что стало поводом для развития нисходящего тренда, продлившегося до октября.

Значительное снижение котировок и надежда на прохождении пика инфляции послужили драйверами для локального разворота котировок вверх. Поддержку росту оказали заявления главы ФРБ Сан-Франциско Мэри Дейли о планируемом сужении шага повышения ключевой ставки. Кроме того, в ноябре усилились спекуляции по поводу возможности снижения ставки ФРС на 25-50 б.п. уже в конце 2023 года. Это поддерживало «бычьи» настроения до конца осени.

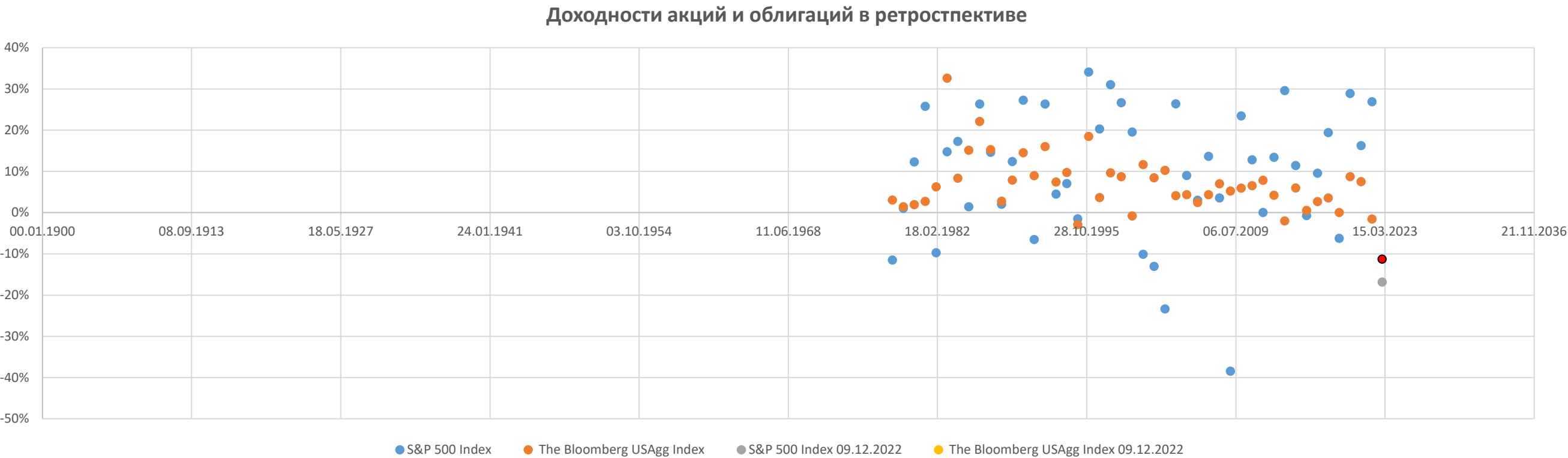
Игорь Ключнев,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



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

Фундаментальная картина на 2023 год

К росту через полосу препятствий

В качестве базового сценария на 2023 год мы рассматриваем умеренную рецессию в течение первого полугодия. Негативную динамику в поквартальном выражении ВВП США, по нашей оценке, продемонстрирует во втором квартале. Это будет сопровождаться ухудшением прогнозов роста EPS, давлением на оценочные мультипликаторы, а также отказом инвесторов от вложения в рискованные активы на протяжении января-июня 2023-го. В базовый прогноз мы закладываем снижение экономической активности, сохранение повышенной инфляции и рост безработицы, которые окажут сдерживающий эффект на потребительские настроения. Это приведет к снижению EPS на 3,3% по итогам 2023 года. Одновременно предполагаем, что базовый ценовой индекс расходов на личное потребление (Core PCE) продолжит замедляться и к концу будущего года составит 3,4%, что позволит ФРС снизить базовую ставку на 50 б.п. Восстановление экономической активности в третьем-четвертом кварталах, а также ожидания перехода ФРС к смягчению монетарной политики в 2024 году будут стимулировать рост спроса на риск во втором полугодии 2023-го. Реализация эффекта низкой базы и ослабление инфляционного давления в 2024 году приведут к восстановлению маржинальности, благодаря чему EPS повысится на 9%. При реализации этих ожиданий справедливое значение форвардного мультипликатора P/E (P/E NTM) на конец 2023 составит 16 (сравнение сценариев и целевое значение S&P 500 см. ниже).

Риски для рынка в 2023 году

• **Инфляция.** По данным опроса BofA, проведенного в ноябре среди управляющих активами, инфляция остается наиболее значимым для рынка остаточным риском, имеющим комплексную природу. При сохранении высокой инфляции в течение 2023 года ФРС будет вынуждена принимать более агрессивные меры для ее замедления. В этом случае пиковый уровень ставки может составить от 6% и выше,

а регулятор будет удерживать ее более продолжительное, чем ожидалось ранее, время. Это окажет существенное давление на оценочный мультипликатор рынка. Кроме того, жесткая ДКП будет иметь более ярко выраженные негативные последствия для экономики, а снижение EPS окажется глубже, чем предполагает наш вышеприведенный сценарий.

- **Длительность рецессии.** В базовый прогноз мы закладываем нулевую динамику ВВП в первом квартале и отрицательную во втором (кв/кв). Не исключаем и сценарий более длительной рецессии, хотя существенное снижение ВВП США по итогам года, на наш взгляд, маловероятно ввиду благополучной ситуации на рынке труда и значительных избыточных запасов денежных средств на счетах населения. В то же время существуют риски затяжного периода слабонегативной динамики экономики, что обусловлено сохраняющимся восстановительным импульсом в ряде индустрий и еще не зафиксированным ухудшением деловой активности в некоторых секторах с длительными производственными циклами.
- **Политика ФРС.** В базовый сценарий мы закладываем снижение ставки Федрезерва в конце 2023 года в случае устойчивого замедления инфляции и ослабления экономики. При этом учитываем, что руководство регулятора неоднократно выступало за сохранение высоких ставок в течение длительного периода. Как показывает статистика последних десятилетий Федрезерв сохраняет ставку на пиковом уровне дольше полугодия. Сокращение баланса активов регулятор проводил лишь единожды — с 2017-го по 2019 год, поэтому единой оценки потенциального влияния этой меры на экономику и рынок на сегодня нет. В то же время сама неопределенность эффекта QT окажет давление на объемы ликвидности в системе.
- **Ухудшение рыночного сентимента при снижении консенсуса по EPS.** Пессимистичные ожидания в отношении



Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

динамики прибыли на акцию, обнародованные, в частности, spglobal.com и заложенные в последние прогнозы ведущих инвестбанков, на наш взгляд, частично учтены в рыночных котировках. Консенсусы Bloomberg и Factset на начало декабря предполагают рост EPS эмитентов из индекса S&P 500 на уровне 6,9% и 5,6% соответственно, что указывает на сохранение потенциала снижения в условиях ожидаемого ухудшения макроэкономической конъюнктуры.

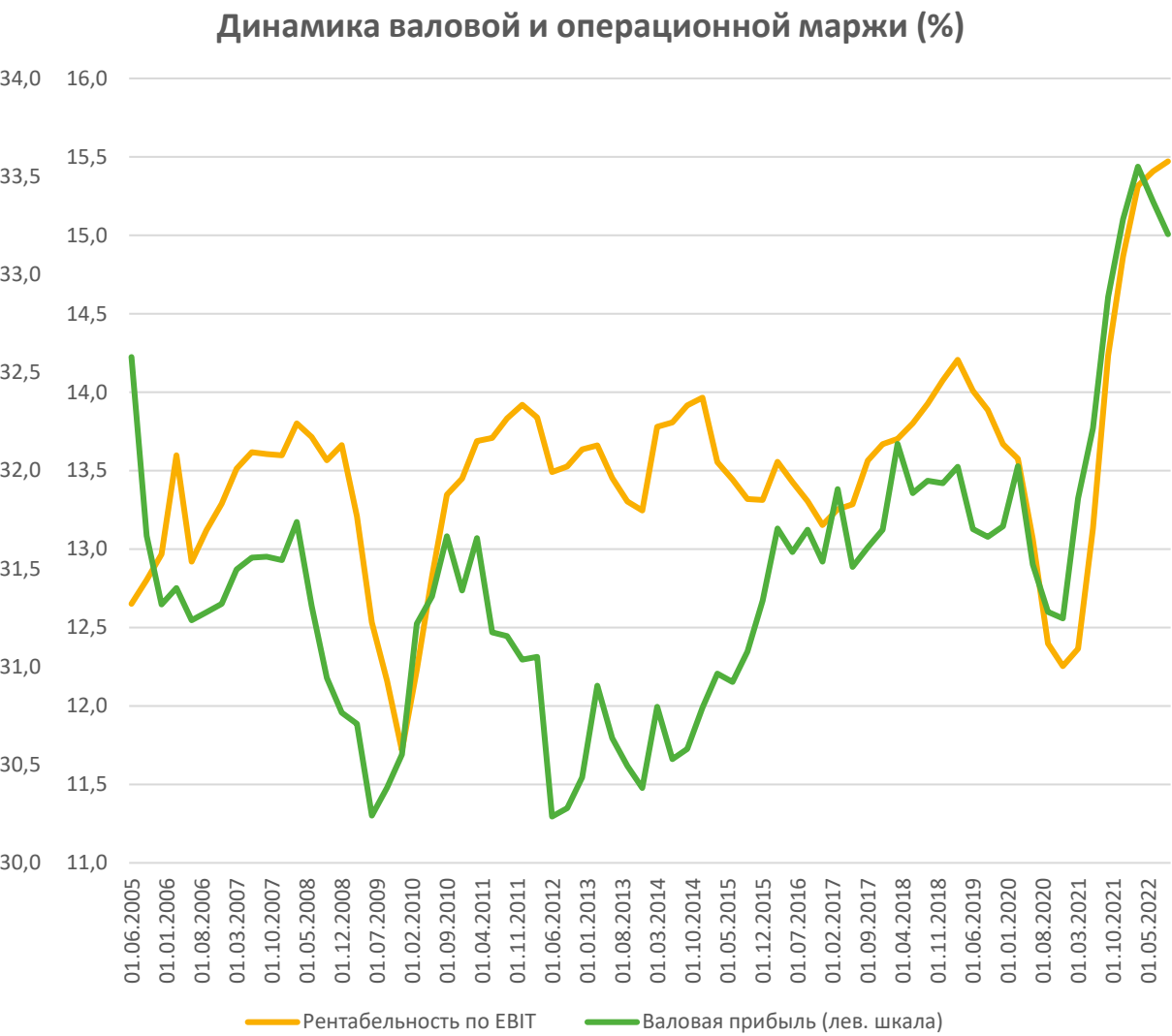


Фундаментальная картина на 2023 год

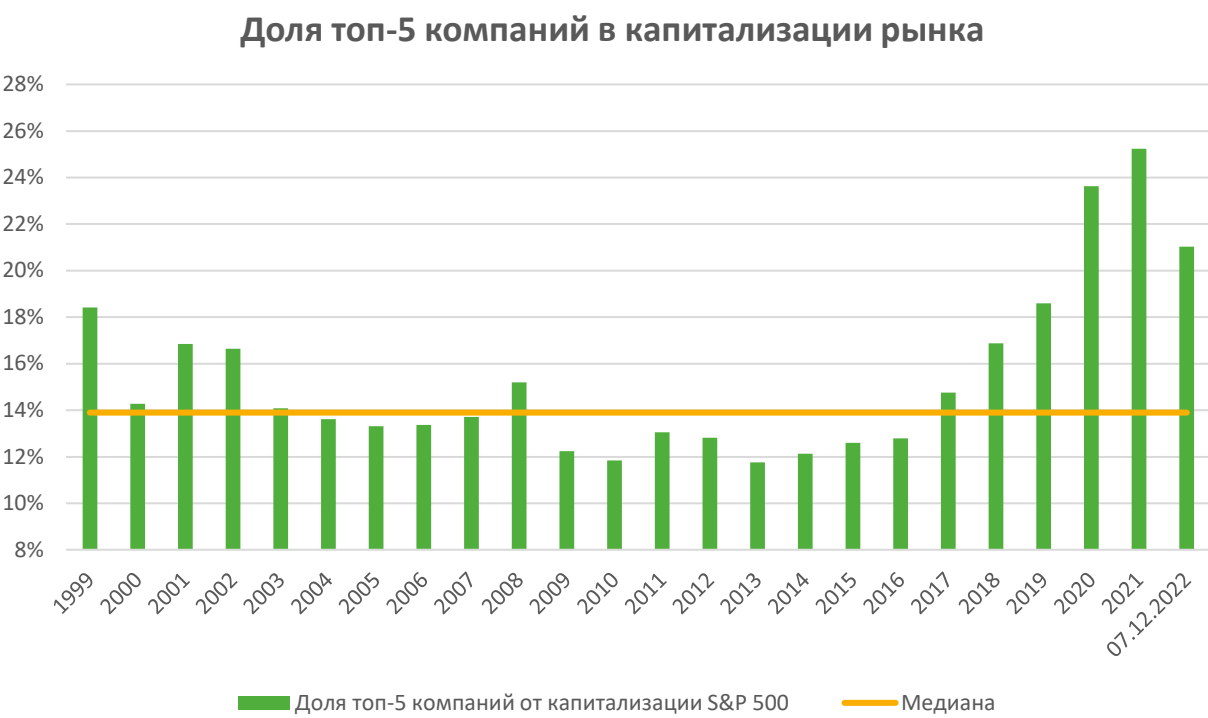
К росту через полосу препятствий



• **Маржинальность.** По данным Factset, операционная маржа эмитентов из индекса S&P 500 по итогам третьего квартала 2022-го составила максимальные с 2005-го 15,5%. Маржа EBIT по итогам уходящего года способна приблизиться к 15,3% при среднем за 18 лет уровне 13,5%, что в условиях высокой вероятности рецессии выступает фактором риска.



• **Концентрация капитализации.** Капитализация топ-5 технологических компаний: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta* – на начало декабря составила 20% от общего показателя для индекса S&P 500 против 25% в 2021-м и 12% за период 2012–2019 годов. Таким образом, стабильное сохранение высокой концентрации капитализации остается под вопросом, что вкупе с расширением доли активов в пассивном управлении может оказать давление на оценки рынка в перспективе нескольких кварталов.



• **Разница оценок акций «роста» и «стоимости».** В условиях ожидаемой рецессии, высоких ставок ФРС и доходностей десятилетних гособлигаций США мы рассчитываем на сокращение в течение 2023 года разрыва между оценками акций «роста» и «стоимости». Этот расчет основан на исторических данных и на большей уязвимости секторов, акции которых относятся к категории «роста», к негативному воздействию рецессии.



Потенциальные факторы поддержки рынка

- **Сохраняющийся тренд на снижение компонентов инфляции.** Полагаем, что в 2023 году общая инфляция может существенно замедлиться за счет волатильных компонентов. В частности, этому будет способствовать снижение цен на нефть WTI и природный газ на 40% и 43% от максимумов года соответственно, а также удешевление бензина в США на 31,3% от пиковых значений. Индекс мировых цен на продовольствие (FAO Food Price Index) с мартовских 159,7 опустился до 135,7 в ноябре (-15%). В свою очередь, оборачиваемость запасов у торговых сетей Walmart и Target находится на низших отметках за несколько лет, а у Amazon – на историческом минимуме. Наличие большого объема запасов у ретейлеров вкупе с постепенной нормализацией цепочек поставок будет способствовать снижению цен на товары.
- **Стабильное состояние рынка труда.** Благополучное положение рынка труда, с одной стороны, выступает риском для экономики, так как устойчивый спрос может ускорять инфляцию. С другой стороны, при развитии рецессии стабильный рынок труда – это позитивный фактор. Рекордное число открытых вакансий позволит замедлить рост безработицы и поддержать потребительский спрос в случае ухудшения экономических условий при реализации нашего базового прогноза. Ожидаем рост безработицы по итогам 2023-го на уровне 1,2 п.п., до 4,9%, при среднем за 20 лет уровне 6,02%.
- **Избыточные сбережения населения.** Накопления, связанные с выплатами госсубсидий гражданам США в 2020–2021-м, на текущий момент составляют \$1,45 трлн против \$2,3 трлн годом ранее. За счет наличия этой финансовой подушки удастся поддерживать спрос домохозяйств, несмотря на высокую инфляцию, а также прогнозируемое снижение занятости и минимальный с 2005 года общий уровень сбережений.

Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



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

Фундаментальная картина на 2023 год

К росту через полосу препятствий

• **Улучшение прогнозов в отношении экономики КНР.** В начале декабря Пекин начал менять методы борьбы с распространением COVID-19. Власти намерены отказаться от практики изоляции отдельных городов или районов, массовых карантин и поголовного регулярного тестирования на коронавирус. Рассчитываем, что курс на либерализацию

этих практик продолжится в течение 2023 года. В этом случае считаем возможным рост ВВП Китая на 5%. По оценкам МВФ, вклад Китая в динамику мировой экономики составляет около 30%, поэтому улучшение перспектив роста китайского ВВП позитивно для глобальной ситуации.

• **Смягчение геополитических рисков.** Лидеры США и КНР,

встретившиеся в рамках саммита G20, продемонстрировали стремление к налаживанию диалога. Этот фактор, а также победа на недавних выборах в Тайване прокитайской партии способны снизить геополитические риски во взаимоотношениях между крупнейшими экономиками планеты.



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Сценарии развития ситуации на фондовом рынке в 2023 году

	Мягкая посадка	Умеренная рецессия	Стагфляция
Ставка ФРС (2023)	4,6%	5,1%	5,6%
Ставка ФРС (2024)	3,1%	3,5%	4,3%
U.S. 10 Year Treasury (2023)	3,9%	4,4%	4,8%
U.S. 10 Year Treasury (2024)	3,4%	3,6%	4,1%
EPS (2023)	218,5	211,2	203,2
Изменение EPS (2023)	0,0%	-3,3%	-7,0%
EPS (2024)	240,4	230,2	217,4
Изменение EPS (2024)	10%	9%	7%
P/E NTM (2023)	17,4	16,0	14,5
Вероятность	30%	55%	15%
S&P 500	4182,1	3676,0	3152,7
Ключевые допущения	Рост экономики в первом полугодии замедляется, но в минус в поквартальном сопоставлении ВВП не уходит. Инфляция (Core PCE) к концу года опускается до 2,9%, что позволяет ФРС снизить ставку на 50 б.п., до 4,25%, и служит основанием для прогноза дальнейшего замедления роста цен в 2024 году. ВВП разворачивается вверх во второй половине 2023-го, способствуя улучшению экономических прогнозов, а также оценок динамики EPS и маржинальности компаний на 2024 год. При реализации этого сценария справедливый уровень P/E NTM на конец будущего года – 17,3	В первом полугодии в экономике США развивается рецессия, стимулирующая замедление инфляции. С середины 2023-го экономическая активность восстанавливается, к концу года ФРС снижает ставку на 50 б.п., до 4,75%, заявляя о планах и далее смягчать ДКП при сохранении инфляцией устойчивого понижательного тренда. Замедление роста цен и постепенное восстановление спроса благоприятно влияют на маржинальность компаний. С учетом улучшения перспектив экономики и анонсированного ФРС курса на снижение ставки в 2024-2025-м справедливая оценка для мультипликатора P/E NTM по итогам будущего года – 16	Длительное сохранение высокой инфляции вынуждает ФРС принимать решительные меры для ее обуздания, поэтому ключевую ставку в конце года снижают лишь на 25 б.п., до 5,5%. Продолжение жесткой ДКП, высокая инфляция и слабая потребительская активность оказывают сильное давление на корпоративную маржу. В результате совокупная EPS по итогам года падает на 7%. На фоне неоднозначных ориентиров в отношении инфляции на 2024 год и недостаточно активного восстановления экономики со второй половины 2023-го справедливая оценка мультипликатора P/E NTM по итогам будущего года – 14,5



Макроэкономический прогноз на 2023 год

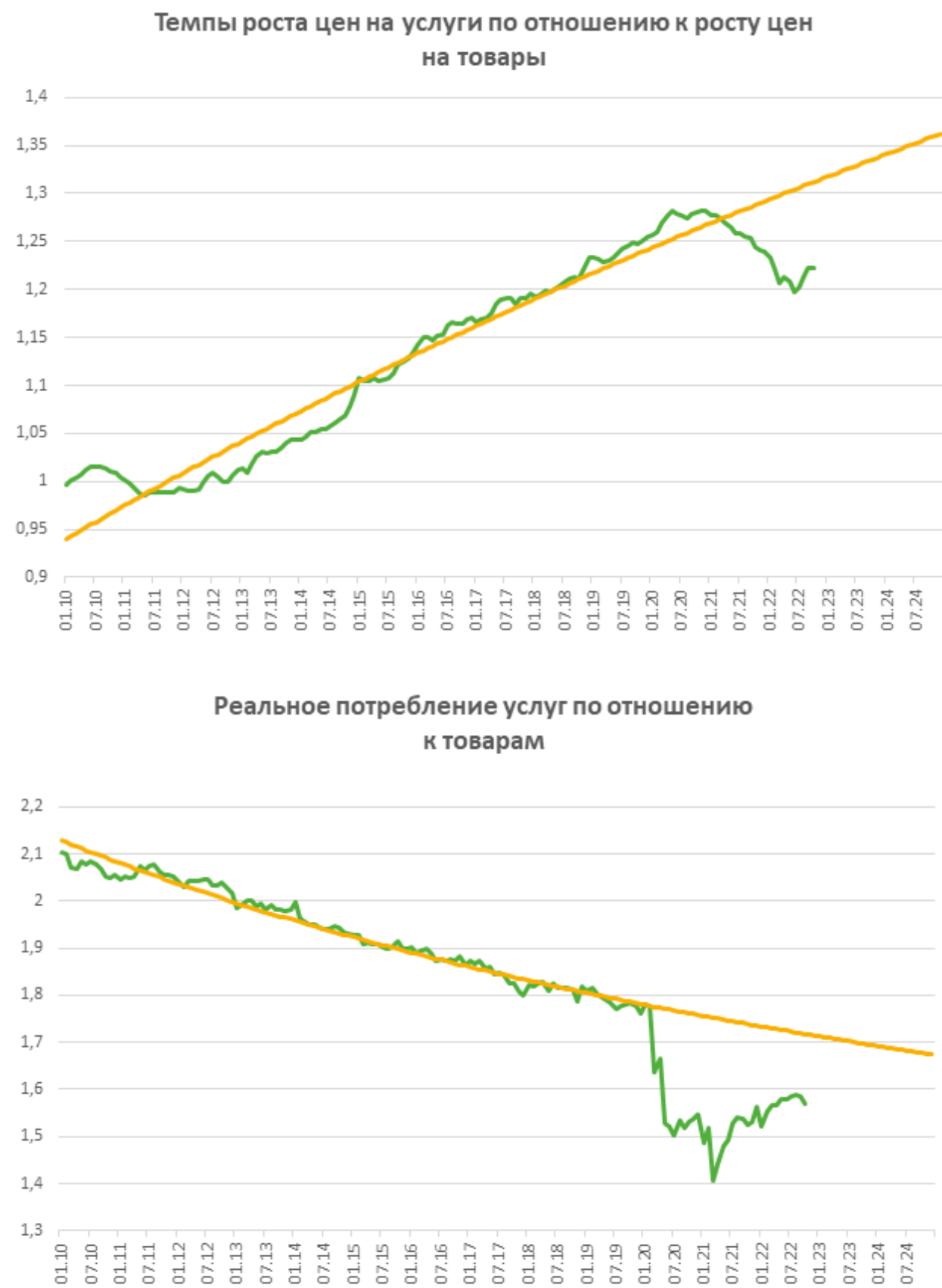
В буре лишь крепче руки

Согласно консенсусу, по итогам 2022-го ВВП США увеличится примерно на 0,5%. При этом процесс адаптации к ужесточению монетарных условий и высокой стоимости заимствований будет продолжаться в 2023 году. В результате в течение следующего года американская экономика будет расширяться более медленно по сравнению со средним долгосрочным значением, которое оценивается регулятором на уровне 1,8%. Высокая макроэкономическая неопределенность позволяет аналитикам совершенно обоснованно предполагать практически противоположные варианты развития событий: от «мягкой посадки» до стагфляции. Оптимисты убеждены, что ФРС сможет справиться с инфляцией с минимальными негативными последствиями для экономики. Однако в инвестсообществе все громче начинают звучать голоса тех, кто предупреждает о риске стагфляции, то есть о ситуации, когда регулятор не сможет быстро восстановить ценовую стабильность. На наш взгляд, истина где-то посередине: мы полагаем, что наиболее вероятно умеренная рецессия.

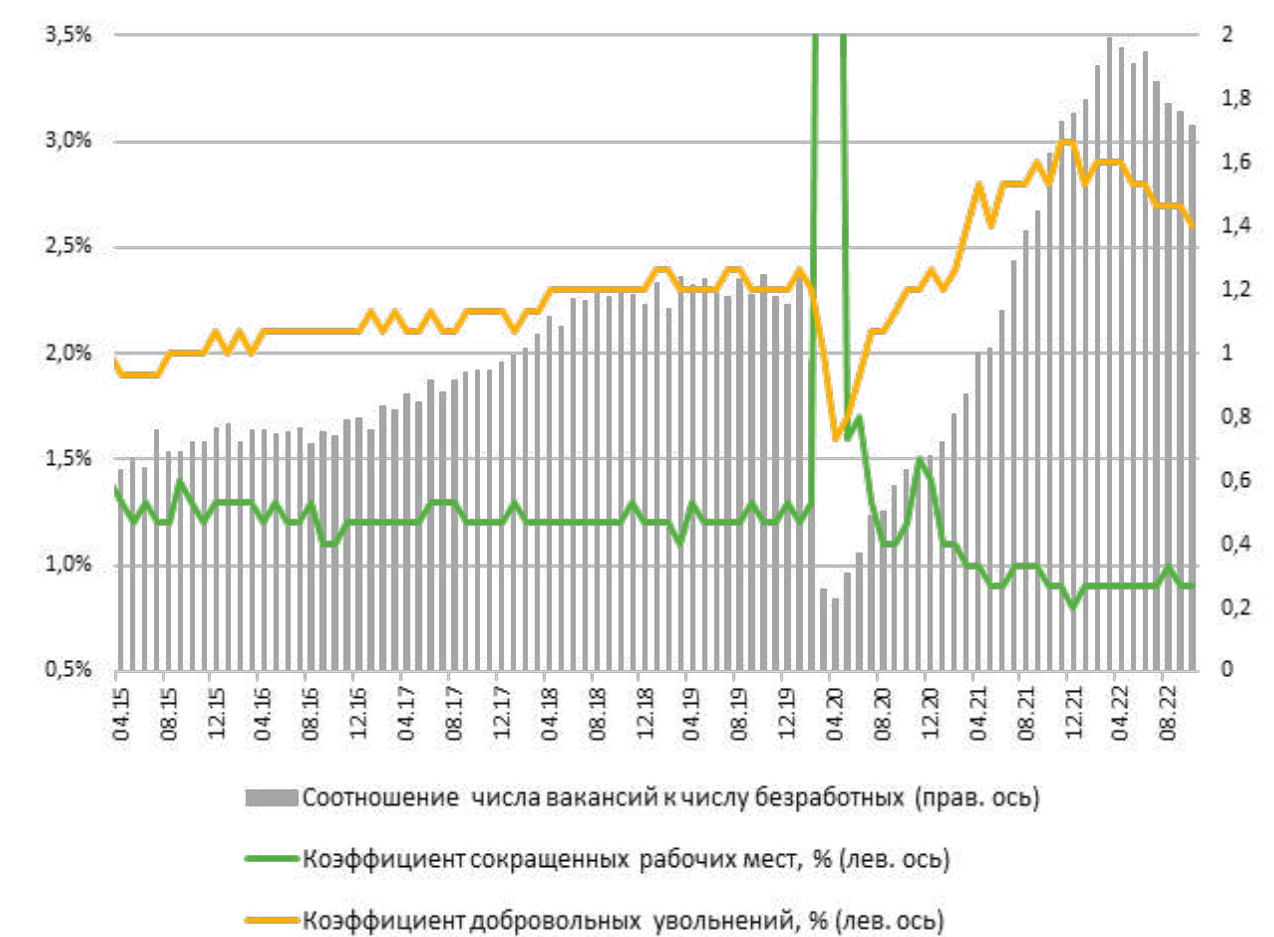
Перед обсуждением конкретных сценариев мы хотели бы обратить внимание на несколько важных аспектов текущей макроэкономической ситуации в США.

Во-первых, в 2020-2021-м мы наблюдали резкое отклонение модели потребления от долгосрочного тренда из-за эффекта пандемии, что выражается в значительном сдвиге реального спроса от услуг к товарам. Эта динамика, в свою очередь, привела к их значительному удорожанию. Многолетний тренд, в рамках которого цены на услуги повышались быстрее, чем стоимость товаров, временно был сломлен. Однако, на наш взгляд, в течение следующих двух лет ситуация постепенно нормализуется за счет как минимум частичного восстановления допандемийной модели потребления. На такое развитие событий уже сейчас указывают опережающие инфляционные индикаторы. К примеру, ценовой компонент индекса деловой активности в производственной сфере от ISM опустился значительно ниже 50 пунктов, указывая на дефляционные процессы, в то время

как тот же показатель для сферы услуг все еще держится около 70 пунктов. Таким образом, динамику большинства макроэкономических метрик и возможные диспропорции внутри их компонентов будут, с нашей точки зрения, определять процессы нормализации потребительских трендов.



Во-вторых, недоукомплектованный штат компаний в некоторых отраслях (например, в промышленном секторе или сфере услуг) все еще остается сильным драйвером роста зарплат примерно на 5% г/г. Глава ФРС Джером Пауэлл отмечает, что столь высокий показатель препятствует достижению инфляционных таргетов регулятора. Темпы найма в 2022 году оказались значительно выше общерыночных оценок. В январе-ноябре ежемесячный прирост числа рабочих мест вне аграрного сектора США в среднем составил 391 тыс., вдвое превысив тот же показатель за 2018-2019 годы. Несмотря на это, число вакансий в 1,7 раза больше количества безработных, что является очень высоким по историческим меркам значением. Для сравнения: в 2019 году оно в среднем составляло 1,15х. В то же время мы считаем, что напряженность рынка труда будет постепенно снижаться в 2023 году, а безработица, напротив, будет расти, однако скорость и глубина этого процесса пока еще характеризуются высокой неопределенностью. Кроме того, неясно, как эта ситуация в итоге повлияет на зарплаты.



Вадим Меркулов,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global



**Инвестиционные
перспективы 2023 года**

23 декабря 2022

ffin.global



Макроэкономический прогноз на 2023 год

В буре лишь крепче руки



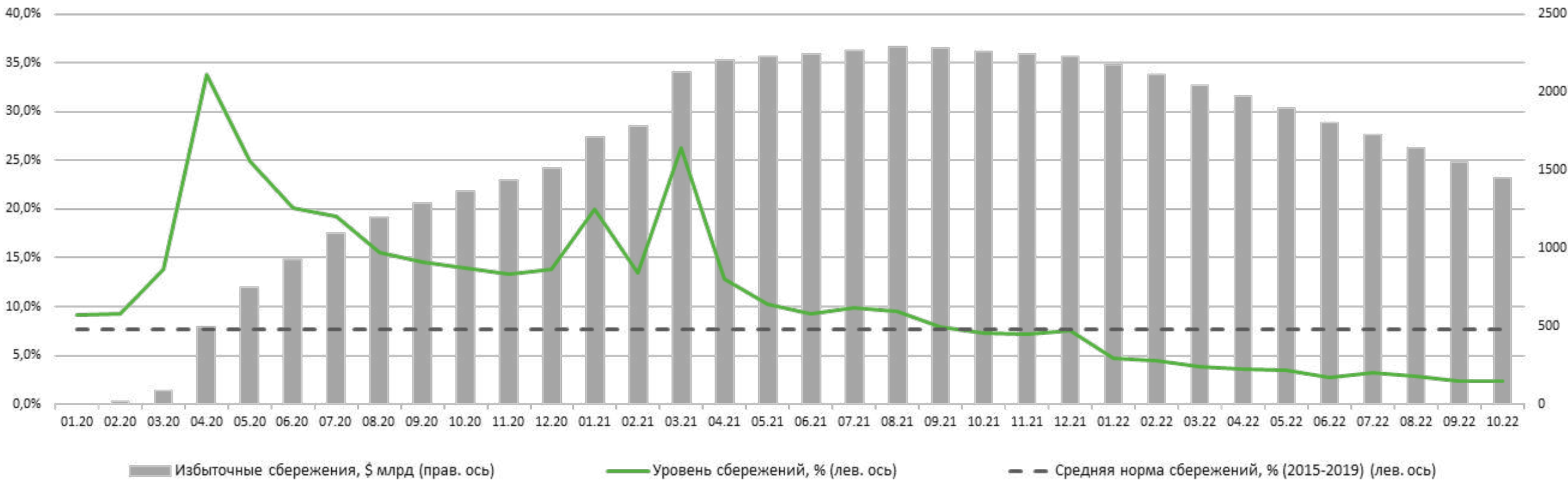
В-третьих, запасы средств, накопленных потребителями в период пандемии за счет получения стимулирующих чеков от государства, по-прежнему достаточно велики. Хотя ежемесячный уровень личных сбережений опустился до минимальных с 2005 года 2,3%, текущий объем избыточных накоплений домохозяйств, по нашим оценкам, составляет \$1,45 трлн. Эта ликвидность может поддержать потребительский спрос в следующем году и предотвратить глубокий спад экономики. В то же время столь значительный запас сбережений на руках у населения будет препятствовать замедлению инфляции. Впрочем, не исключено, что в реальности объем избыточных сбережений намного меньше, поскольку эти средства могли быть частично использованы для погашения ипотечных займов и покупки ценных бумаг.

Далее рассмотрим три возможных макроэкономических сценария.

Базовый сценарий: умеренная рецессия

- В этом случае в первом полугодии 2023-го экономика США погрузится в неглубокую и непродолжительную рецессию, которая будет характеризоваться следующими факторами:
- Темпы роста реального потребления продолжат замедляться к околонулевым отметкам. Негативное влияние на потребительский спрос окажет повышение безработицы до 4,9% к третьему кварталу, а факторами поддержки выступят избыточные сбережения на руках у населения и повышение зарплат темпами на уровне базовой инфляции.
 - Во второй половине года бизнес-активность начнет плавно восстанавливаться, так как экономика завершит процесс адаптации к режиму высоких ставок. Соотношение спроса и предложения на рынке труда, скорее всего, нормализуется, что приведет к дальнейшему замедлению номинального роста зарплат до 3,8% к концу 2023 года. Однако в реальном выражении они будут устойчиво подниматься за счет существенного замедления роста цен в первом полугодии.
 - Базовая инфляция PCE в 2023-2024 годах будет держаться заметно выше таргета ФРС, при этом постепенно приближаясь к нему. Динамика цен в сегментах товаров и услуг окажется разнонаправленной: в первом случае будет зафиксирована дефляция, тогда как услуги продолжают дорожать из-за роста зарплат.

	Текущее значение*	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,9	0,0	-0,2	0,3	1,1	0,3	1,4
Базовый PCE, % (г/г)	5,0	4,4	4,0	3,5	3,3	3,8	2,6
Уровень безработицы, %	3,7	3,9	4,5	4,9	4,9	4,6	4,7
Темпы роста средней почасовой заработной платы, %	5,1	4,6	4,5	4,2	3,8	4,3	3,6
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,00	5,25	5,25	5,25	4,75	5,1	3,5
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,50	4,50	4,35	4,15	4,4	3,6



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Макроэкономический прогноз на 2023 год

В буре лишь крепче руки



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Оптимистичный сценарий: «мягкая посадка»

Мы полагаем, что наиболее благоприятный сценарий развития событий все еще вполне реалистичен, но для этого потребуется сочетание следующих факторов:

- Число вакансий заметно снизится, но работодатели воздержатся от массовых сокращений.
- Инфляционные ожидания потребителей на следующий год уменьшатся, что позволит повышать зарплаты более медленными темпами.
- Для снижения краткосрочных инфляционных ожиданий может потребоваться устойчивое падение котировок нефти и газа и, как следствие, уменьшение цен на нефтепродукты, электроэнергию и продукты нефтехимии. В свою очередь, удешевление энергоносителей может быть обусловлено сокращением геополитической премии либо слабым экономическим ростом в Китае.
- Самым важным слагаемым в сценарии «мягкой посадки» выступает достаточно уверенный внутренний спрос в США.

	Текущее значение*	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,9	0,1	0,1	0,8	1,4	0,6	1,7
Базовый РСЕ, % (г/г)	5,0	4,3	3,8	3,3	2,9	3,6	2,3
Уровень безработицы, %	3,7	3,8	4,3	4,5	4,6	4,3	4,5
Темпы роста средней почасовой заработной платы, %	5,1	4,5	4,1	3,8	3,7	4,0	3,5
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,00	4,75	4,75	4,75	4,25	4,6	3,1
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,00	4,00	3,90	3,80	3,9	3,4



Пессимистичный сценарий: стагфляция

Данный вариант развития событий мы считаем наихудшим из возможных, поскольку восстановление в этом случае может занять несколько лет. Реализация риска стагфляции возможна, если:

- Рост зарплат окажется устойчивее ожиданий аналитиков. Это может быть обусловлено более активными темпами увольнений, более устойчивым потребительским спросом, а также сохранением повышенных инфляционных ожиданий.
- Значительное увеличение цен на энергоносители на фоне усиления геополитической напряженности и отказа Китая от политики нулевой терпимости к COVID-19 подстегнет инфляционные ожидания населения.
- ВВП начнет сокращаться не из-за слабого потребительского спроса, а по причине существенного снижения чистого экспорта и инвестиций.

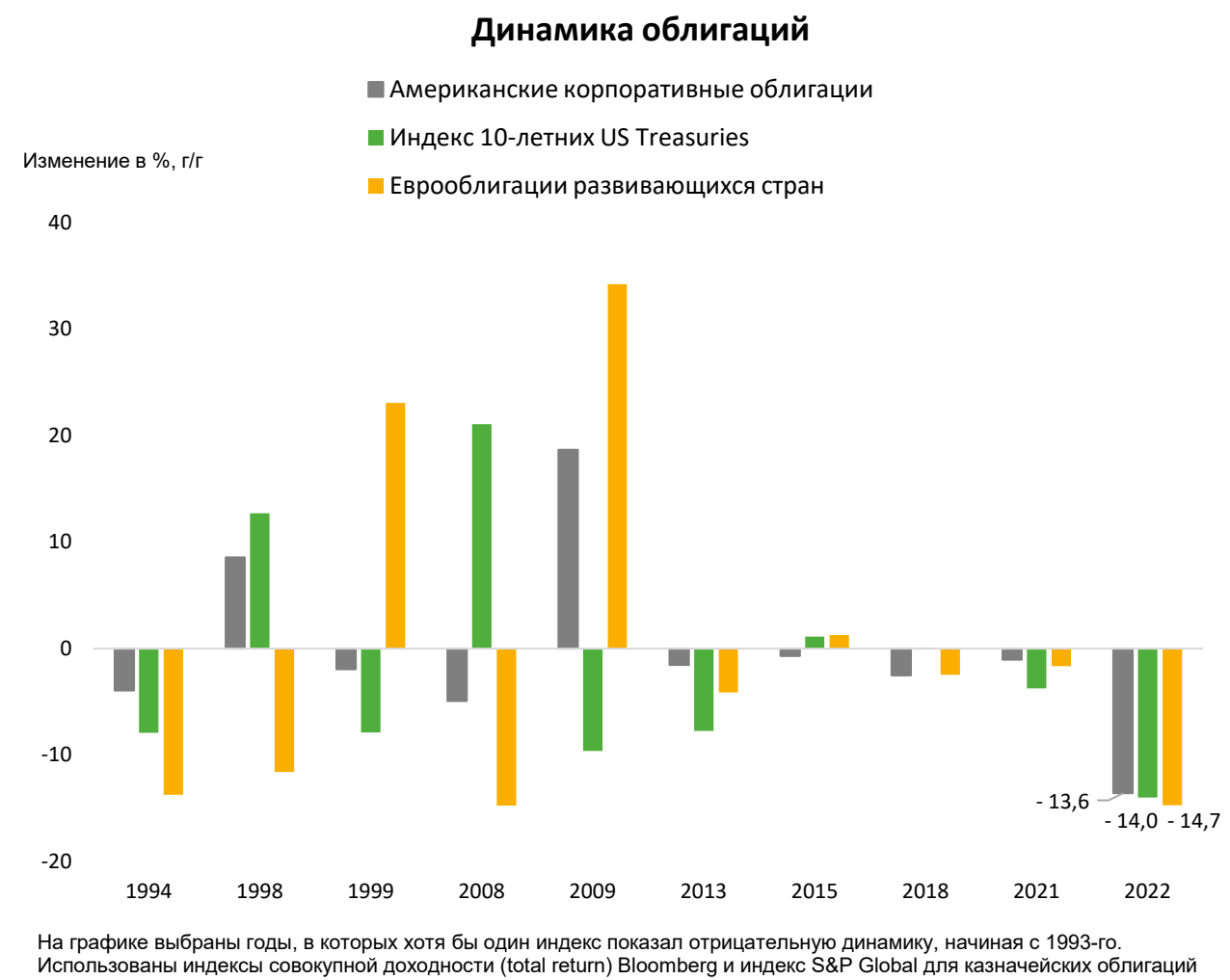
	Текущее значение*	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,9	-0,1	-0,5	-0,2	0,8	0,0	1,0
Базовый РСЕ, % (г/г)	5,0	4,9	4,6	4,3	3,9	4,4	3,0
Уровень безработицы, %	3,7	3,9	4,4	4,6	4,8	4,4	5,4
Темпы роста средней почасовой заработной платы, %	5,1	4,8	4,8	4,6	4,3	4,6	3,7
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,00	5,25	5,75	5,75	5,50	5,6	4,3
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,50	5,00	5,00	4,75	4,8	4,1

*На декабрь 2022 года

Долговой рынок: итоги и перспективы

В направлении тихой гавани

В 2022 году еврооблигации продемонстрировали максимальное падение цены в своей истории. Двадцатилетний период снижения ключевых ставок завершился, а инфляция в США достигла максимума с 1982 года. Эти факторы вызвали глубокую коррекцию в ценах на долговые бумаги. Сильная инверсия кривой доходности казначейских облигаций США указывает на уверенность участников рынка в том, что инфляция достигла пика и продолжит замедляться, открывая путь для снижения ставок ФРС. Однако, как мы могли убедиться в уходящем году, динамику инфляции трудно предсказать. Она может оказаться более устойчивой, что вынудит регулятор еще долго удерживать высокие процентные ставки. Это приведет к сдвигу кривой доходности казначейских облигаций США вверх в первой половине 2023 года с последующим разворотом вниз для долгосрочных бондов. Ужесточение денежно-кредитной политики и реализация программы QT привели к сокращению глобальной ликвидности. Снижение



баланса ФРС выявило некоторые недостатки финансовой системы и для минимизации рисков Федрезерв использует инструменты предоставления ликвидности. В то же время эффект от проводимого регулятором количественного ужесточения полностью просчитать затруднительно. По мере адаптации системы к новым правилам игры после 15 лет более чем щедрого предложения ликвидности мировыми центральными банками риск неожиданных неприятных сюрпризов будет сохраняться. Во втором полугодии 2023 года продолжение программы QT вступит в противоречие с возвращением к смягчению монетарной политики. В связи с этим ФРС придется искать способ это противоречие устранить. Итак, что все это означает для евробондов в 2023 году? Коррекция в ценах на долларовые еврооблигации в сочетании со стремлением ФРС взять под контроль инфляцию создали основу для восстановления инструментов с фиксированным доходом. Однако рассматривать обозначившиеся перспективы нужно через призму здорового консерватизма. В следующем году мы ожидаем замедления инфляции. Это означает, что процентные ставки в конечном итоге также будут снижаться, что приведет к росту цен на евробонды. Ограничить этот рост способен сохраняющийся риск стагфляции, а замедление инфляции может быть неравномерным ввиду общей неопределенности в отношении перспектив экономики. В связи с этим нужно быть готовыми к значительному разбросу доходностей различных классов евробондов. Для этого необходимо соответствующим образом подготовить облигационный портфель. Для защиты от неопределенности по поводу конечной цели ФРС в отношении уровня ставки и инфляции структура этого портфеля должна быть достаточно гибкой. Мы считаем оптимальным в текущих условиях формат «штанга» — с большим весом облигаций с дюрацией от года до двух при увеличении в течение года доли долгосрочных (от семи и более лет) бумаг. Выбор этой структуры позволит оставаться в защитной позиции, сохраняя возможность получать выгоду от роста рынка

Тимур Лебедев,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



при снижении доходности казначейских облигаций США. Мы видим положительный потенциал у «длинных» американских корпоративных бондов и отдаем предпочтение эмитентам с рейтингом от BBB. Этот класс долговых инструментов лучше всего позиционирован к различным сценариям в отношении инфляции и темпов роста экономики США. Как мягкая, так и жесткая посадка американской экономики будет способствовать росту долгосрочных бондов инвестиционного уровня ввиду снижения доходности казначейских облигаций США. При реализации рисков стагфляции динамика корпоративных бондов, по нашим прогнозам, будет в худшем случае нейтральной. При этом большая часть дохода будет поступать от купонов, а не от роста цен на эти бумаги. Наш базовый сценарий предполагает небольшое сужение спреда по американским бондам инвестиционного уровня к концу 2023 года при целевой совокупной доходности 5,3%. Для достижения этой цели решающее значение имеет выбор времени для увеличения дюрации портфеля. Покупка долгосрочных корпоративных облигаций имеет смысл только тогда, когда доходность 10-летних US Treasuries достигнет 4,3% и более. Это обеспечит минимизацию риска и желаемую доходность, если безрисковые ставки будут изменяться по более низкой или высокой траектории, чем в нашем базовом прогнозе. Предпочтительно избегать облигаций со сроком обращения от семи лет и больше, до тех пор пока доходность казначейских «десятилеток» не достигнет указанного уровня, так как это грозит убытком, измеряемым двузначными числами.



Долговой рынок: итоги и перспективы

В направлении тихой гавани



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

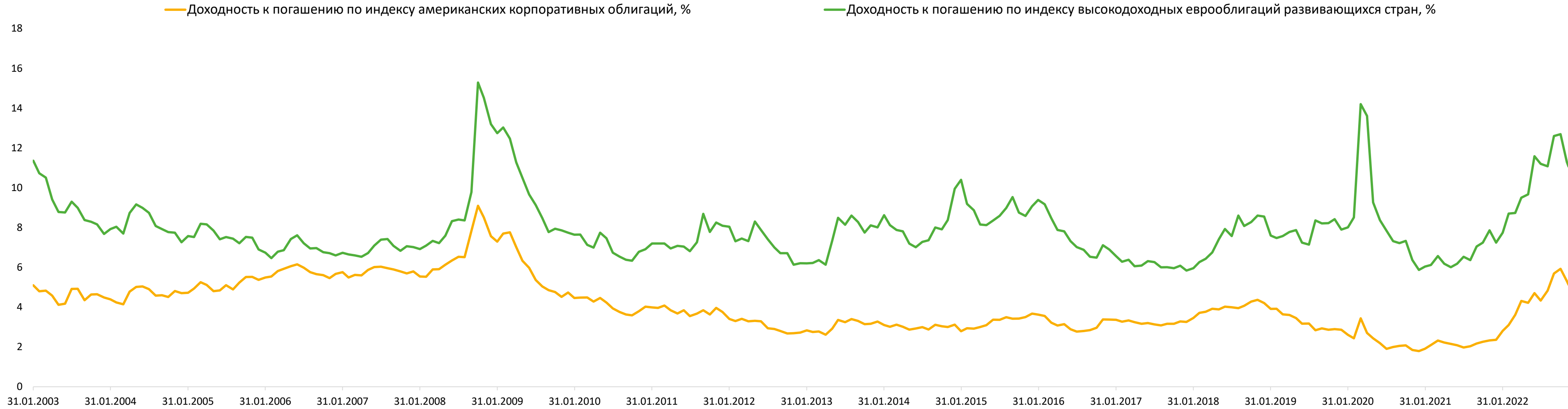


Номинальная доходность высокодоходных облигаций выглядит заманчиво. В то же время среди основных тенденций следующего года будет замедление экономического роста в США. В результате этого на первый план выйдут кредитные риски. Уровень дефолта среди высокодоходных облигаций США в 2022 году, по данным рейтинговых агентств, составляет всего 1,2-1,6%, а в текущие спреды заложены ожидания неглубокого экономического спада. После ноябрьского ралли в высокодоходных евробондах мы ожидаем, что в 2023 году спред высокодоходных облигаций США расширится на 60 б.п., а прогнозируемая общая доходность составит 2,2%. По прогнозам экономистов, развивающиеся рынки (ЕМ) покажут устойчивые и более быстрые, чем США, темпы роста. Кроме того, ожидаемое валютными стратегами достижение курсом доллара пика в 2023 году окажет поддержку

валютным бондам развивающихся рынков. Облигации ЕМ торгуются по привлекательным ценам, но мы предлагаем не торопиться с увеличением аллокации на ЕМ НУ и подождать до второго-третьего квартала, чтобы убедиться, что ФРС действительно готова к смягчению монетарной политики. Это позволит подстраховаться на случай развития стагфляции, при которой высокими ставки останутся на более длительный срок. Тогда восстановление валютных облигаций развивающихся стран может приостановиться. Ноябрьская динамика цен на евробонды снизила потенциал их роста, и в нашем базовом сценарии ЕМ НУ обеспечат совокупную доходность 2,7%. Среди emerging markets мы отдаем предпочтение ликвидным корпоративным облигациям эмитентов из стран с устойчивой макроэкономикой. В то же время, если начинать покупать евробонды НУ ближе

ко второй половине 2023 года, согласно нашей стратегии, совокупная доходность может достичь 8,2% и 6,1% – для ЕМ НУ и US НУ соответственно. В текущих рыночных условиях появилась еще одна интересная возможность для заработка на рынке долга. Повышение ставки ФРС наконец-то прервало период очень низкой доходности «коротких» облигаций. В течение следующих нескольких кварталов у пассивных инвесторов будет возможность зафиксировать до погашения самую высокую за десятилетие номинальную доходность по портфелям облигаций с дюрацией от года до двух. Краткосрочные евробонды высокого качества предлагают доходность 4,5-6%, а высокодоходные бонды с рейтингом около BB принесут 6-7%. Покупка качественных бондов с погашением через один-два года – лучший вариант для консервативно настроенных инвесторов.

Самые высокие доходности с 2003 года



Базовый портфель

Основные сведения

Базовый портфель представляет собой диверсифицированный набор активов, таких как акции публичных американских компаний, ETF на долевые бумаги зарубежных рынков, спекулятивные идеи, облигации, депозиты и денежные средства. Данный инвестиционный инструмент предназначен для инвесторов с умеренным риск-профилем.

Ключевые принципы, на основе которых сформирован портфель:

- В качестве основного сценария мы рассматриваем умеренную рецессию в США в первой половине 2023 года со снижением ВВП за апрель-июнь в поквартальном выражении. Экономический спад на всем своем протяжении будет сопровождаться ухудшением прогнозов роста EPS, давлением на оценочные мультипликаторы и уходом инвесторов от риска.
- Ожидаем снижения EPS на 3,3% по итогам 2023-го и закладываем в основной сценарий замедление роста базового ценового индекса расходов на личное потребление (Core PCE) до 3,4%, что позволит регулятору снизить ключевую ставку в конце года на 50 б. п.
- Восстановление экономической активности во второй половине 2023 года и ожидание смягчения монетарной политики ФРС в течение 2024-го будут стимулировать усиление спроса на риск.
- Благодаря эффекту низкой базы и уменьшению инфляционного давления прогнозируем восстановление маржинальности и рост EPS на уровне 9% в 2024 году.
- Справедливым значением для форвардного мультипликатора P/E (P/E NTM) на конец 2023 года считаем отметку 16.

Лучше рынка в 2023 году, по нашим расчетам, будут торговаться представители сектора здравоохранения, комму-

нальные сервисы, производители и продавцы товаров первой необходимости, энергетические компании. Нейтральный прогноз даем для производителей возобновляемой энергии, про-

мышленных и сырьевых компаний. Хуже индекса S&P 500, согласно нашим ожиданиям, будут выглядеть сектора ИТ, финансов и недвижимости.

Взвешенная оценка S&P 500 на конец 2023 г. составляет 3750

	Сокращен	Нейтрален	Умеренно увеличен
Рынок акций США			
ИТ-сектор			
Коммуникации			
Здравоохранение			
Финансовый сектор			
Автомобильная промышленность			
Возобновляемая энергия			
Сектор промышленности			
Сектор недвижимости			
Энергетический сектор			
Коммунальные сервисы			
Товары вторичной необходимости			
Товары первой необходимости			
Сырьевая промышленность			
Облигации			
Долгосрочные			
Среднесрочные			
Краткосрочные			
Товары			

Михаил Степанян,
стратег по фондовым рынкам
Freedom Finance Global



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Базовый портфель

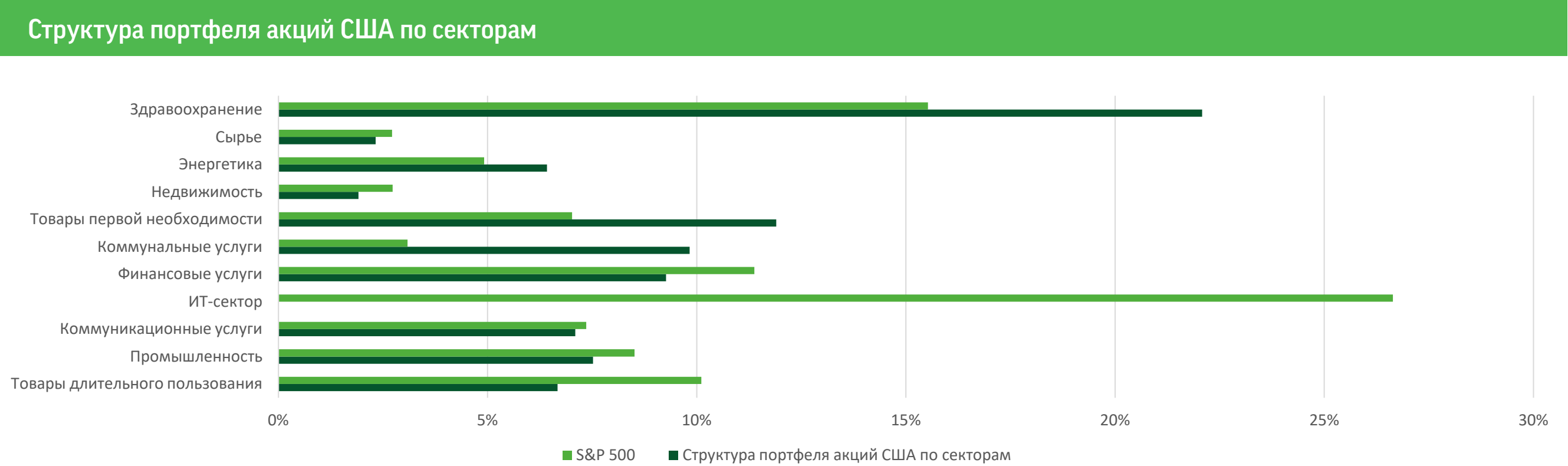
Основные сведения



Инвестиционные
перспективы 2023 года

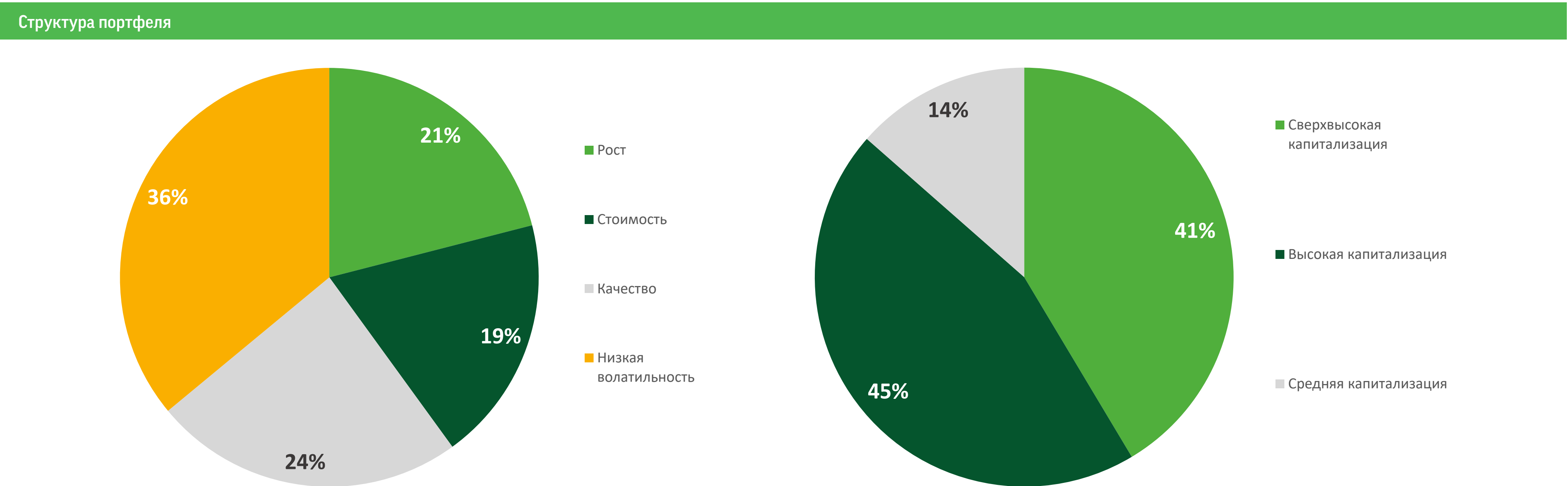
23 декабря 2022

ffin.global



Риск, доходность по портфелю

Ожидаемая доходность	10,66%
Дивидендная доходность	0,78%
Доходность за год, фактическая	-2,96%
Стандартное отклонение (за год)	9,81%
Коэффициент Шарпа (два года)	0,38
Бета (за год)	0,4



Источник: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance

Состав портфеля и характеристики инструментов

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена, \$	Таргет, \$	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (β)	Вес
FANG-US	Diamondback Energy, Inc.	Энергетика	136,3	182,0	2,1%	36%	2,51	0,60%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	18,2	19,8	6,1%	15%	1,25	0,80%
EOG-US	EOG Resources, Inc.	Энергетика	127,5	157,9	2,6%	26%	1,85	0,88%
BAC-US	Bank of America Corp	Финансовые услуги	32,8	41,4	2,7%	29%	0,99	0,69%
V-US	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	213	249,3	0,8%	18%	1,16	1,40%
PYPL-US	PayPal Holdings, Inc.	Финансовые услуги	73,7	104,1	0,0%	41%	0,86	0,50%
CME-US	CME Group Inc. Class A	Финансовые услуги	178,1	203,2	2,2%	16%	1,30	0,70%
PG-US	Procter & Gamble Company	Товары первой необходимости	152,2	150,2	2,4%	1%	0,49	1,20%
PEP-US	PepsiCo, Inc.	Товары первой необходимости	183,9	186,2	2,5%	4%	0,54	0,93%
KO-US	Coca-Cola Company	Товары первой необходимости	64	66,6	2,8%	7%	0,83	1,10%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	Товары первой необходимости	67,6	71,7	2,3%	8%	0,70	1,00%
DG-US	Dollar General Corporation	Товары длительного пользования	243,5	266,1	0,9%	10%	0,21	1,37%
MCD-US	McDonald's Corporation	Товары длительного пользования	274,3	288,7	2,2%	7%	0,52	1,00%
SBSW-US	Sibanye Stillwater Limited Sponsored ADR	Сырье	10,9	13,1	6,0%	26%	1,78	0,32%
CTVA-US	Corteva Inc	Сырье	62,6	72,5	1,0%	17%	0,66	0,51%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	Промышленность	33,4	48,3	0,0%	45%	1,29	0,50%
WM-US	Waste Management, Inc.	Промышленность	166,8	175,3	1,6%	7%	0,74	0,90%
LMT-US	Lockheed Martin Corporation	Промышленность	480,2	476,0	2,5%	2%	0,51	0,67%
BA-US	Boeing Company	Промышленность	187,1	195,2	0,0%	4%	0,84	0,60%
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	Недвижимость	88,1	99,6	3,5%	17%	1,09	0,34%
MAA-US	Mid-America Apartment Communities, Inc.	Недвижимость	165,6	181,8	3,0%	13%	0,79	0,34%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	Коммуникационные услуги	140,6	178,6	0,0%	27%	0,61	1,40%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	Коммуникационные услуги	10,9	19,8	0,0%	82%	1,15	0,90%
DIS-US	Walt Disney Company	Коммуникационные услуги	94,7	119,6	0,0%	26%	0,94	0,22%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	Коммунальные услуги	158,2	161,0	2,8%	5%	0,73	3,49%
PFE-US	Pfizer Inc.	Здравоохранение	53,1	55,1	3,1%	7%	0,00	1,30%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	Здравоохранение	538,2	594,1	1,2%	12%	0,96	1,10%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	Здравоохранение	69,6	75,3	2,0%	10%	0,94	1,20%
ILMN-US	Illumina, Inc.	Здравоохранение	210,8	249,0	0,0%	18%	1,07	1,10%
MRK-US	Merck & Co., Inc.	Здравоохранение	110,9	110,6	2,6%	2%	0,29	0,74%
JNJ-US	Johnson & Johnson	Здравоохранение	179,2	185,4	2,5%	6%	0,57	1,60%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	Здравоохранение	82,8	136,6	0,0%	65%	0,21	0,80%
CRM-US	Salesforce, Inc.	ИТ	135,6	195,6	0,0%	44%	1,10	0,79%
MSFT-US	Microsoft Corporation	ИТ	256,9	293,1	1,1%	15%	0,88	0,75%
ADBE-US	Adobe Incorporated	ИТ	342,5	365,4	0,0%	7%	1,11	0,40%
AAPL-US	Apple Inc.	ИТ	145,5	173,7	0,6%	20%	1,35	1,70%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	ИТ	123,5	150,3	2,4%	24%	1,52	0,60%
CDW-US	CDW Corp.	ИТ	193	210,2	1,2%	10%	1,49	0,50%
INTC-US	Intel Corporation	ИТ	28,7	29,5	5,1%	8%	1,21	0,38%
FN-US	Fabrinet	ИТ	132,7	130,9	0,0%	-1%	1,53	0,20%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Международные акции (ОАЭ)	14,8	16,7	2,7%	15%	0,24	0,50%
MCHI	iShares MSCI China ETF	Международные акции (Китай)	48	62,1	1,8%	31%	0,67	2,50%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	Международные акции (Япония)	55,9	64,7	1,2%	17%	0,78	1,25%
IAU	iShares Gold Trust	Товары	34,4	36,2	0,0%	5%	0,49	2,50%
	Диверсифицированный портфель облигаций	Облигации				7%		38,00%
	Спекулятивные идеи*					10%		7,00%
	Кэш (D-счет)					3%		12,74%

*для расчета риска по спекулятивным идеям за основу взят VGT ETF

Источник: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Состав портфеля и характеристики инструментов

Тикер	Компания	Капитализация, \$ млрд	P/E NTM	Чистый долг/EBIT	Ебит/Проценты	Див. CAGR 5 лет	EPS CAGR 5 лет
FANG-US	Diamondback Energy, Inc.	23 992	5,5	0,9	41,0	0%	43%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	40 931	15,9	6,1	3,3	16%	15%
EOG-US	EOG Resources, Inc.	74 869	8,7	0,0	67,4	49%	318%
BAC-US	Bank of America Corp	262 735	10,3	-	-	26%	12%
V-US	Visa Inc. Class A	346 865	27,7	14,0	4,5	18%	20%
PYPL-US	PayPal Holdings, Inc.	84 020	18,1	0,1	37,7	0%	9%
CME-US	CME Group Inc. Class A	64 078	22,4	0,5	19,7	4%	11%
PG-US	Procter & Gamble Company	360 763	26,2	-	-	5%	9%
PEP-US	PepsiCo, Inc.	253 319	27,1	1,5	39,5	7%	8%
KO-US	Coca-Cola Company	276 726	25,7	2,6	7,1	4%	17%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	92 316	23,1	2,2	14,7	13%	9%
DG-US	Dollar General Corporation	54 432	22,4	4,0	12,9	11%	18%
MCD-US	McDonald's Corporation	200 889	27,6	-	-	8%	3%
SBSW-US	Sibanye Stillwater Limited Sponsored ADR	8 130	5,6	4,7	19,4	38%	0%
CTVA-US	Corteva Inc	44 756	24,5	4,3	8,7	-	0%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	21 403	11,6	-	-	0%	-53%
WM-US	Waste Management, Inc.	68 447	29,2	0,1	37,5	7%	12%
LMT-US	Lockheed Martin Corporation	125 853	20,9	6,4	3,3	9%	12%
BA-US	Boeing Company	111 526	-	3,9	10,1	0%	0%
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	36 121	-	1,3	12,6	-	0%
MAA-US	Mid-America Apartment Communities, Inc.	19 126	33,1	-18,4	-0,9	5%	21%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	174 903	68,2	-	-	0%	-14%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	26 445	-	-	-	0%	0%
DIS-US	Walt Disney Company	172 694	25,7	7,4	3,9	0%	-21%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	5 821	-	8,7	3,8	-	0%
PFE-US	Pfizer Inc.	297 899	8,2	-10,6	-3,4	5%	26%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	502 885	24,4	-	-	19%	18%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	217 558	20,6	-	-	1%	-14%
ILMN-US	Illumina, Inc.	33 153	85,7	3,3	8,0	0%	0%
MRK-US	Merck & Co., Inc.	281 201	14,9	-	-	7%	42%
JNJ-US	Johnson & Johnson	468 542	17,8	-	-	6%	5%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	8 075	-	0,0	32,9	-	0%
CRM-US	Salesforce, Inc.	135 620	27,6	1,8	10,4	0%	15%
MSFT-US	Microsoft Corporation	1 915 203	27,4	3,3	15,0	10%	22%
ADBE-US	Adobe Incorporated	159 210	27,2	0,9	23,9	-	25%
AAPL-US	Apple Inc.	2 314 154	23,7	-0,1	26,3	8%	22%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	138 432	10,3	-	-	5%	47%
CDW-US	CDW Corp.	26 128	19,7	0,4	21,0	29%	23%
INTC-US	Intel Corporation	118 569	14,7	-0,4	42,2	6%	3%
FN-US	Fabrinet	4 854	19,4	-0,2	65,3	0%	18%

Источник: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Портфель облигаций											
Название компании	ISIN	Купон (%)	Доходность к погашению (%)	Погашение	Лет до погашения	Мин. лот	Валюта	Кредитный рейтинг (средн)	Страна	Объем в обращении	Вес в портфеле
Bayer US Finance II LLC	USU07265AC20	3,9	5,29	12/15/2023	1,02	200 000	USD	BBB	DE	2250	5%
Volkswagen Group of America	USU9273ACG86	4,3	5,36	11/13/2023	0,94	200 000	USD	BBB+	DE	1250	5%
United States Treasury	US9128284L18	2,8	4,31	4/30/2023	0,38	100	USD	AAA	US	39466	5%
Commerzbank AG	US20259DAA54	8,1	6,68	9/19/2023	0,79	200 000	USD	BB+	DE	1000	5%
Credit Suisse AG	XS0957135212	6,5	12,16	8/8/2023	0,67	200 000	USD	BB+	CH	2500	5%
Petroleos Mexicanos	US71654QCD25	4,6	6,43	9/21/2023	0,79	10 000	USD	BB	MX	895,444	5%
Glencore Funding LLC	USU37818AU27	4,1	5,40	3/12/2024	1,26	2 000	USD	BBB+	AU	1000	5%
BAT Capital Corp	US05526DBG97	2,8	5,44	9/6/2024	1,75	2 000	USD	BBB	GB	1000	5%
SURA Asset Management SA	USN8370TAA45	4,9	5,83	4/17/2024	1,36	100 000	USD	BBB	CO	500	5%
Inversiones CMPC SA	USP58072AK83	4,8	5,31	9/15/2024	1,78	200 000	USD	BBB-	CL	500	5%
Gruma SAB de CV	US400131AG30	4,9	5,21	12/1/2024	1,99	200 000	USD	BBB	MX	400	5%
Indika Energy Capital III Pte	USY39694AA51	5,9	6,60	11/9/2024	1,93	200 000	USD	BB-	ID	333,377	5%
Adaro Indonesia PT	USY70902AB04	4,3	6,03	10/31/2024	1,90	250 000	USD	BB+	ID	750	5%
SoftBank Group Corp	XS1684384511	4,8	7,26	9/19/2024	1,79	200 000	USD	BB-	JP	783,014	6%
Fibria Overseas Finance Ltd	US31572UAG13	4,0	5,44	1/14/2025	2,11	2 000	USD	BBB-	BR	339,652	5%
Banco Bilbao Vizcaya	USP1024TAN92	4,9	6,66	4/21/2025	2,37	150 000	USD	BB+	CO	400	5%
Grupo Televisa SAB	US40049JAV98	6,6	5,30	3/18/2025	2,28	100 000	USD	BBB	MX	266,42	5%
Citigroup Inc	US172967JT97	4,4	5,07	6/10/2025	2,51	1 000	USD	BBB+	US	2500	5%
Icahn Enterprises LP / Icahn	US451102BQ92	6,4	6,69	12/15/2025	3,03	2 000	USD	BB-	US	746,335	5%
AerCap Ireland Capital DAC /	US00774MAN56	6,5	6,03	7/15/2025	2,61	150 000	USD	BBB-	IE	1250	5%
Среднее значение		5,0	6,1		1,7						

Источник: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance

Изменения в составе портфеля

- Общая структура портфеля была пересмотрена в сторону увеличения веса защитных инструментов. Доля облигаций расширена с 37% до 38% (фокус на краткосрочные и среднесрочные инструменты), доля кэша выросла с 7% до 12,74%. При этом вес акций США уменьшен с 41% до 35,5%, доля международных бумаг сократилась с 5,5%, до 4,25% с учетом сохранения рисков дальнейшего укрепления доллара США.
- Вес акций энергетических компаний из США пересмотрен до 6,4% ввиду рисков для цен на нефть после ухудшения прогнозов роста глобальной и американской экономики. В то же время доля энергетического сектора в нашем портфеле больше, чем в структуре S&P 500. Это обусловлено сохраняющимися высокими политическими рисками и твердой дисциплиной исполнения соглашений ОПЕК+. На

1,5 п. п., до 15%, сокращена доля ИТ-сектора, как уязвимого к рецессии, а также ввиду сохранения повышенного дифференциала оценок компаний «роста» и «стоимости». Доля сектора товаров первой необходимости из-за некоторой переоцененности компаний сектора уменьшена до 11,9%.

- Международные акции ребалансированы. С учетом усиления неопределенности относительно динамики нефтяных цен в 2023 году мы сокращаем экспозицию на ОАЭ до 0,5%. Ввиду появления признаков смягчения эпидемических ограничений в КНР и создания комплексного плана господдержки сектора недвижимости, а также в связи с переходом к мягкой ДКП привлекательность китайского региона увеличилась.

Финансовый результат портфеля с 20 октября по 13 декабря с учетом дивидендов составил +5,9%.



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Дискреционные товары

Основные тренды 2022 года

- Сектор оказался под сильным давлением после чрезвычайно сильного 2021 года. Во многом это обусловлено снижением покупательной способности населения на фоне разгона инфляции, а также затоваренностью складов компаний. В итоге XLY потерял 30%* в сравнении со снижением S&P 500 на 16%.
- Лучше прочих отраслевых игроков выглядели корпорации, продукция которых ориентирована на более состоятельных клиентов (Lululemon, Nike, Chipotle Mexican Grill, Starbucks).
- Бренды и компании подсегмента масс-маркета (Under Armour, Gap), напротив, ощутили наиболее серьезное давление на прибыль и демонстрировали слабую динамику котировок. Особняком стоит корпорация McDonald's, которая смогла нивелировать влияние негативных макроэффектов за счет притока более платежеспособных потребителей.

Ожидания на 2023 год

- В подсегменте общественного питания (Chipotle Mexican Grill, Darden Restaurants, McDonald's) мы не прогнозируем существенных улучшений или ухудшений, ожидая устойчивого роста в течение всего года.
- В секторе возможен рост EPS на 20–30% после сильного падения в 2021 году.

Наша рекомендация для сектора: Gap (GPS) и Under Armour (UAA). В первой половине года ситуация кардинально не изменится, однако по мере замедления инфляции и нормализации ситуации с запасами и логистикой мы увидим значительное улучшение финансовых результатов у таких брендов, как Gap и Under Armour. Как следствие, рекомендуем присмотреться к покупкам этих бумаг.

Товары первой необходимости

Основные тренды 2022 года

- В уходящем году акции сектора продолжали демонстрировать защитные свойства. Несмотря на подъем ставок ФРС, XLP показал рост на 4% г/г* против снижения S&P 500 более чем на 16%.
- Лучше прочих фишек выглядели производители фасованных продуктов питания и безалкогольных напитков, а также малоформатные ретейлеры из-за сокращения расходов населения и отложенного спроса.
- Производители косметики и крупноформатные ретейлеры, напротив, оказались в отраслевых аутсайдерах из-за повышения цен на топливо, а также периодически вводимых локдаунов в Китае.

Ожидания на 2023 год

- Малоформатные дискаунтеры (Dollar Tree, Dollar General) будут устойчиво поддерживать текущие темпы роста выручки и сопоставимых продаж, в то время как крупноформатные ретейлеры (Target, Walmart, Costco) смогут добиться значительного улучшения финансовых показателей лишь ко второму полугодью. Мы рекомендуем к покупкам бумаги Target и Walmart уже в первой половине 2023-го.
- Производители безалкогольных напитков (Coca-Cola, PepsiCo) и продуктов питания (General Mills, Mondelez) практически исчерпали возможности дальнейшего подъема цен, вследствие чего этим эмитентам придется столкнуться с сокращением маржи. Однако существенного ухудшения их финансовых метрик мы также не ожидаем. Как следствие, потенциал повышения котировок этих компаний существенно ограничен.
- Прогнозируем рост EPS в секторе примерно на 2%.

Михаил Денисламов,
старший аналитик
Freedom Finance Global



Инвестиционные
перспективы 2023 года

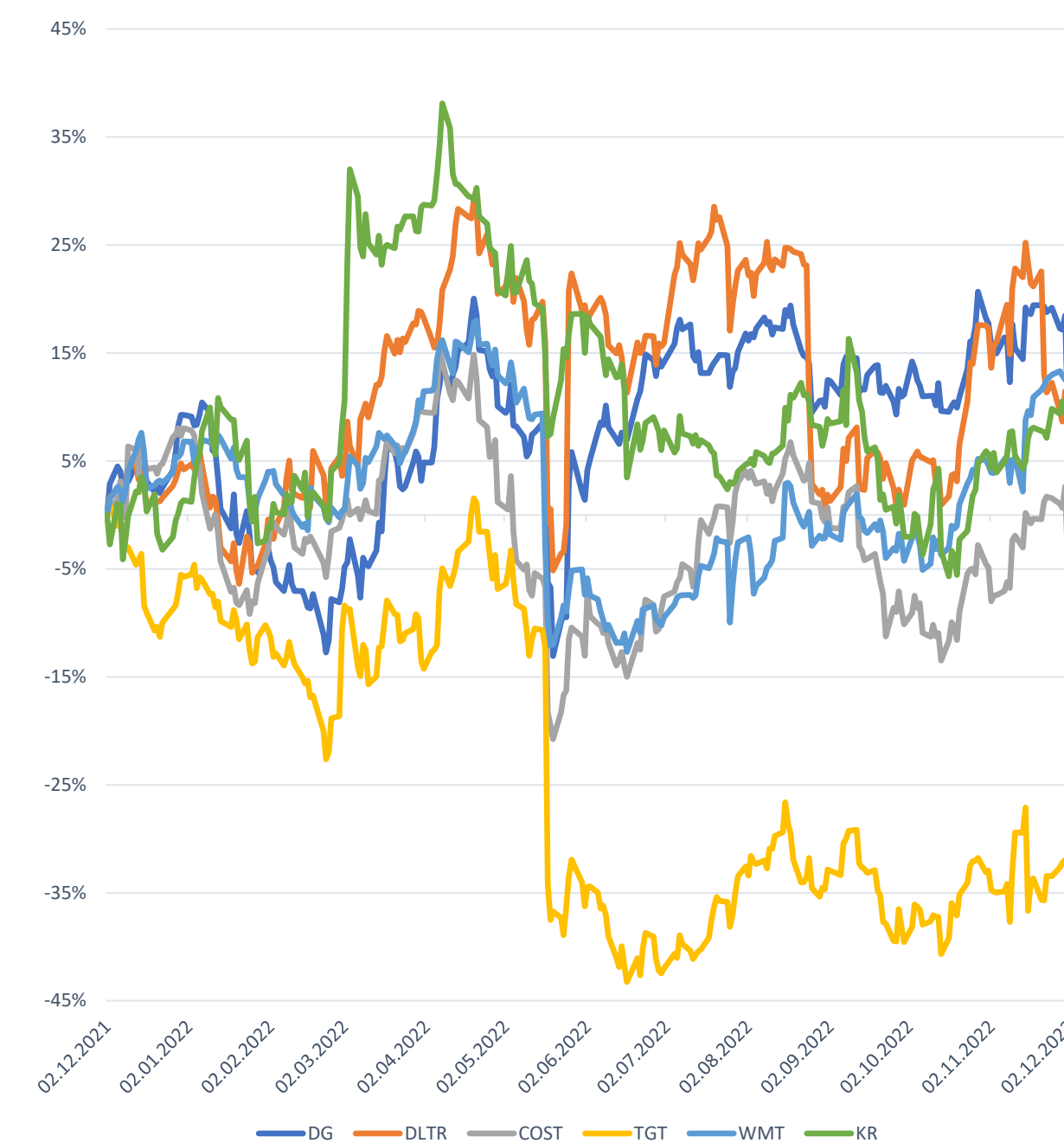
23 декабря 2022

ffin.global



Наша рекомендация для сектора: Dollar Tree (DLTR), таргет: \$165. Хотя дискаунтер понизил прогнозы чистой прибыли из-за высокой инфляции и значительного повышения логистических затрат, а также вынужден существенно снижать отпускные цены, сопоставимые продажи демонстрируют рост на 8-9%, что свидетельствует о притоке новых клиентов. Углубление рецессии в США может привести к увеличению базы покупателей ретейлера за счет семей с доходом более \$100 тыс. в год и расширить рыночную долю сети. Еще одним фактором роста выступают неизрасходованные средства объемом \$1,85 млрд в рамках программы обратного выкупа.

Динамика котировок крупнейших американских ретейлеров



Источник: FactSet

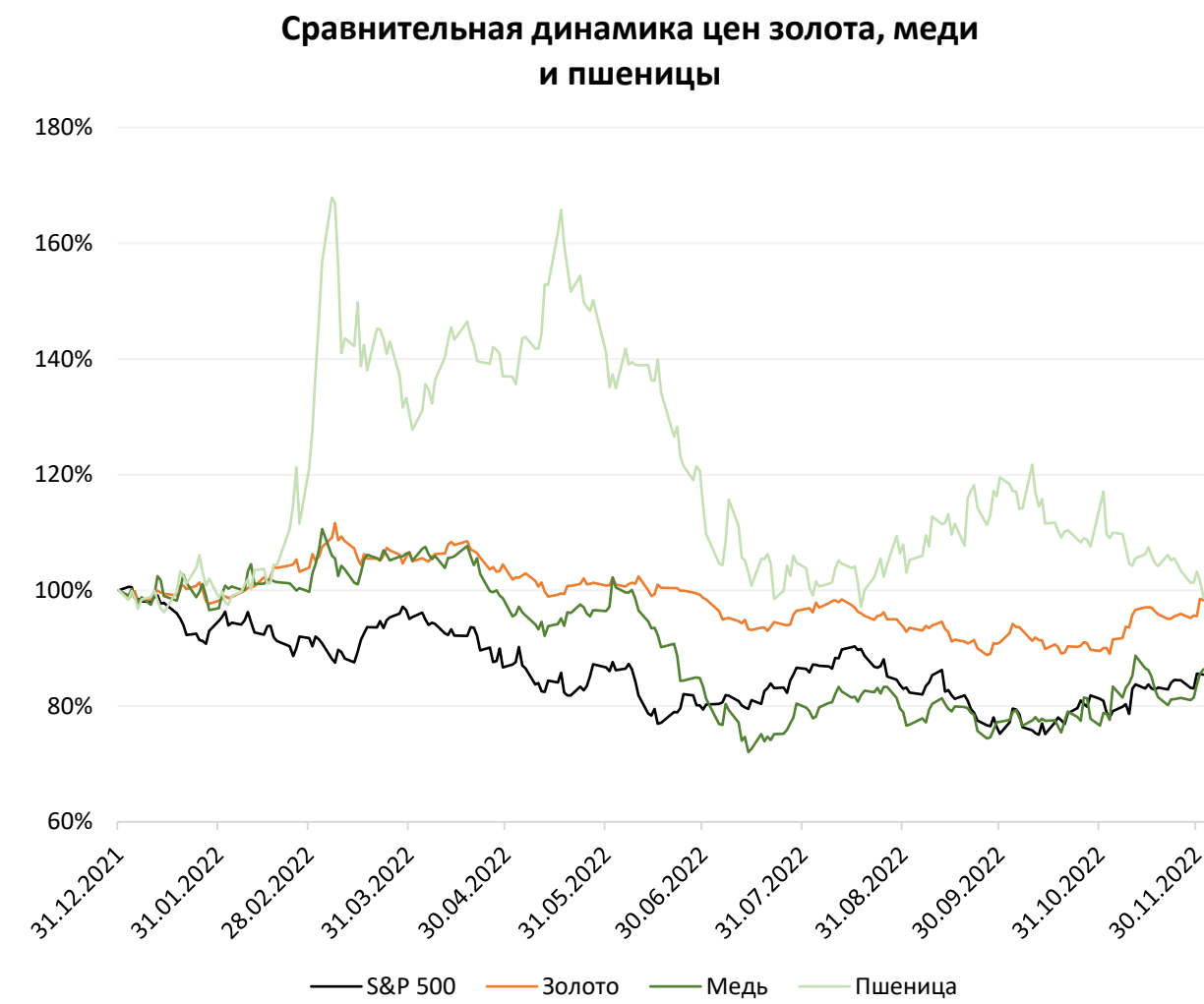
Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

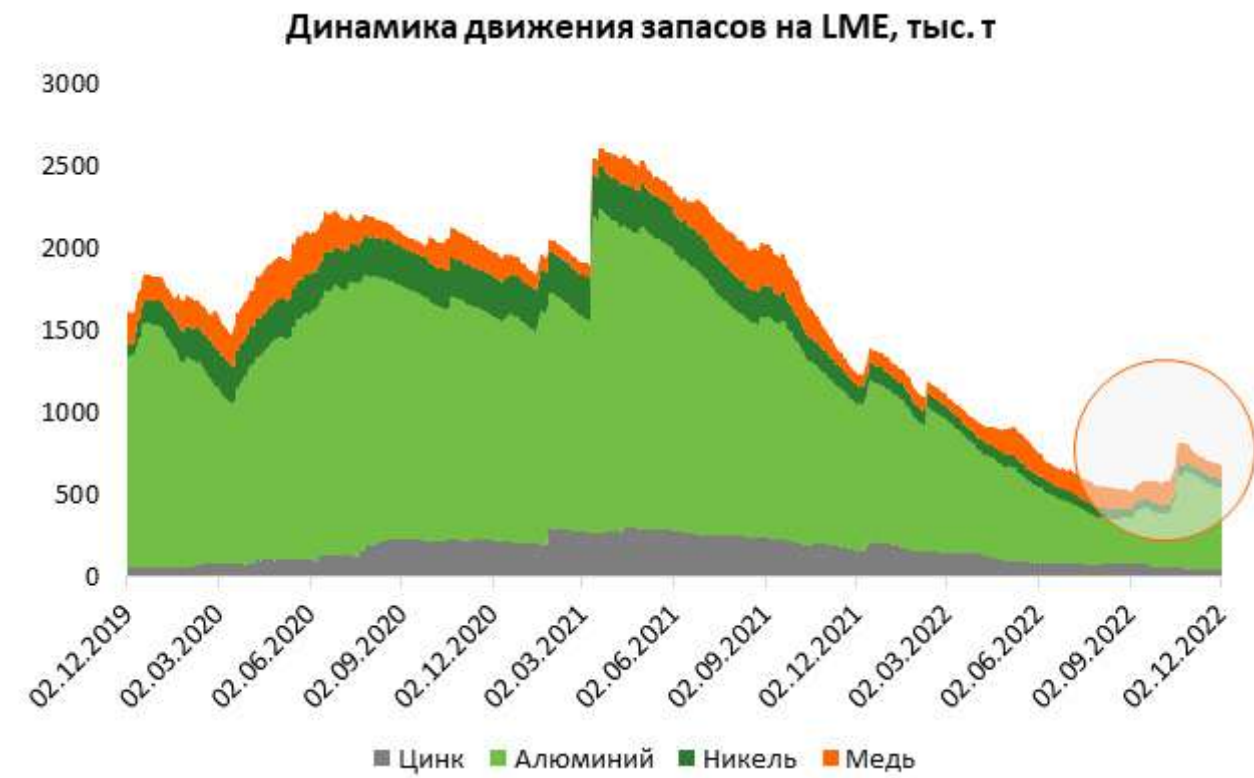
Сектор материалов

Основные тренды 2022 года

- Производители сырьевых товаров (XLB) в уходящем году показали динамику лучше широкого рынка, скорректировавшись с начала января лишь на 9%*, в то время как S&P 500 потерял более 16%. Внутри отрасли движение котировок носило разнонаправленный характер.
- Стоимость золота и пшеницы вернулись к уровням начала года, уголь взлетел до исторических максимумов, а медь, выступающая опережающим индикатором для промпроизводства, в течение 2022 года коррелировала с S&P 500.
- В течение последних месяцев индексы производственной активности во всех экономически развитых странах демонстрировали ухудшение. Так, PMI в производственном секторе упал ниже 50 пунктов, что является самым низким показателем с апреля 2020-го.



Источник: FactSet
*Данные на начало декабря 2022 года



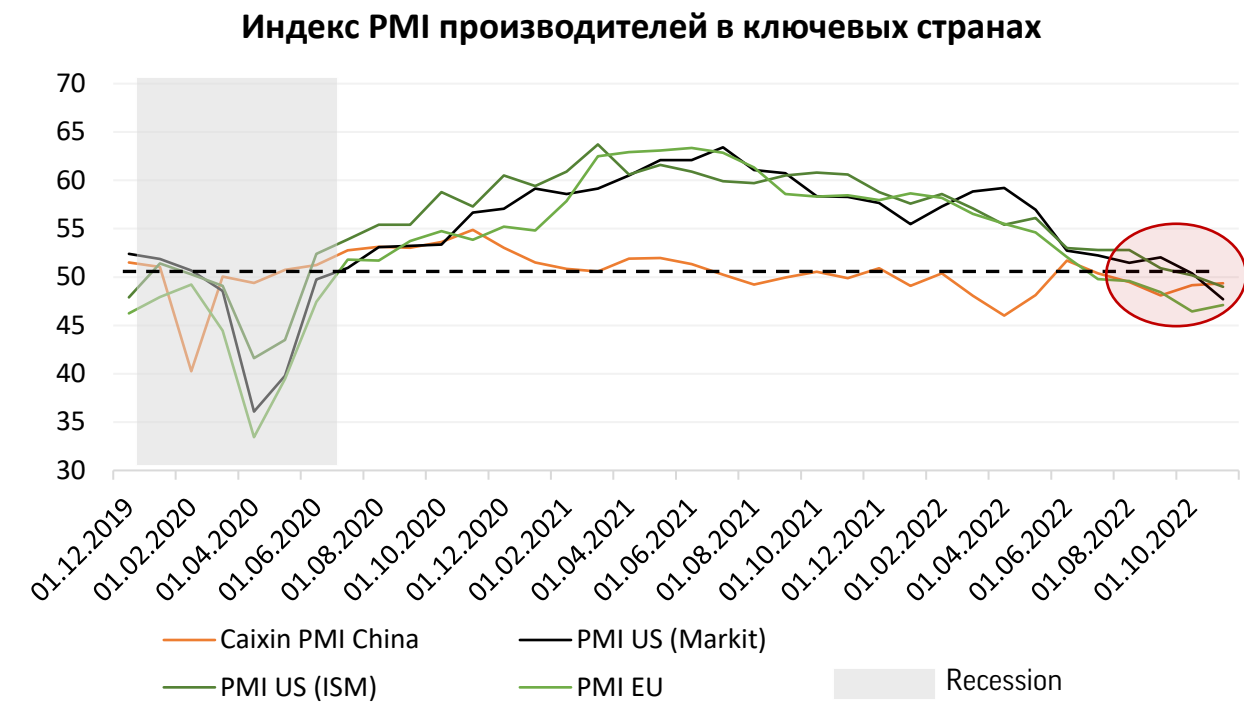
Источник: LME

Ожидания на 2023 год

- Экономика ЕС продолжит бороться с энергетическим кризисом, в Китай — со вспышками COVID-19. В США продолжит усиливаться давление на издержки предприятий в условиях подъема процентных ставок, которые, вероятно, сохранятся на высоком уровне в течение 2023-го. В целом этот год, по всей видимости, станет для сектора «медвежьим».
- Форвардное значение P/E для рассматриваемой отрасли составляет 15,5х, что ниже среднего показателя последних десяти лет на уровне 17х. Однако, на наш взгляд, данное значение мультипликатора не стоит рассматривать как сигнал к покупкам, поскольку динамика котировок отраслевых компаний в значительной степени будет определяться движением цен на сырьевые товары.
- Потенциал роста цен на промышленные металлы практически нулевой, однако не исключено удорожание дефицитных критических минералов.
- Ожидаем повышенного внимания к ESG-повестке и увеличения инвестиций в зеленые проекты. В частности, наши

фавориты Vale, Barrick, BHP и Rio Tinto активно диверсифицируют портфели, пополняя их активами из сегмента возобновляемых источников энергии (ВИЭ).

Наша рекомендация для сектора: Sibanye Stillwater (SBSW), таргет: \$13,13. Обширный портфель активов компании включает горнодобывающие и перерабатывающие предприятия, а также доли в различных проектах на пяти континентах. В 2021 году компания нарастила выручку до \$11,6 млрд (+35% г/г) во многом за счет высокой стоимости металлов платиновой группы (МПГ) и увеличения объемов продаж. Мы прогнозируем, что на рынке МПГ профицит платины постепенно сменится дефицитом из-за значительного усиления спроса на данный металл со стороны автопроизводителей. 35% выручки компании приходится на родий. Палладий, золото и платина обеспечивают еще 31%, 17% и 12% соответственно. Коэффициент покрытия процентных выплат ликвидностью составляет 29,78х, что свидетельствует о сильных балансовых показателях компании. SBSW также является высокодивидендной фишкой с доходностью 9,15%. Согласно нашим оценкам, при потенциале роста котировок на 12% общая доходность бумаги на горизонте года составит 21%.



Источники: IHS Markit, S&P Global, Caixin, ISM, расчеты аналитиков Freedom Broker

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Финансовый сектор

Основные тренды 2022 года

- К началу декабря индекс XLF (Financial Select sector SPDR) прибавил 13% в сравнении с летними минимумами.
- Поддержку финансовому сектору во втором полугодии оказал устойчивый потребительский спрос.
- За счет возобновления кредитования и повышения ставки ФРС чистая процентная маржа банков восстановилась к уровням января 2020 года.
- В то же время индустрия сталкивается с охлаждением спроса на ипотеку и падением доходов инвестбанкинга из-за ухудшения рыночных условий. Полагаем, эти факторы продолжать оказывать давление на прибыль отраслевых организаций в следующем году.

Ожидания на 2023 год

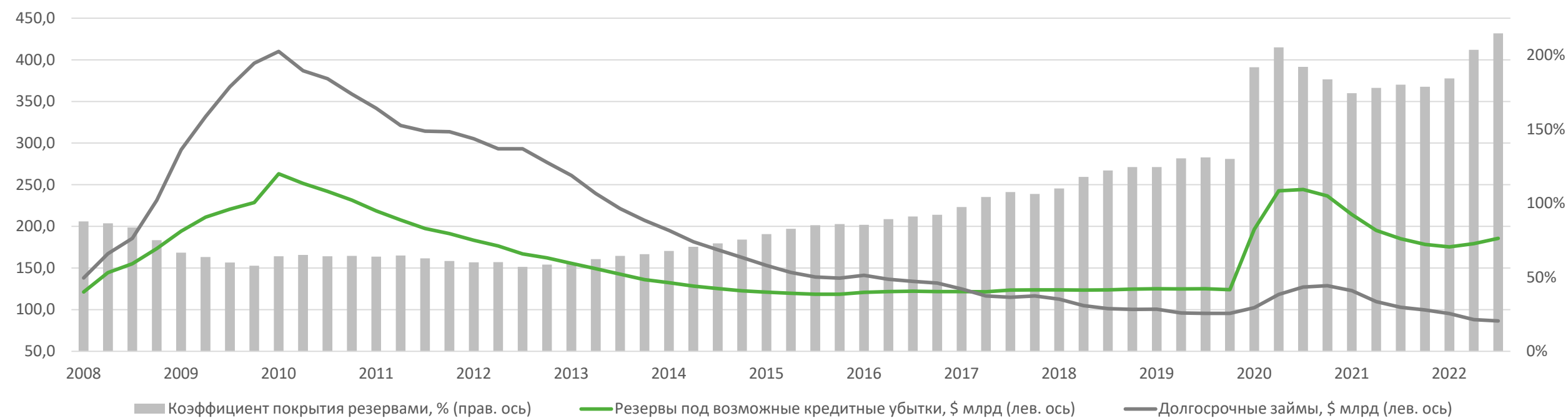
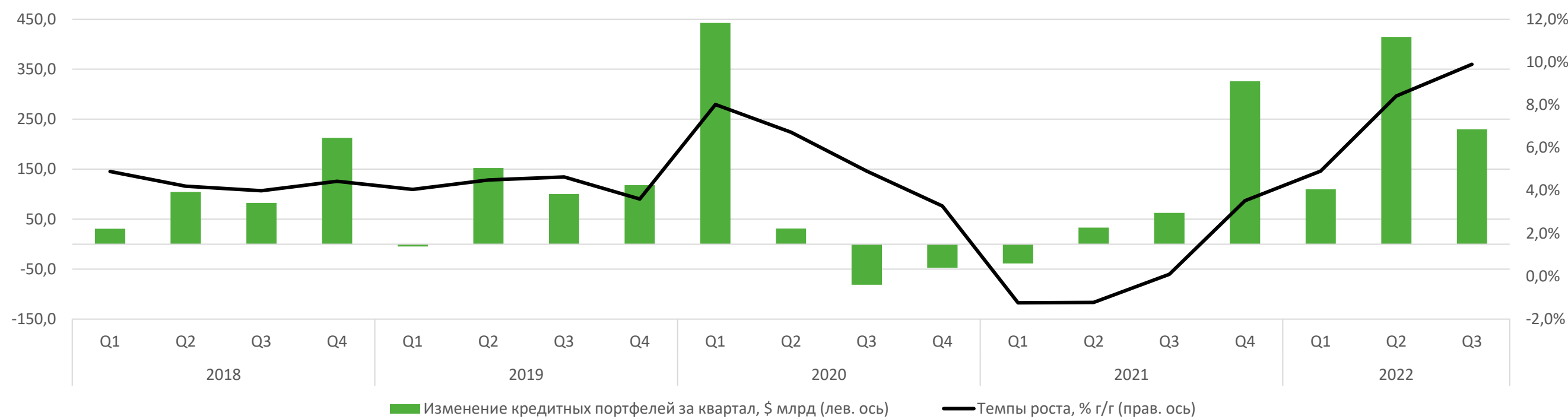
- Форвардный мультипликатор P/E NTM XLF равняется 12,6х, что ниже среднего десятилетнего значения на уровне 14,6х.
- Повышение EPS составит 8% после снижения прибыли отраслевых компаний на 15% в 2022-м. Замедление роста кредитования и восстановление ставок по депозитам транслируются в умеренное увеличение чистой процентной маржи до уровней 2019 года.
- Банковский сектор сохранит устойчивость за счет высокого покрытия кредитных рисков при стабильности коэффициентов достаточности капитала, что позволит абсорбировать возможные убытки при увеличении доли просроченных кредитов и поддерживать программы выкупа акций. Самыми стабильными в секторе выглядят диверсифицированные банки (Bank of America, JPMorgan Chase).
- Ожидаем сохранения высокой волатильности как фактора поддержки доходов трейдинговых подразделений банков (Goldman Sachs) и биржевой индустрии (CME Group). Ввиду ослабления глобального спроса рост выручки платежных

систем (Visa, Mastercard, American Express) замедлится, по нашим оценкам, до 10% в сравнении с 19% в 2022 году.

- Перспективы роста котировок финансового сектора оцениваем нейтрально.

Наша рекомендация для сектора: Чикагская товарная биржа (CME), таргет: \$200. Как оператор крупнейшей биржи деривативов CME Group стала одним из бенефициаров цикла ужесточения монетарной политики мировыми центробанками и

усиления волатильности на рынках капитала. С начала года объем торгов на площадке вырос на 26% г/г. В среднесрочной перспективе компания продолжит улучшать показатели за счет высокого интереса инвесторов к производным финансовым инструментам и сильного спроса на рыночные данные. CME поддерживает высокий уровень маржинальности (53% по чистой прибыли) за счет сокращения расходов. Консенсус от FactSet предполагает, что в 2023-м эмитент сможет увеличить EPS на 12%.



Источник: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

**Инвестиционные
перспективы 2023 года**

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Автопром

Основные тренды 2022 года

- Во втором полугодии автопроизводители в США постепенно восстанавливали уровень производства. К концу ноября запасы готовых машин у дилеров увеличились более чем на 70% г/г, но общий объем новых непроданных автомобилей в США все еще существенно недотягивает до средних исторических значений, отмечавшихся до 2020 года (2,5–3 млн единиц).
- Отпускная стоимость машин и спрос на них сохраняются на высоком уровне, несмотря на удорожание автокредитов, средняя ставка по которым в США превысила 7% в третьем квартале, хотя годом ранее была ниже примерно на 2%. Высокие цены на автомобили спасают автопроизводителей от падения маржинальности, но проблемы в цепочках поставок пока не урегулированы.

Ожидания на 2023 год

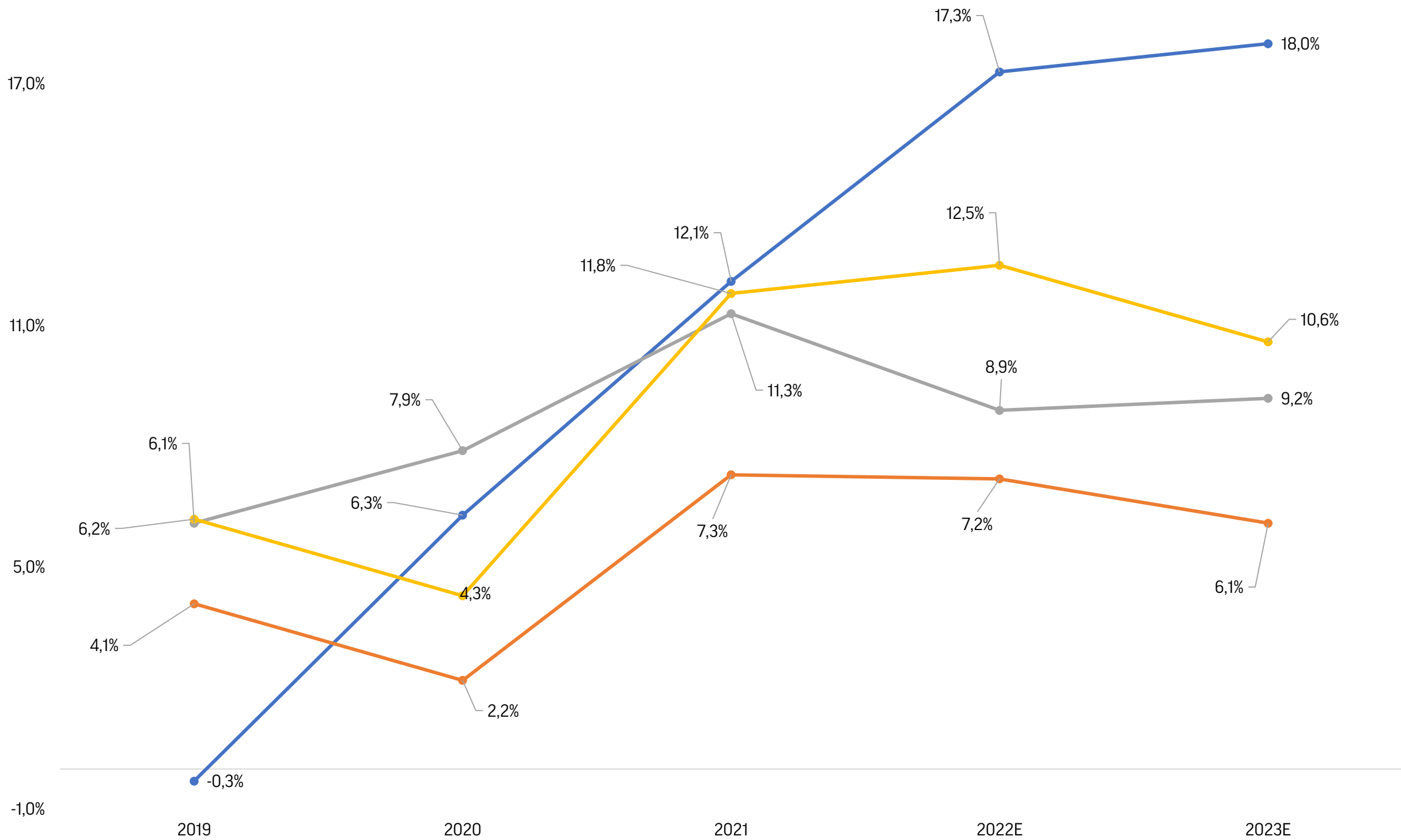
- Средний рост выручки по сектору составит 3–5% г/г. С учетом позитивной динамики в конце 2022-го мы полагаем, что производители продолжают увеличивать поставки. При этом ослабление спроса на автомобили из-за увеличения ставок вынудит отраслевые компании снижать отпускные цены.
- Из-за инфляционного давления и логистических проблем чистая прибыль автопроизводителей может остаться на уровне 2022 года.
- Учитывая текущие оценки акций отраслевых компаний (медиана: 7 прогнозных годовых прибылей за 2023 год), считаем, что привлекательно для покупок выглядят акции General Motors Company (GM).
- Общая рекомендация для акций сектора – «держать».

Наша рекомендация для сектора: General Motors Company (GM), таргет: \$46. В рамках обнародованной стратегии General

Motors собирается к 2025-му выпустить не менее 30 новых моделей электромобилей по всему миру. К тому моменту выручка эмитента от реализации EV-машин должна составить более \$50 млрд при выпуске 1 млн электрокаров в год, а общие продажи могут превысить \$225 млрд (со средне-годовыми темпами роста около 12%). Компания также пла-

нирует запустить новую цифровую платформу для умных авто, которая позволит экономить \$2 тыс. при производстве каждой машины. Текущая рыночная оценка в семь годовых прибылей, возможно, не в полной мере отражает масштабные перспективы развития EV-сегмента компании.

Операционная маржинальность* компаний Tesla, Inc (TSLA), Ford Motor Company (F), General Motors Company (GM), Stellantis N.V. (STLA)



*По скорректированной операционной прибыли. Источник: данные FactSet

**Инвестиционные
перспективы 2023 года**

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Альтернативная энергетика

Основные тренды 2022 года

- Проблемы в цепочках поставок препятствуют активному наращиванию объемов генерации энергии из возобновляемых источников.
- Металлы, используемые для производства аккумуляторов и солнечных батарей, характеризуются неэластичным предложением, заставляя компании бороться за ресурсы, что транслируется в сокращение маржи отраслевых игроков и вынужденные простои в ходе реализуемых проектов.

Ожидания на 2023 год

- Поддержку спросу на альтернативную энергетику окажет принятие закона «О снижении инфляции». Один из важных пунктов этого нормативного акта – предоставление 10-летних налоговых льгот для граждан, которые повышают энергоэффективность своих домов. Реализация данной программы, по расчетам Solar Energy Industries Association (SEIA), приведет к увеличению числа солнечных установок в США на 69% в течение следующих 10 лет по сравнению с объемами, которые прогнозировались до вступления закона в силу.
- Продажи отраслевых предприятий увеличатся более чем на 30% г/г, в том числе за счет повышенного спроса со стороны крупнейших американских компаний, которые активно работают над улучшением своих ESG-оценок. Рост EBITDA в среднем по отрасли может составить 60% г/г.
- По итогам года акции сектора, вероятнее всего, останутся в плюсе.

Наша рекомендация для сектора: бумаги Canadian Solar Inc. (CSIQ) и JinkoSolar Holding Co., Ltd. (JKS). Валовая маржинальность компаний альтернативной энергетики будет демонстрировать восстановление в 2023-м, хотя едва ли превысит

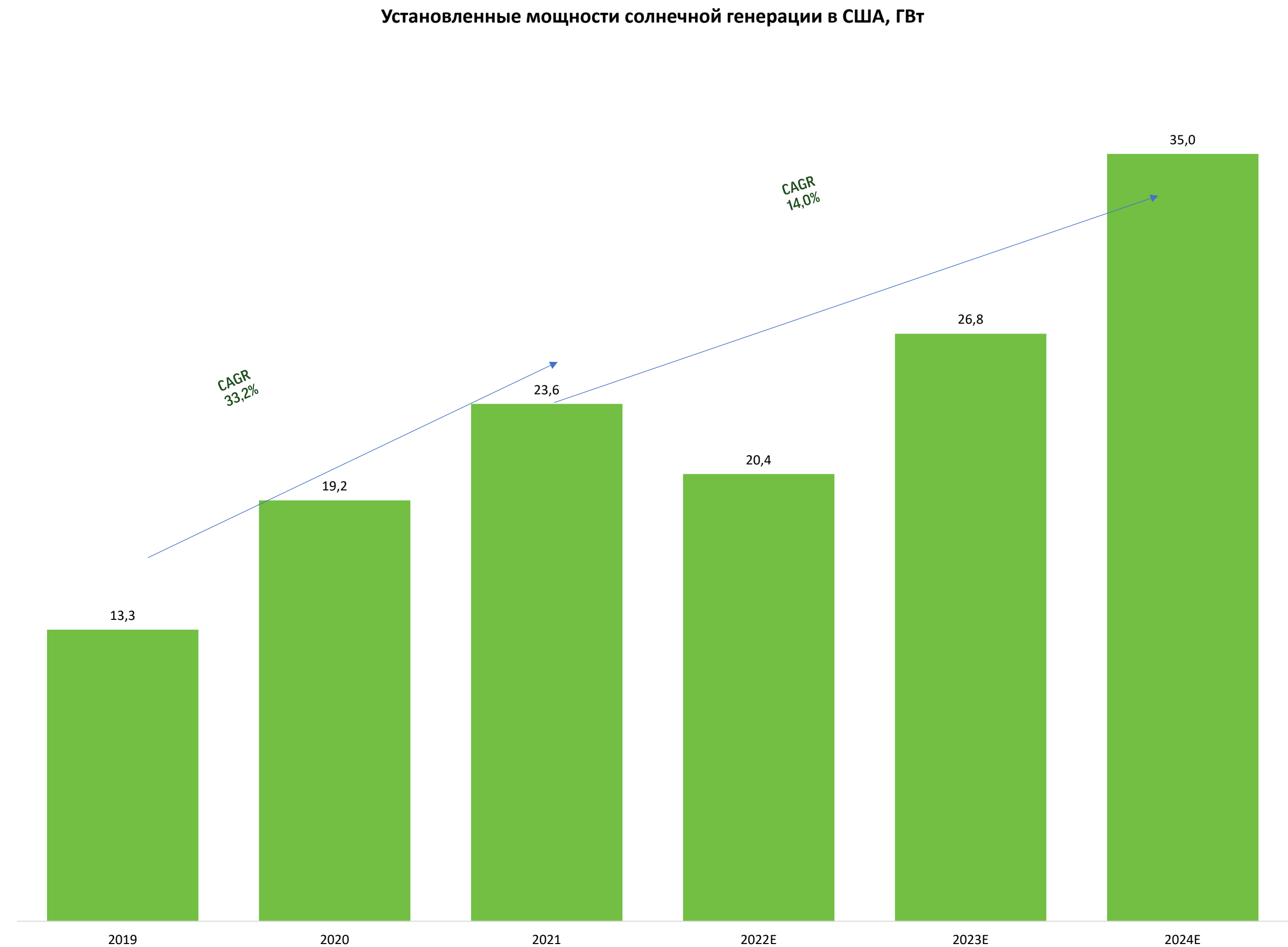
значения 2021 года. При реализации данного сценария особенно привлекательными для покупок выглядят акции гло-

бальных компаний, ведущих операционную деятельность преимущественно за пределами США.

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



CAGR – среднегодовые темпы роста. Источники: SEIA/Wood Mackenzie Power & Renewables U.S. Solar Market Insight report; расчеты аналитиков Freedom Broker

Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Здравоохранение

Основные тренды 2022 года

- Бумаги сектора демонстрировали защитные свойства в период подъема ставки ФРС: с начала года максимальная просадка индекса XLV не превышала 15%, а в декабре котировки бенчмарка торгуются выше январских значений.
- Лучшую динамику в отрасли показали крупные биотехи и фармкомпании, а также провайдеры медицинских услуг ввиду низкой эластичности спроса в этих сегментах.
- Производители медоборудования оказались под давлением инфляции и сохраняющихся проблем в цепочках поставок, однако пик негативного влияния этих факторов, по всей видимости, уже пройден.

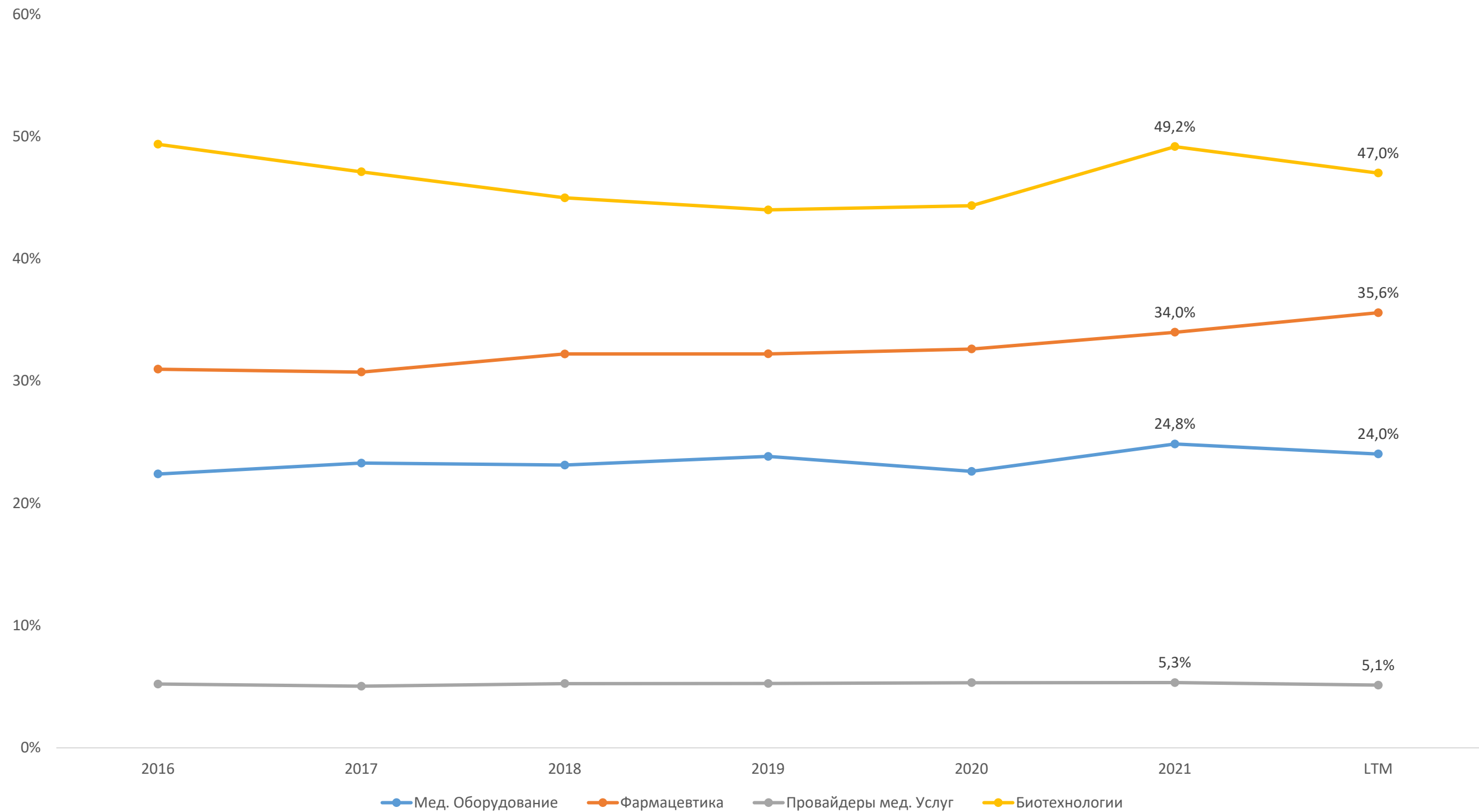
Ожидания на 2023 год

- Выручка в сегменте препаратов для лечения COVID-19 будет сокращаться, что может оказать сдерживающее воздействие на показатели Pfizer и Merck. Однако поступления от продаж прочих фармпродуктов увеличатся на 2-3% – даже в условиях рецессии, что, впрочем, уже заложено в котировки Bristol-Myers Squibb и Johnson & Johnson. Биотехи (Sarepta Therapeutics, Seagen) продолжают демонстрировать высокий интерес к сделкам M&A. Рекомендуем сократить позиции в бумагах производителей фармацевтической продукции и держать бумаги биотехов.
- Продажи производителей медоборудования могут стагнировать (+1% г/г) из-за сокращения доходов, связанных с COVID-19, и стремления больниц экономить на обновлении оборудования. Смягчение антиковидной политики в Китае позволит снизить давление в логистических цепочках, что окажет благоприятное влияние на метрики и котировки таких компаний, как Intuitive Surgical, Medtronic. Советуем наращивать позиции в сегменте.

- Больницы и поставщики медицинских услуг стараются сдерживать рост расходов. Темпы повышения выручки могут замедлиться до 6%, а коэффициент медицинских затрат (MCR) будет стремиться к исторически средним значениям. Фактор COVID-19 не будет оказывать значимого влияния на спрос. Сегмент может оказаться в лидерах роста выручки и EPS. Рекомендуем удерживать текущие позиции.

ской компанией, Seagen успешно коммерциализирует портфель перспективных препаратов. Спрос на продукты эмитента по-прежнему сильный, а дополнительные назначения формируют потенциал для долгосрочного роста выручки. Компания может выйти в прибыль уже в 2024 году, при этом ее бумаги торгуются по фундаментально привлекательным оценкам. Не исключено поглощение со стороны Merck.

Наша рекомендация для сектора: Seagen (SGEN), таргет: \$173.
Будучи самостоятельной и быстрорастущей биотехнологиче-



Источники: FactSet, расчеты аналитиков Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Телеком и медиа

Ожидания на 2023 год

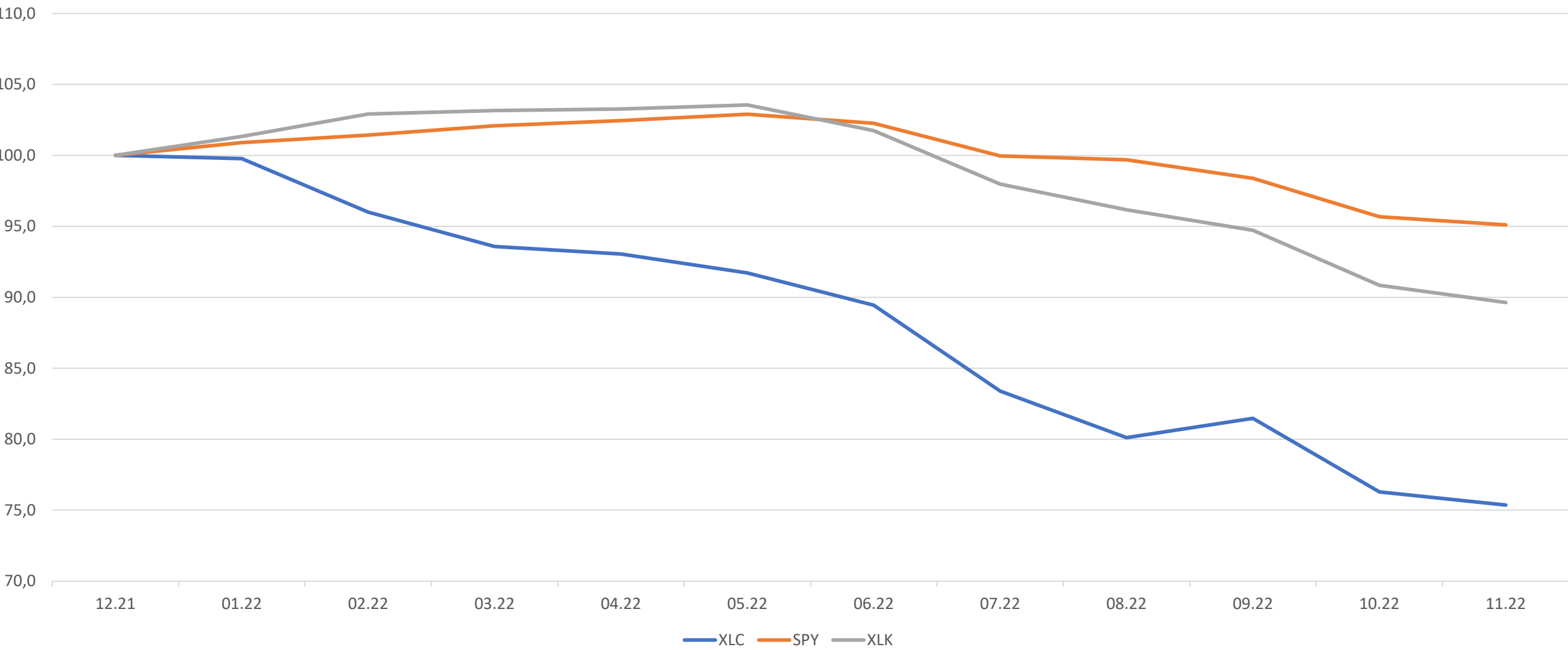
Мы оцениваем перспективы роста акций коммуникационного сектора (XLC) умеренно позитивно. На наш взгляд, отраслевые оценки стоимости уже предоставляют инвесторам достаточный запас прочности в сценарии предполагаемой нами умеренной рецессии. Другими словами, дальнейшее сжатие форвардного P/E маловероятно. Некоторое снижение доходностей трейдерис во второй половине 2023 года позволит данному мультипликатору восстановиться до 17х.



Источник: FactSet

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

- Первая половина 2023 года может стать наиболее трудной для сектора, поскольку экспозиция на широкий рекламный рынок создает дополнительную точку уязвимости в условиях рецессии. Впрочем, отметим, что консенсус-ожидания для XLC в течение 2022 года уже были понижены значительно сильнее, чем для индекса широкого рынка (SPY) и ИТ-сектора (XLK). Риск дальнейшего ухудшения прогнозов ограничен.
- Во второй половине года рынок онлайн-рекламы вновь начнет увеличивать темпы роста выручки, что поддержит акции крупнейших игроков (Google, Meta Platforms**). Наиболее уязвимой частью рынка рекламы является ТВ-сегмент, что в сочетании с ужесточением конкуренции в стриминг-индустрии позволяет нам оценивать перспективы акций создателей видеоконтента (Disney, Netflix, Paramount) нейтрально-осторожно.



Индексировано в целях повышения сопоставимости, декабрь 2021 года = 100. Источник: FactSet

Наши рекомендации для сектора: Take-Two (TTWO) и Electronic Arts (EA), таргеты: \$148 и \$156 соответственно. Привлекательный баланс риска и доходности можно найти в индустрии видеоигр. На наш взгляд, бизнес Take-Two и Electronic Arts демонстрирует относительную устойчивость даже в условиях неглубокой рецессии благодаря высокой операционной эффективности и сильным среднесрочным планам по релизу новых игр. Кроме того, бумаги этих компаний выглядят недооцененными. Драйвером роста котировок TTWO могут стать уверенные перспективы повышения выручки после выпуска ожидаемой всеми фанатами игры GTA VI в 2025 году. Акции EA в большей степени подходят консервативным инвесторам за счет невысокой доли мобильного сегмента в бизнесе компании и стабильного портфеля спортивных симуляторов.



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Промышленность

Основные тренды 2022 года

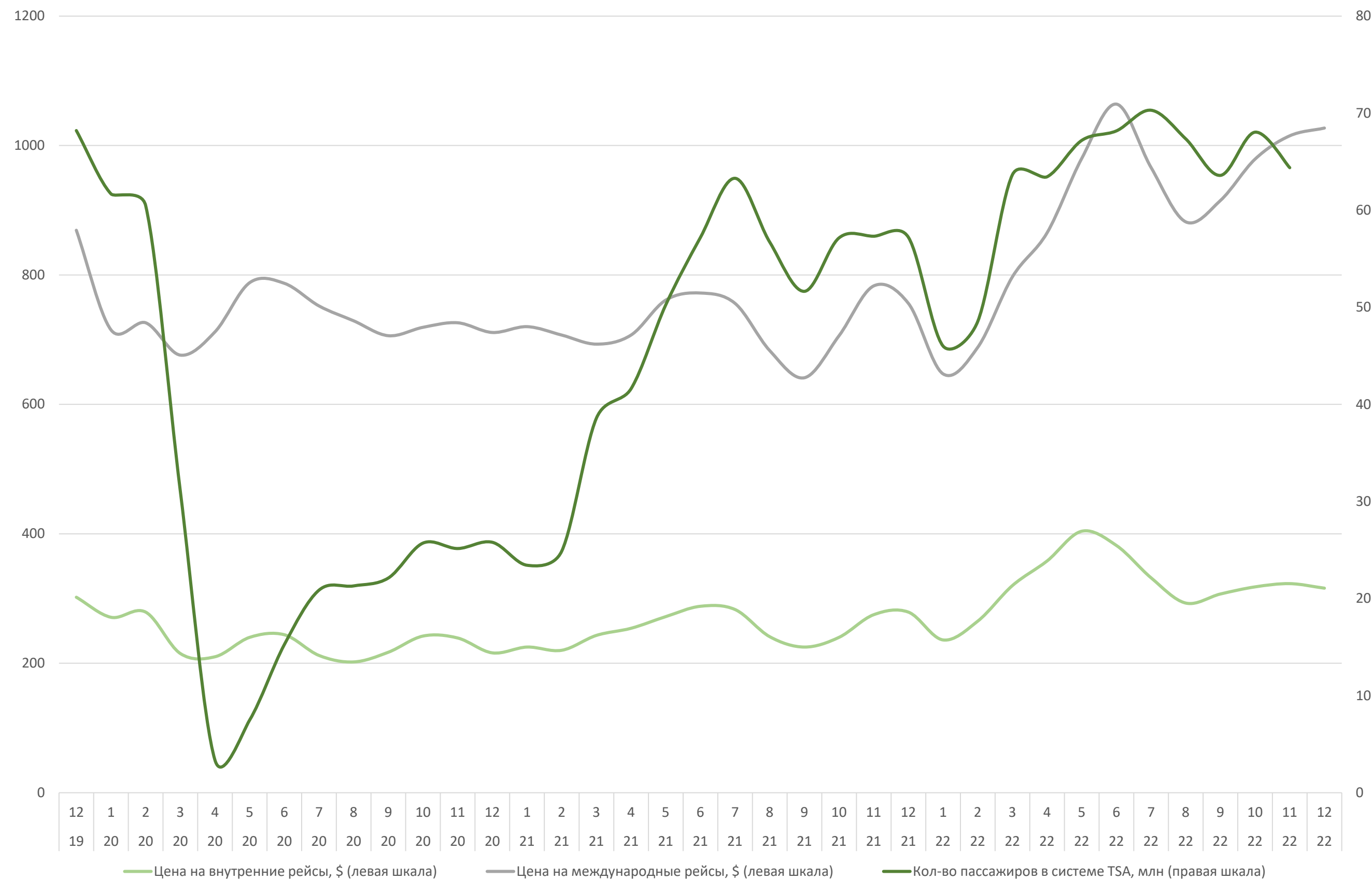
- В течение уходящего года компании, входящие в состав секторального бенчмарка ETF XLI, демонстрировали разнонаправленную динамику.
- В лидерах роста по итогам года, вероятнее всего, окажутся авиаперевозчики со средневзвешенным ростом выручки на 59,8%. Столь сильная динамика обусловлена восстановлением пассажирского трафика и высокой стоимостью билетов. Четыре из пяти авиакомпаний в составе XLI планируют закрыть год прибылью.
- В аутсайдерах года оказались аэрокосмический и оборонный сегменты, которые, по ожиданиям, продемонстрируют средневзвешенный рост выручки примерно на 3%, а прибыли — менее чем на 1%.

Ожидания на 2023 год

- Представители сегмента пассажирских авиаперевозок сохраняют лидирующие позиции в отрасли по динамике финансовых показателей: средневзвешенная выручка увеличится на 10,7%, при этом прибыль может вырасти в 2,5 раза.
- Позиции аутсайдеров 2023 года могут укрепиться за счет расширения реального производства примерно на 4,5%. Истощение запасов некоторых видов вооружений стало одной из причин увеличения военного бюджета США на 2023 ФГ: расходы Министерства обороны были повышены на 8,1% г/г. Как следствие, в 2023-м средневзвешенный рост выручки в сегменте составит 8,3%, прибыли — 37,9%. Основной вклад в увеличение последнего из показателей обеспечит компания Boeing, активно наращивающая выпуск воздушных судов. Без ее участия повышение выручки и прибыли в сегменте ожидается на уровне 5,6% и 8,7% соответственно.

Наша рекомендация для сектора: Delta Air Lines (DAL), таргет: \$42. Хотя пассажиропоток компании еще не восстановился к допандемийным уровням, однако ей удалось значительно нарастить выручку. Спрос на международные перелеты остается высоким, а снятие ограничений в азиатском регионе будет способствовать улучшению трафика и финансовых

метрик. Сегмент бизнес-поездки, по всей видимости, также продолжит восстанавливаться в 2023 году, несмотря на ожидания экономического спада. Пока в эконом-сегменте идет ожесточенная борьба за клиентов, премиальный сектор компании демонстрирует неплохие показатели на фоне исторически средней динамики структуры выручки.



Источники: TSA, Hopper Price Tracker



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



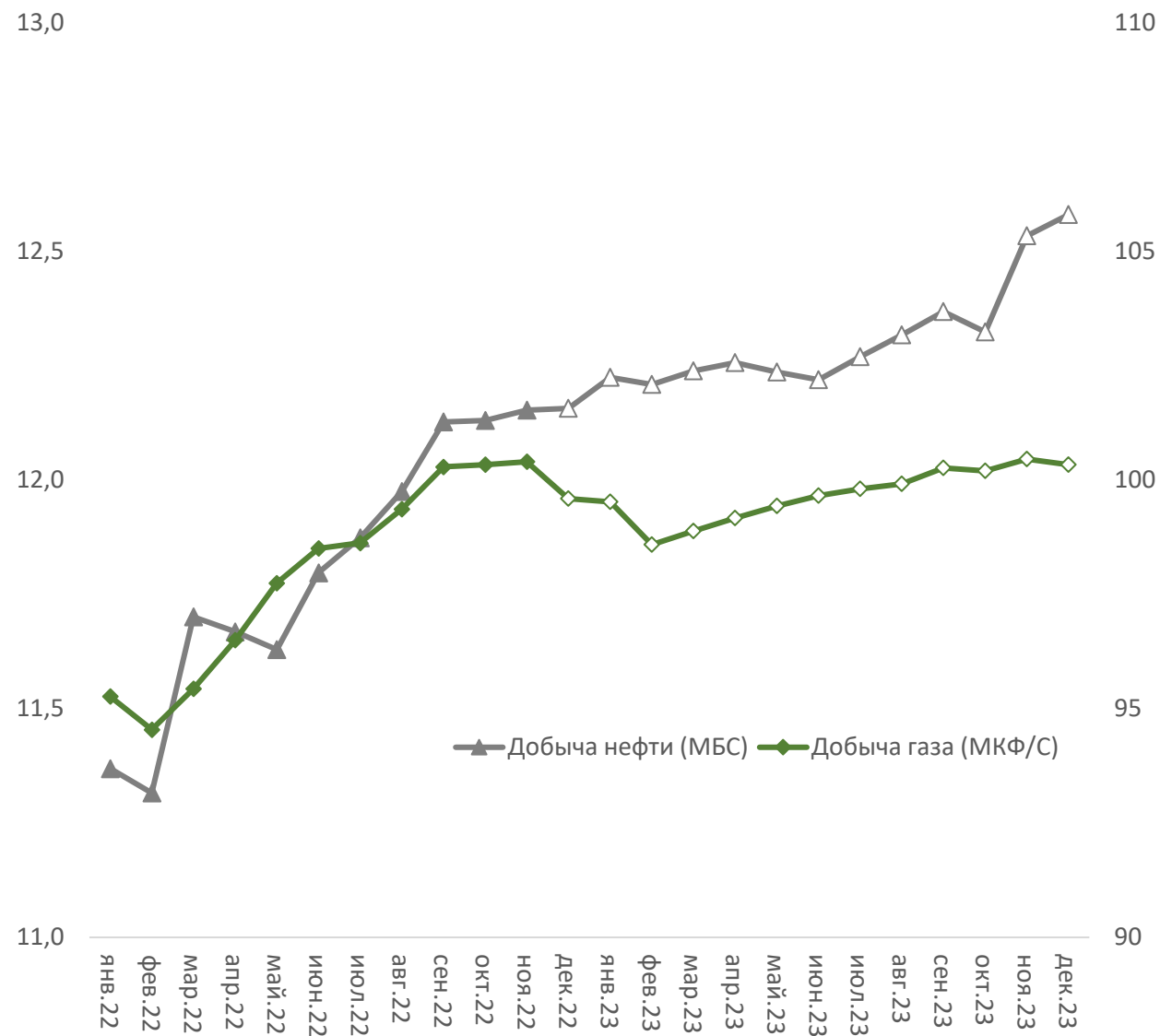
Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

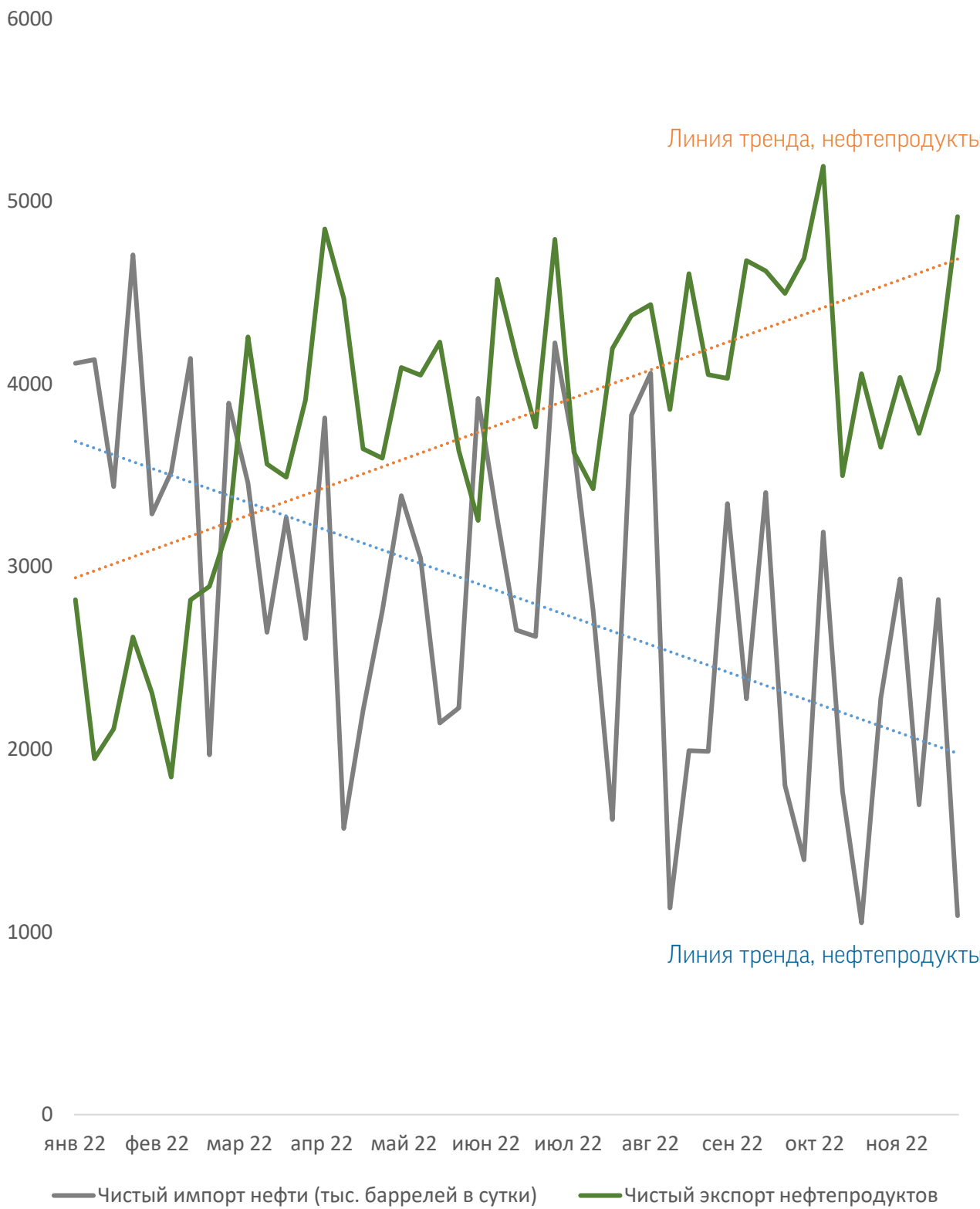
Нефтегазовый сектор

Основные тренды 2022 года

- Конфликт в Украине и ограничение добычи странами в составе ОПЕК+ привели к росту средней цены нефти WTI на 40,5% г/г, до \$95,7 (по состоянию на 5 декабря). Газовые котировки в США подскочили на 77,4% г/г, до \$6,6 за млн британских термальных единиц (BTU).
- Нефтедобыча в США по итогам года вырастет на 5,2%, до 11,8 млн баррелей в сутки (МБС), а затем дополнительно увеличится еще на 4,1%, до 12,3 МБС, в 2023-м. Производство газа повысится в 2022-м на 98 млрд куб. футов в сутки (МКФ/С), прибавив 3,8% г/г (+1,7% в 2023-м). Выпуск нефтепродуктов увеличится на 5,4% г/г, до 15,9 МБС (+0,6% в 2023-м).



- Чистый экспорт нефтепродуктов из США вырос на 39% г/г, до 3,8 МБС, импорт нефти снизился на 12%, до 2,8 МБС.



- Среднее количество активных буровых установок в мире в уходящем году может увеличиться до 1750 (+28,6% г/г). Тот же показатель отдельно для США, возможно, составит 721 (+51,8%).

- Ожидания на 2023 год**
- Цены на энергоносители будут снижаться ввиду замедления глобальных темпов экономического роста. В рамках базового сценария прогнозируем, что в наступающем году WTI и газ в США в среднем будут торговаться по \$70 за баррель (-30% г/г) и \$4,5 за млн BTU (-25% г/г) соответственно.
- Наилучшие результаты продемонстрирует инфраструктурный сегмент (операторы трубопроводов и хранилищ) из-за роста добычи углеводородов. Дивидендность пяти крупнейших независимых компаний составляет 6,6%.
- Перспективы нефтесервисного сектора оцениваем как нейтральные. Активный флот буровых установок в мире может расшириться на 8,6%, до 1900 единиц. В США их число увеличится до 800 (+11% г/г).
- Добывающие и перерабатывающие компании реализовали потенциал роста. Отмечаем риски ухудшения их финансовых показателей, а также снижения дивидендных выплат и объемов buy back.

Наша рекомендация для сектора: Kinder Morgan (KMI), таргет: \$22,4. 2023 год станет непростым для циклических компаний, включая эмитентов из нефтегазового сектора. Среди компаний в нашем покрытии наилучшими перспективами характеризуется инфраструктурная Kinder Morgan. В портфеле активов компании крупные системы сбора, переработки и хранения природного газа, а также объекты инфраструктуры для транспортировки и хранения жидких углеводородов. Kinder Morgan обеспечивает около 50% поставок газа на мощности СПГ в США. Увеличение добычи углеводородов, повышение объемов выпуска нефтепродуктов и рост экспорта СПГ в 2023 году позволят компании повысить квартальные дивидендные выплаты на 3%, до \$0,285, с доходностью 6,3% годовых. Наша целевая цена по бумаге KMI предполагает потенциал роста 23%.

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации



Инвестиционные
перспективы 2023 года
23 декабря 2022

ffin.global



Недвижимость

Основные тренды 2022 года

- За последние полгода Green Street Commercial Property Price Index снизился на 13%, к уровням предпандемийного периода.
- Отраслевые бумаги демонстрировали неоднородную динамику. Аутсайдерами стали фонды, владеющие лесными угодьями: выручка WY (входит в состав ETF XLRE) по итогам текущего года практически не изменится в номинальном выражении и, по всей видимости, сократится в 2023-м на фоне ослабления активности на рынке жилья.
- Лучшую динамику демонстрирует сегмент travel-недвижимости: рост выручки соответствующего фонда по итогам года составит почти 70% на фоне реализации отложенного

спроса и восстановления интереса потребителей к сфере услуг.

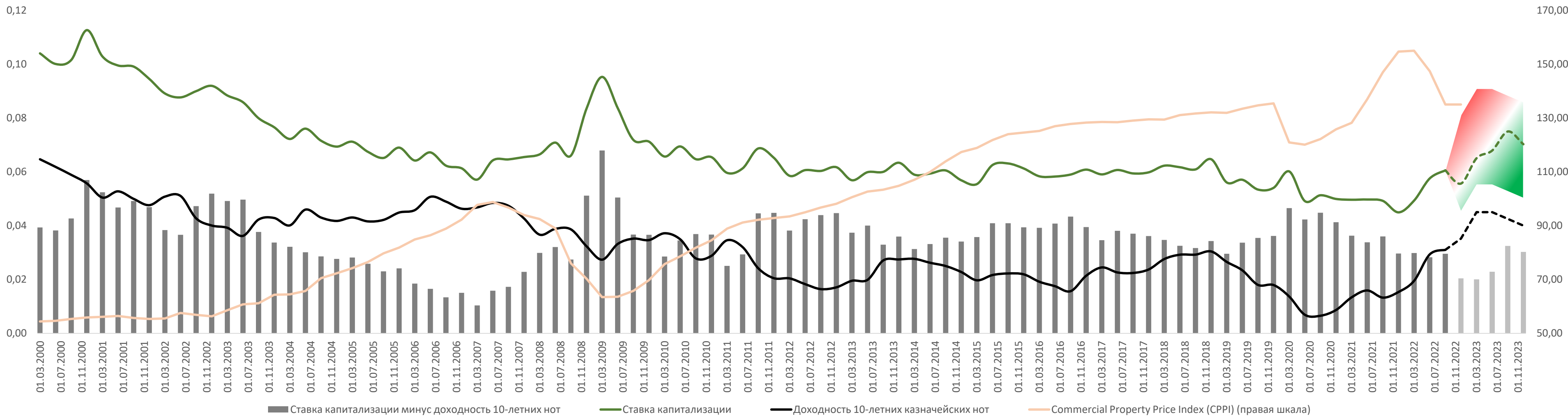
Ожидания на 2023 год

- Основным риском для рынка недвижимости продолжит оставаться ужесточение ДКП, транслирующееся в повышение ставки капитализации: данный среднерыночный показатель может вырасти еще примерно на 1 п. п., что, в свою очередь, приведет к переоценке стоимости имущества и сформирует рыночную премию к скорректированной стоимости чистых активов. В результате это может привести к снижению ETF XLRE в пределах 10%.
- Согласно консенсус-прогнозу, лучшую динамику выручки (28+% г/г) среди всех отраслевых активов продемонстри-

рует трастовый фонд Prologis за счет расширения списка объектов недвижимости после поглощения Duke Realty.

Наша рекомендация для сектора: Digital Realty Trust (DLR), таргет (консенсус): \$123. DLR – фонд недвижимости для предоставления серверных мощностей и размещения оборудования корпораций. Даже с учетом дальнейшего ужесточения ДКП акция торгуется с дисконтом к скорректированной стоимости чистых активов. Вопреки опасениям некоторых аналитиков по поводу перспектив серверного рынка консенсус-прогноз на 2023 год подразумевает снижение доли пустующих помещений до 15,5% с ожидаемых 16,2% по итогам 2022-го. Рост чистого операционного дохода DLR ожидается на уровне 9%.

Динамика ставки капитализации, доходности 10-летних казначейских нот и цен на недвижимость



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Технологический сектор

Основные тренды 2022 года

- По итогам года ИТ-сектор показал один из худших результатов среди всех отраслей в составе S&P 500, потеряв 23,5% при более скромном падении широкого рынка. Основными факторами давления на сегмент выступают жесткая ДКП, перебои в цепочках поставок, антиковидные ограничения в Китае, ухудшение потребительского спроса на смартфоны и ПК, а также рост запасов полупроводниковой продукции.
- Премия по мультипликаторам ИТ-сектора относительно S&P 500 продолжает снижаться после рекордных уровней 2020-2021 годов.

Ожидания на 2023 год

- Сейчас P/E NTM сегмента и широкого рынка в целом находятся выше среднеисторических уровней. Как следствие, мы ожидаем давления на оценки компаний ИТ-сектора в первом полугодии с последующей нейтральной динамикой и улучшением положения бумаг отрасли относительно S&P 500 к концу года.
- Инвесторы могут начать искать точки входа в позиции данных эмитентов уже во втором квартале после реализации рыночных рисков и прояснения перспектив отрасли. Компании сектора в среднем характеризуются более устойчивым финансовым положением, чем широкий рынок, и эта тенденция сохранится в 2023 году.
- Средняя операционная маржа в отрасли за последние 10 лет составляла 26,3% против 15,6% по рынку в целом. Прогноз на 2023 год подразумевает рост показателей до 29,7% и 17,1% соответственно.
- ИТ-компании, скорее всего, будут наращивать выручку более высокими темпами в 2023 году в сравнении с S&P 500. При этом в 2024-м можно ожидать возвращения к среднеисторическим уровням 8-9% г/г. EPS отраслевых

компаний скорректируется на 1-3%, то есть динамика прибыли в секторе также будет лучше, чем у индекса широкого рынка, в следующем году. Это объясняется тем, что сектор столкнулся с давлением на маржу ранее, чем эмитенты из других отраслей.

Наша рекомендация для сектора: Palo Alto Networks (PANW). Компания занимает лидирующие позиции на рынке кибербезопасности с фокусом на гибридное облако. PANW быстро

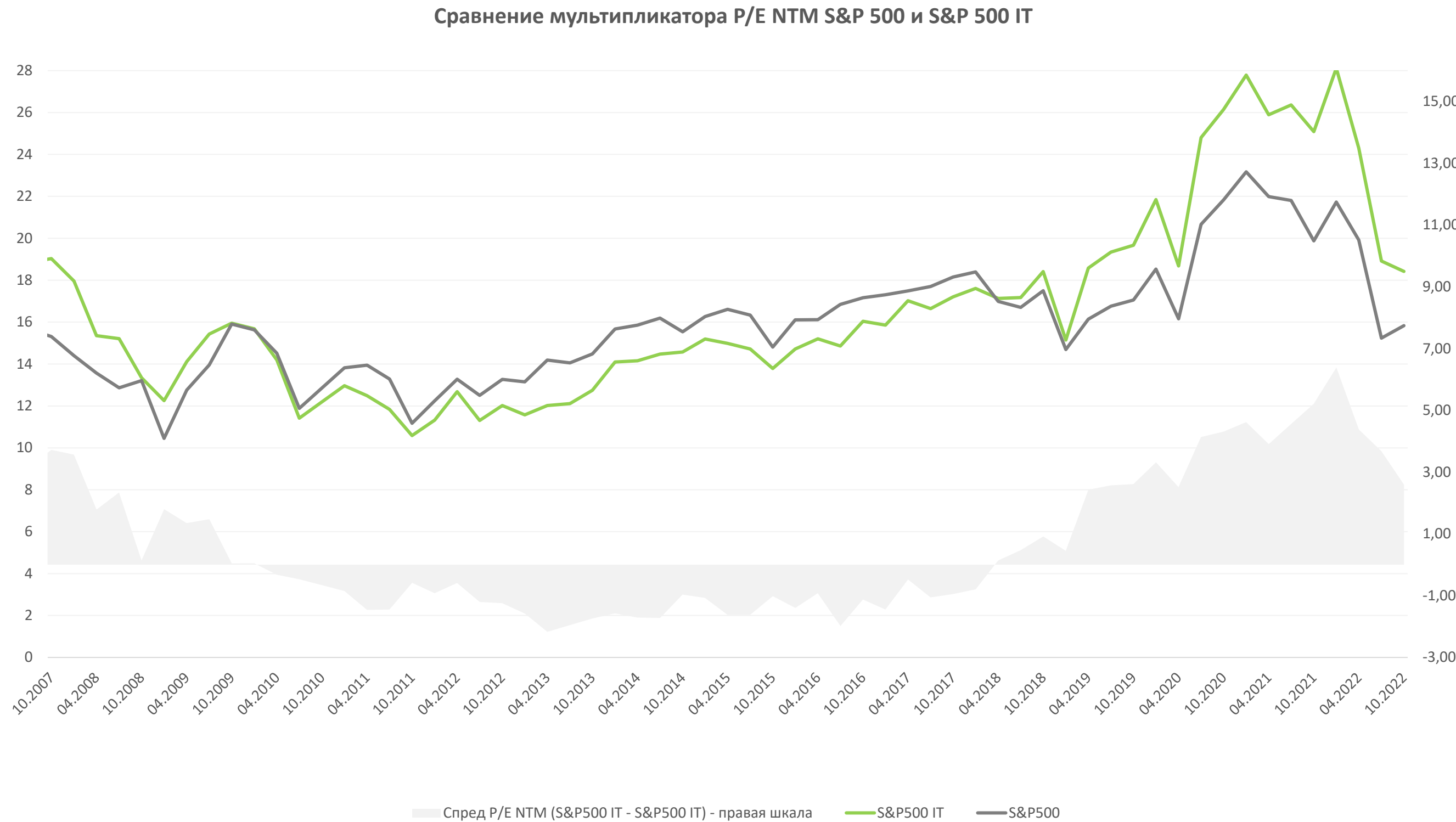
расширяет продуктовую платформу и имеет значительный потенциал роста в SASE-сегменте за счет кросс-продаж клиентам направления FireWall. Менеджмент проводит эффективную политику точечных M&A-сделок в наиболее перспективных направлениях. Эмитент обладает потенциалом ежегодного роста бизнеса более чем на 20%. Для маржи по свободному денежному потоку этот показатель составляет более 30%. Palo Alto Networks стабильно наращивает маржинальность и имеет все шансы уже в 2023 году войти в состав S&P 500.



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Китайский рынок

Основные тренды 2022 года

- Значительную часть года акции китайских эмитентов корректировались на фоне значительных социально-экономических и геополитических рисков Поднебесной. Однако с ноября ситуация кардинально изменилась: китайский рынок начал активно расти после того, как правительство смягчило антиковидные ограничения и объявило о новом пакете финансирования для строительного сектора.
- Риски эскалации тайваньского конфликта также уменьшились, поскольку на локальных выборах победу одержала прокитайская партия, а ноябрьская встреча глав КНР и США дала надежду на диалог сторон по поводу санкционных вопросов и экономического сотрудничества.
- Кроме того, в последнее время госрегулирование китайского технологического сектора не ужесточается, а риски делистинга китайских акций с рынка США снизились после проверок, проведенных американским регулятором.

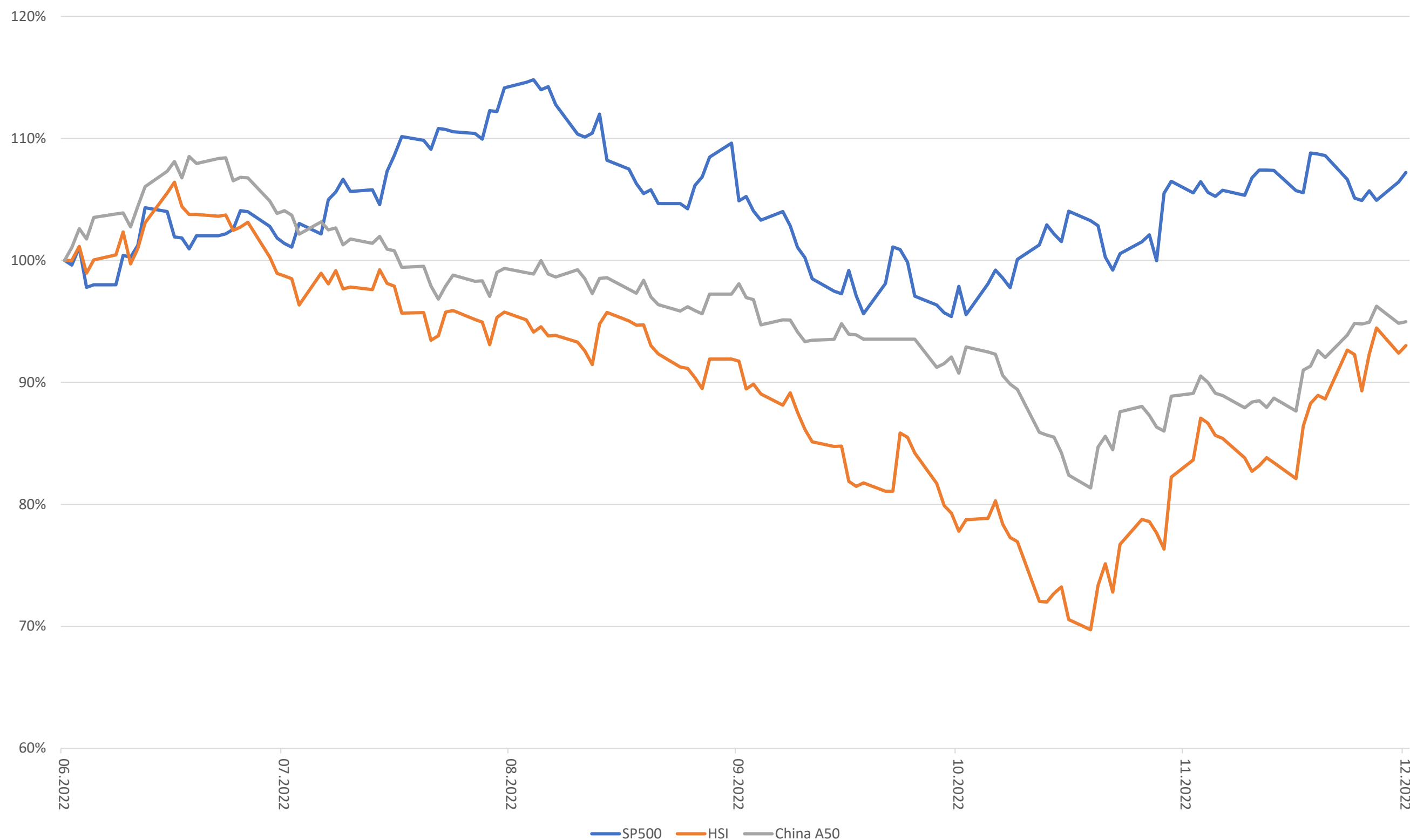
Ожидания на 2023 год

- Прогнозируем рост широкого китайского рынка: в течение полугода P/E индекса HSI может повыситься с 6,8 до 8,5–9, а EV/EBITDA – с 9,3 до 11–11,5, в то время как по индексу China A50 мы рассчитываем на рост P/E с 12,1 до 14–14,5, а EV/EBITDA – с 12,3 до 14,5–15.
- Динамику лучше рынка будут демонстрировать ретейлеры, авиаперевозчики, представители сегментов туризма, гостиничного бизнеса и общепита.
- Бумаги инновационных компаний, пользующихся господдержкой (направления: искусственный интеллект, полупроводники, солнечная энергетика и электромобили) сохраняют привлекательность.

Наша рекомендация для китайского рынка: Li Auto (LI). Мы делаем ставку на отложенный спрос на товары длительного пользования и поддерживаем инвестиции в компании, пользующиеся господдержкой. Как следствие, рекомендуем присмотреться к бумагам Li Auto. Автопроизводитель обновляет рекорды продаж гибридных электрокаров, а снятие антиковидных ограничений не только увеличит спрос на продукцию

компании, но и позитивно повлияет на ситуацию в цепочках поставок. Господдержка в сочетании с более высокой, чем у конкурентов, маржинальностью позволит Li Auto выйти на точку безубыточности раньше сопоставимых компаний. Увеличенный запас хода в машинах Li Auto обеспечит ей доминирующее положение на новых рынках сбыта со слабо развитой инфраструктурой.

Динамика индексов S&P 500, HSI и China A50 за последние полгода



Источники: Bloomberg, расчеты аналитиков Freedom Broker

23 декабря 2022

ffin.global



Рынок Казахстана в 2022 году (индекс KASE)

Важные новости в одной инфографике



Инвестиционные
перспективы 2023 года
23 декабря 2022
ffin.global



Рынок Казахстана. Итоги года

Сложное начало – уверенный финал

Несмотря на макроэкономические сложности, ослабление тенге и усиление геополитической напряженности, KASE продемонстрировал меньшую волатильность в сравнении с внешними рынками, скорректировавшись к середине декабря на 11,5% при снижении S&P 500 на 17,5%

Динамику индекса широкого рынка в 2022-м определяли следующие факторы.

Ужесточение монетарной политики. Уже в начале 2022 года появилось понимание, что инфляция станет серьезной проблемой для глобальных рынков. Для борьбы с ней центральные банки разных стран мира запустили цикл подъема ставок, что негативно отразилось на стоимости большинства активов. Повышение доходности гособлигаций США и сильный доллар оказывали давление на развивающиеся рынки на протяжении всего года.

Еще одной причиной для быстрого подъема ставок в регионе стал конфликт в Украине. В марте на локальном рынке было зафиксировано давление слабеющего тенге: эмитенты начали спешно пересматривать прогнозы прибыли на год. В итоге рост базовой ставки в Казахстане негативно повлиял на капитализацию практически всех эмитентов в составе индекса KASE, в особенности на дивидендные фишки.

Дивиденды. Из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры и макроэкономических рисков в марте-апреле большинство эмитентов действовали крайне осторожно, отменив или сдвинув утверждение выплат акционерам на неопределенный срок. Тем не менее практически все отложенные дивиденды были распределены в октябре-ноябре, при этом Казателеком, Казатомпром и Kaspi.kz даже нарастили объем выплат.

Сезонность. Несмотря на периодическое появление «черных лебедей», на казахстанском рынке в ряде случаев отмечалась традиционная сезонность, в частности постдивидендная коррекция и уверенное восстановление котировок активов в августе-сентябре.

Меньшая волатильность в сравнении с внешними рынками. В течение 2022 года индекс KASE снизился на 11,5% (данные

на 8 декабря), тогда как S&P 500 потерял около 17,5%. Во многом более уверенная динамика казахстанского бенчмарка обусловлена сильным периодом с сентября по декабрь, когда локальные биржевые площадки выглядели стабильнее, чем внешние рынки. В это же время тенге демонстрировал низкую волатильность вопреки крепкому доллару. Впрочем, это объясняется главным образом корреляцией с российским рублем, который также был устойчив в рассматриваемый период.

Хронологически события развивались следующим образом. Первое полугодие 2022-го выдалось достаточно сложным для казахстанского рынка. **Январские** волнения в стране, отключение интернета, не работающие биржа и обменные пункты стали серьезным вызовом, но в следующем месяце ситуация осложнилась еще больше. После достаточно благоприятного 2021 года инвесторы были вынуждены встретиться с еще одним «черным лебедем», вновь, как и в 2020-м, прилетевшим в третьей декаде **февраля**. После эскалации вооруженного противостояния на территории Украины нацвалюта Казахстана продемонстрировала резкое ослабление: пара USD/KZT впервые в истории пробилла вверх отметку 500. Затем Нацбанк резко поднял ставку, как это уже было весной 2020 года. Нестабильность на рынке подогревалась слухами о том, что санкции против России могли также затронуть и Казахстан. В начале февраля тенге двигался в едином русле с падающим рублем, однако затем «россиянин» значительно укрепился, а казахстанская нацвалюта не смогла продемонстрировать столь же сильную динамику. В итоге рубль и тенге пришли к новому паритету на уровне выше 7 вместо предыдущих 5-6.

Ансар Абуев,
младший аналитик департамента
финансового анализа Freedom Broker





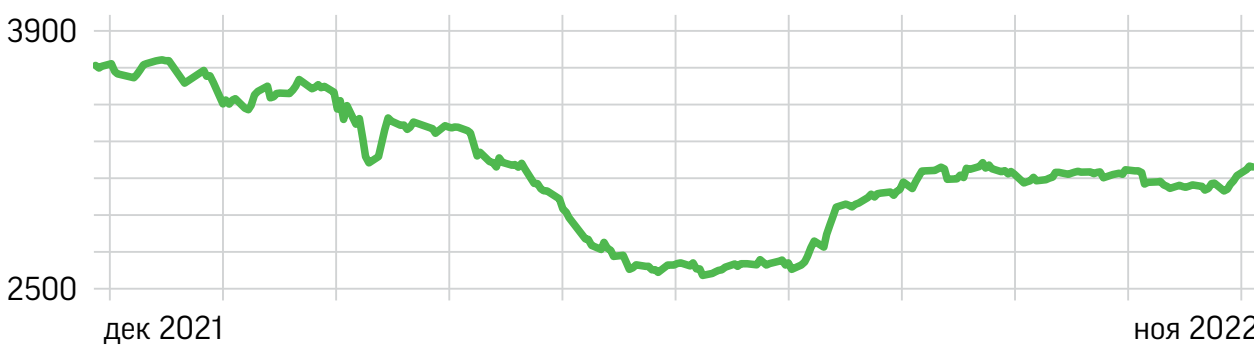
Инвестиционные
перспективы 2023 года
23 декабря 2022
ffin.global



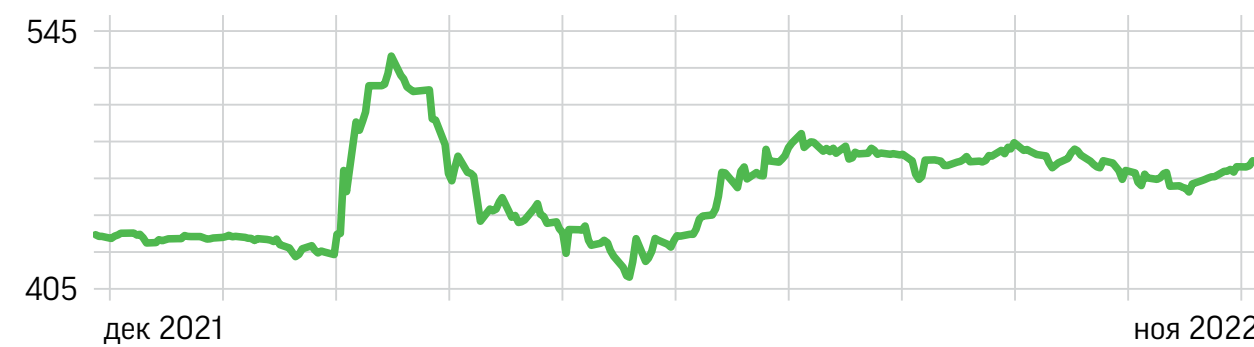
Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 05.01.2022	Значение на 08.12.2022	Изменение, %
Индекс KASE	3 565,02	3 156,31	-11,5%
Банк ЦентрКредит (KASE)	407,00	619,52	52,2%
Kcell (KASE)	1 567,98	1 568,00	0,0%
Kaspi (GDR)	82,00	74,90	-8,7%
KEGOC (KASE)	1 860,01	1 600,00	-14,0%
Халык Банк (GDR)	13,60	11,30	-16,9%
Казатомпром (KASE)	15 715,00	12 717,00	-19,1%
Казателеком (KASE)	34 864,18	27 700,00	-20,5%
Казатомпром (GDR)	37,50	28,86	-23,0%
Халык Банк (KASE)	175,02	128,89	-26,4%
Kaspi (KASE)	49 833,00	33 814,80	-32,1%
Казтрансойл (KASE)	1 065,06	605,99	-43,1%

Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Рынок Казахстана. Итоги года

Сложное начало – уверенный финал

Данный фактор в сочетании с усилением внешнеэкономических рисков дополнительно способствовал разгону инфляции в стране.

В **марте** рынок двигался в негативном тренде, хотя обычно это сезонно сильный месяц, поскольку именно в этот период компании из состава индекса KASE принимали решения о дивидендах. Однако в 2022-м многие эмитенты проявили осторожность, отменив либо перенеся выплаты. С похожей ситуацией инвесторы уже сталкивались весной 2020 года, поэтому значительного снижения дивидендов не ожидалось. Серьезным ударом для рынка стало решение Казтрансойла, который утвердил рекордно низкие выплаты – всего 26 тенге на акцию. Для казахстанского дивидендного аристократа это сверхмалый объем, что привело к понижению ожиданий рынка в отношении других дивидендных фишек.

В **летние месяцы** активы на KASE торговались в русле трендов аналогичных периодов 2018–2019-го и 2021 годов. Заметным событием стало резкое падение акций Kcell с последующим восстановлением, поскольку столь сильное движение существенно отразилось на индексе широкого рынка в целом. Распознав приближение дна в конце июня, мы рекомендовали инвесторам открывать длинные позиции в фундаментально привлекательных бумагах с целью поймать волну роста, пик которого пришелся на конец августа и начал затухать в сентябре.

Четвертый квартал стал для бенчмарка нейтральным, однако уже сейчас можно отметить определенный задел для роста в следующем году. Во-первых, крупные компании из состава индекса KASE (кроме Kcell) распределили отложенный дивиденд, а их фундаментальные показатели свидетельствуют о возможности увеличения выплат в 2023-м. Во-вторых, к окончанию 2022-го индекс подошел с тестом сентябрьских максимумов, и мы полагаем, что пробой этого уровня произойдет уже в следующем году. В-третьих, рост и восстановление котировок компаний в четвертом квартале дает надежду на достижение фундаментальных целей.

Отметим, что для российских бумаг на KASE год был крайне неудачным. Торги акциями были остановлены, активы заморожены. Сбербанк и ВТБ приняли решение о делистинге. При этом в 2022 году полноценно начал раскрываться потенциал площадки KASE Global, на которой стартовали торги инструментами с основным листингом на NYSE, NASDAQ и Euronext.

Финансовые результаты. Отчеты эмитентов в 2022 году носили смешанный характер. Сюрпризом в первом квартале стала новость о том, что KEGOC безвозмездно передал правительству прибыльное ТОО РФЦ по ВИЭ, что оказало весьма существенное давление на финансовые показатели компании, даже несмотря на рост выручки. Кроме того, следствием волнений и протестов в январе стало повышение зара-

ботной платы в государственных компаниях. В частности, в Казтрансойле оплата труда выросла на 34%, что увеличило себестоимость производства и привело к значительному снижению прибыльности. Данная тенденция продолжилась и во втором квартале, в результате чего мы понизили целевую цену бумаги, а также впервые за весь период ее покрытия пересмотрели рекомендацию до «продавать». Заметим, что в ноябре котировки эмитента обновили исторический минимум. При этом Халык Банк, Kaspi, Казахтелеком и Казатомпром продолжили улучшать финансовые результаты. Впрочем, котировки данных бумаг не всегда в полной мере отыгрывали позитив отчетов, создав тем самым дополнительный запас для фундаментального роста.

Эмитент	Значение на 07.12.2022	Фундаментальная цель на 07.12.2022	Доля в индексе	Потенциал роста
KASE	3151,89	3634,13		15,3%
БЦК (CCBN)	619,6	575	11,2%	-7%
Халык Банк (HSBK)	129	200	16,3%	55%
Kcell (KCEL)	1547,5	1380	15,2%	-11%
KEGOC (KEGC)	1580,65	1510	9,9%	-4%
Казатомпром (KZAP)	12800,0	15400	14,4%	20%
Казахтелеком (KZTK)	27622,54	37400	11,1%	35%
Казтрансойл (KZTO)	606,9	580	5,5%	-4%
Kaspi.kz (KSPI)	34000	39312	16,5%	16%



Инвестиционные
перспективы 2023 года
23 декабря 2022
ffin.global



Рынок Казахстана в 2023 году

Под знаком восстановления



Основные тренды следующего года:

1. Позитивная динамика на внешних рынках. Согласно нашим ожиданиям, 2023-й станет годом окончания «медвежьего» тренда на мировых площадках. В первом полугодии, вероятнее всего, ФРС завершит цикл повышения ставок, что позитивно отразится на развивающихся экономиках. Хотя, на наш взгляд, ключевым триггером для Казахстана станет внутренний потенциал роста рынка, однако благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура может оказать серьезную поддержку.

2. Дивиденды. Халык Банк, Казахтелеком и Kaspi возобновили распределение дивидендов во втором полугодии 2022-го после их приостановки в марте. Хотя выплаты были более скромными, чем изначально ожидал рынок, не исключено их повышение в следующем году. Наибольший потенциал для этого есть у Халык Банка. Увеличить дивиденды также может и Казахтелеком

после значительного повышения свободного денежного потока в 2022 году и аккумуляции большого количества денежных средств на счетах. Кроме того, новой дивидендной фишкой на казахстанском рынке станет Казмунайгаз.

3. Первичные размещения и новые акции в составе бенч-марка. Уже известно, что в представительский список KASE войдет Казмунайгаз, став девятой бумагой в индексе. На наш взгляд, это позитивный момент, поскольку новый качественный актив будет способствовать привлечению средств на рынок. В мае 2022 года в состав индекса были включены акции Kaspi.kz, ставшие одним из важных драйверов роста в ходе летнего ралли KASE: с середины июля до начала декабря котировки финтеха выросли на 60%. В 2023 году ожидается еще несколько крупных IPO из списка активов фонда Самрук-Казына, однако на текущий момент самым интересным выглядит размещение Эйр Астана – перевоз-

чика, который активно осваивает как внутренний рынок, так и перелеты в страны ближнего зарубежья через свой дискаунтер FlyArystan.

4. Благоприятные техническая и фундаментальная картина. Отмечаются признаки того, что индекс KASE готов выйти из бокового коридора, в котором консолидировался в октябре-ноябре. При успешном пробое верхней границы канала котировкам широкого рынка откроется возможность для подъема на 20%, к максимумам ноября 2021 года. Фундаментальный анализ всех эмитентов в составе KASE свидетельствует о среднесрочном потенциале роста на 14,6%.

5. Смягчение ДКП. Инфляционный пик в Казахстане, скорее всего, будет пройден в начале 2023 года, что позволит регулятору снизить базовую ставку с текущих 16,75%. Смягчение ДКП даст возможность уменьшить ставку дисконтирования для эмитентов, что позитивно скажется на оценке компаний в индексе KASE.

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

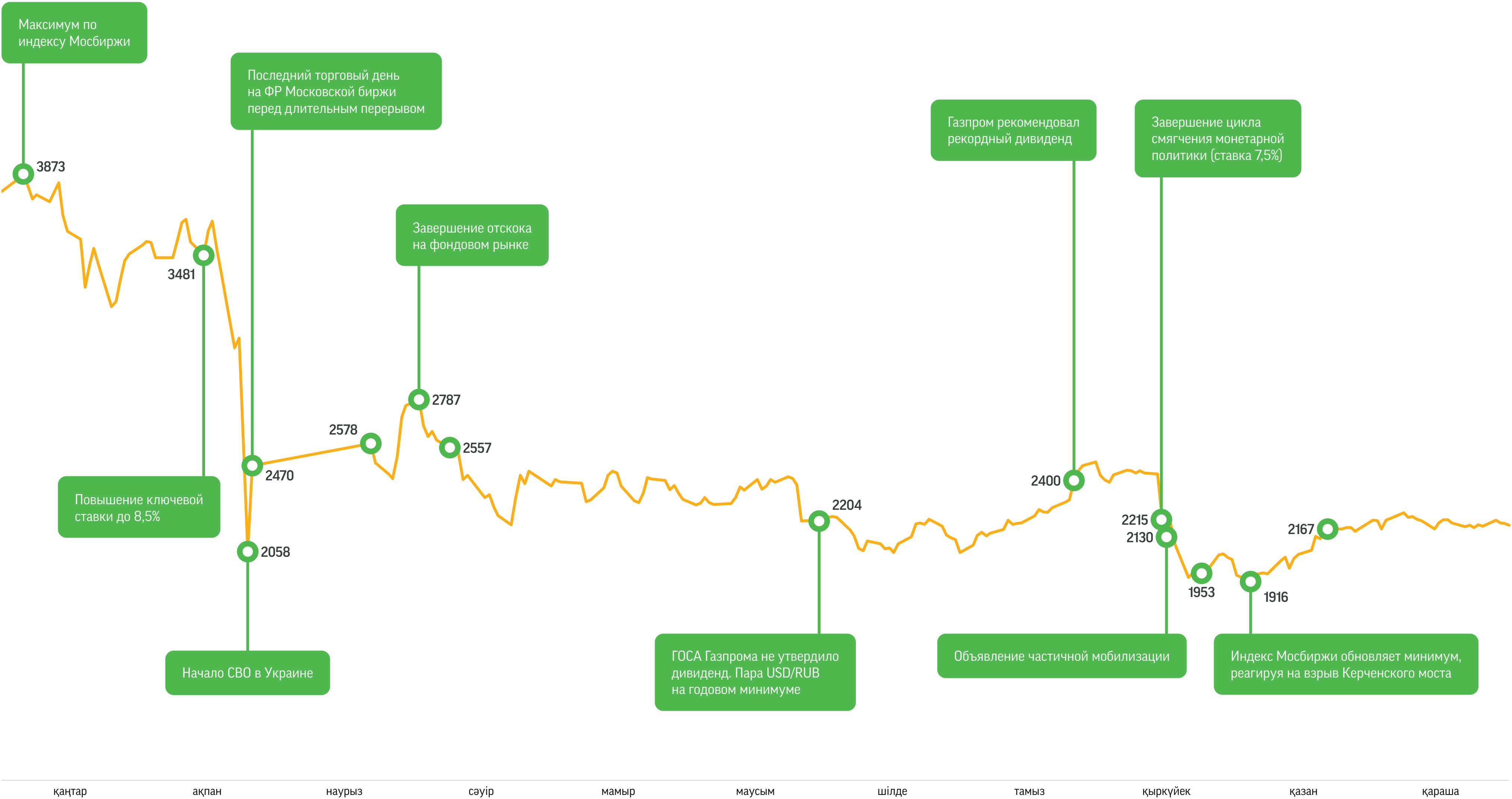


Рынок России в 2022 году (индекс MOEX)

Важные новости в одной инфографике



Инвестиционные
перспективы 2023 года
23 декабря 2022
fbin.global



Российский рынок: итоги года и перспективы

Шоковая терапия

Уходящий год оказался одним из самых тяжелых в новейшей истории отечественной биржи, однако вопреки распространенным опасениям рынок сумел избежать краха и восстановился после многочисленных шоков

В начале уходящего года российский рынок испытал жесткую встряску. За один торговый день Индекс МосБиржи терял 45%, чего не случалась и в 2008–2009-м. В отдельные моменты могло показаться, что впервые за 14 лет само существование российского фондового рынка под вопросом. Торги акциями и облигациями на Московской бирже приостанавливались почти на месяц. Таких длительных перерывов не было даже в во время мирового финансового кризиса. Индекс МосБиржи падал на шестилетний минимум. Причем за этот период на российский рынок пришло 95% всех частных инвесторов. Биржевые каникулы, временный запрет коротких продаж, ограничение кредитного плеча помогли стабилизировать ситуацию на рынке. Удалось избежать системного кризиса,

массового банкротства организаторов и участников торгов, а также инвесторов.

Шок, видимо, многому научил биржевых игроков. Реализовались риски, которые не рассматривались в качестве значимых. Перестала работать система международных рейтингов. Стали невозможны арбитражные стратегии, подразумевающие использование функций свободного международного движения капитала.

Происходили и другие события, подрывающие доверие инвесторов. В частности, собрание акционеров Газпрома неожиданно не утвердило предложенный дивиденд. Как следствие, акции корпорации рухнули, и даже после того, как спустя два месяца акционеры одобрили дивиденд, восстановление ее котировок было лишь частичным.

Российские эмитенты прекратили торговаться на зарубежных площадках. Иностранные компании сохранили листинг на Московской и СПБ Бирже, но те бумаги, которые зарегистрированы в недружественных странах и не владеют бизнесом в России, стали недоступны неквалифицированным инвесторам. Приток частных инвесторов в 2022 году снизился. Их число с начала года увеличилось приблизительно на 10%, и это минимальный прирост за много лет. Зато, благодаря уходу с рынка иностранных игроков, доля частных инвесторов в оборотах в сегменте акций достигла 75–80%. На этом фоне не оказал драматического влияния на рынок запрет на раскрытие информации эмитентами, поскольку фундаментальные факторы слабо привлекают рядового инвестора. Основное влияние на динамику котировок оказывают новостной фон и техническая картина.

Очередной шок на рынке вызвали новости об объявлении частичной мобилизации. Однако минимумы в сентябре и октя-

Георгий Ващенко,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global PLC

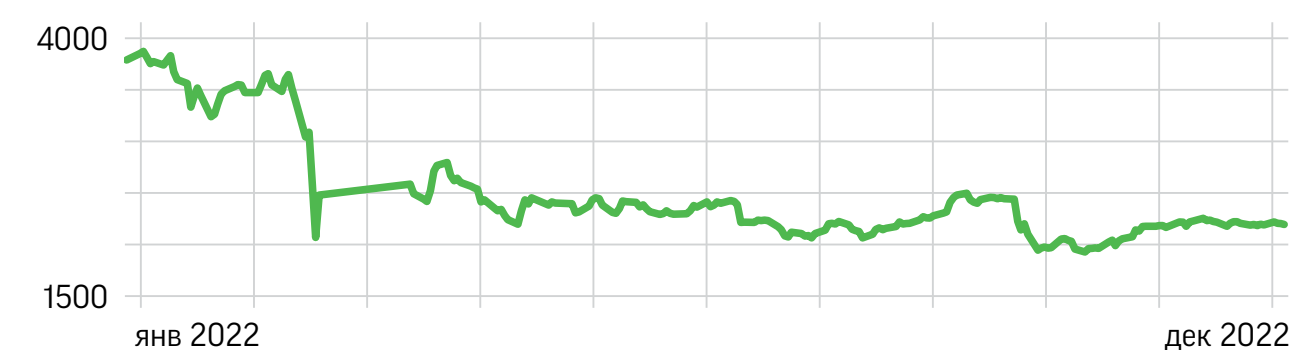


Инвестиционные
перспективы 2023 года

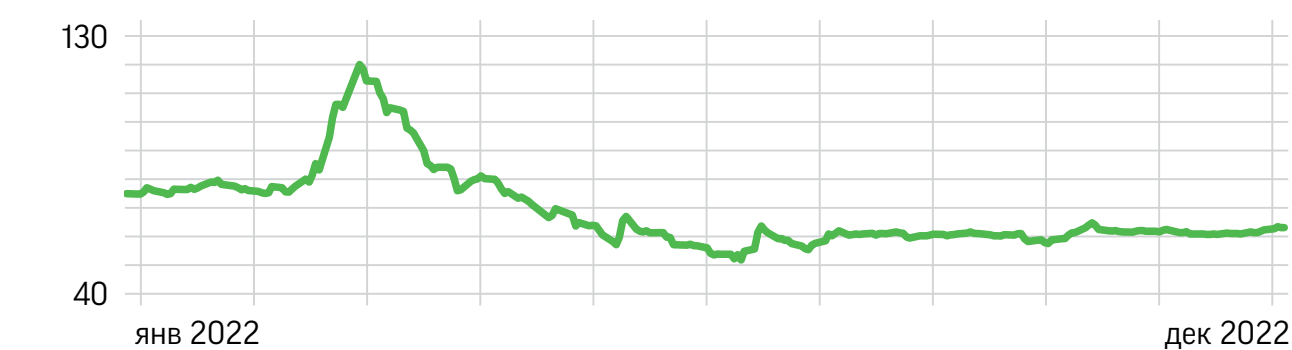
23 декабря 2022

ffin.global

Динамика индекса MOEX, 1 год



Динамика USD/RUB, 1 год



бре по основным индексам оказались выше, чем в феврале. У инвесторов укрепляется уверенность в том, что нижняя точка пройдена. Индекс РТС отскочил выше 1000 пунктов. Путь вверх, очевидно, будет длительным. Но никто не сомневается в том, что, несмотря на непростой период, российский рынок имеет хорошие перспективы для роста в будущем.

Завершается год на относительно позитивной ноте. Хотя существенного восстановления не произошло, рынок не стагнировал. Благодаря щедрым дивидендам частные инвесторы не растеряли уверенности в перспективах своих вложений. Несмотря на уход крупных фондов, на Московской бирже успешно прошли одно SPO и одно IPO на сумму около 6 млрд руб. Если в будущем уверены инвесторы и эмитенты — рынку быть.



Фондовые индексы в России и в мире



Геополитические события вызвали мощный на мировых фондовых площадках шок, сравнимый с ударом, нанесенным в 2020-м пандемией. Максимальное падение Индекса МосБиржи тогда составляло 32%, но завершился год на положительной территории. В 2022-м максимальная просадка превышала 50%, больше рынок терял только в

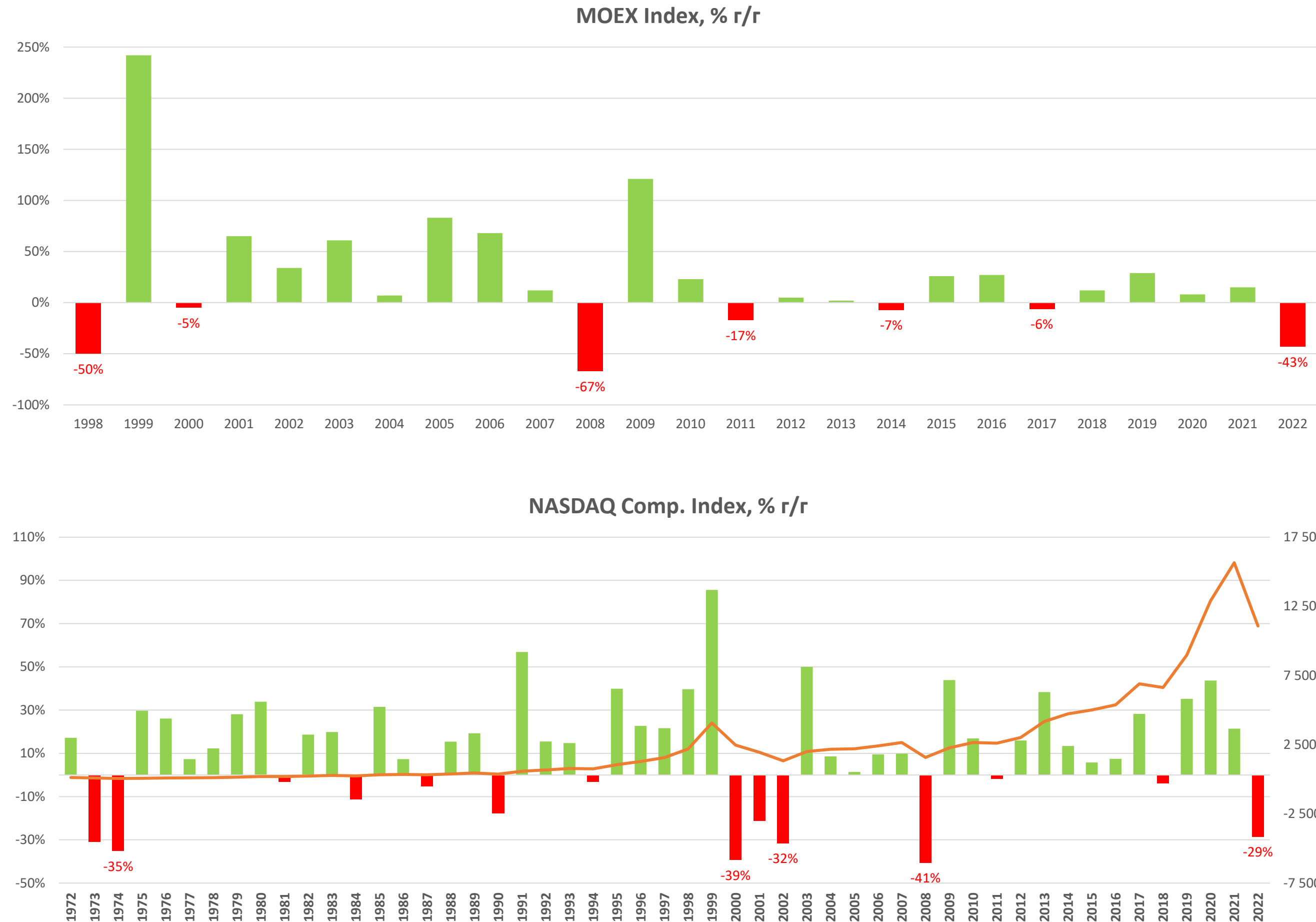
1998-м и 2008 годах. Отыграть потери не удалось: Индекс МосБиржи завершает год с одним из худших результатов в истории. Основной отечественный бенчмарк стал абсолютным аутсайдером по динамике с начала года среди основных мировых фондовых индексов. Но значительное падение

продемонстрировали большинство ведущих фондовых площадок. Абсолютным лидером роста стал турецкий рынок: индекс Стамбульской фондовой биржи с начала года вырос на 165%. При этом стоит отметить, что за этот период лира обесценилась к доллару на 40%, а инфляция составила 85%.

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Динамика акций и секторов

Единственной компанией, входящей в состав индексов МосБиржи / РТС, продемонстрировавшей положительную динамику (без учета дивиденда), стало **Фосагро**. В топ-20 лидеров роста при этом не попала ни одна из акций, входящих в основные индексы. Абсолютными аутсайдерами из числа составляющих индексы МосБиржи / РТС стали бумаги **Polymetal**, потерявшие более 70% стоимости с начала года.

Более четверти бумаг, включенных в расчет этих бенчмарков, продемонстрировали падение на 50% более (без учета дивиденда). Среди топ-10 аутсайдеров два представителя индекса МосБиржи / РТС: это Банк ВТБ и Polymetal. В секторальном разрезе положительную динамику с начала года показал только индекс акций производителей удобрений. Аутсайдером стал индекс информационных технологий.

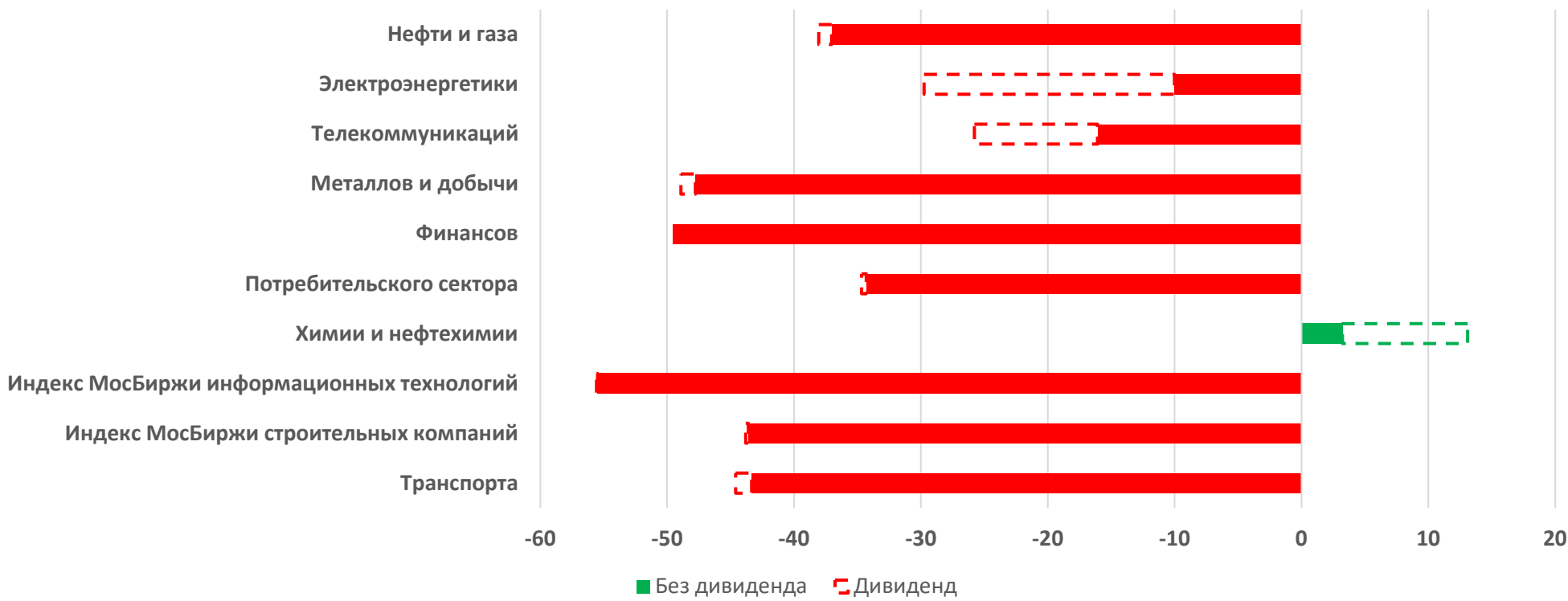
Наименьшие потери с учетом дивиденда понес сектор электроэнергетики. Не повезло и вкладчикам в фонды коллективных инвестиций. Лидерами роста стали фонды облигаций и денежного рынка, в которые ранее вкладывались мало. Фонды акций, как пассивные, так и активно управляемые, потеряли значительную часть стоимости.



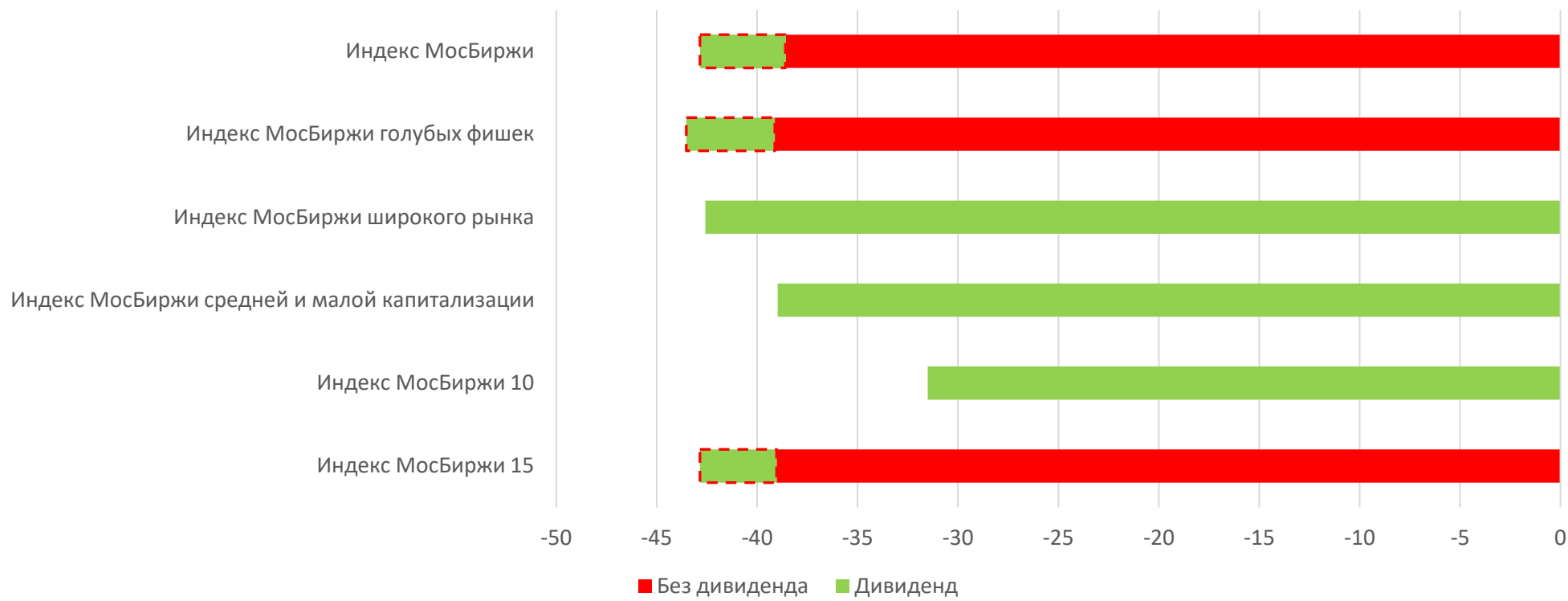
Инвестиционные
перспективы 2023 года
23 декабря 2022
ffin.global



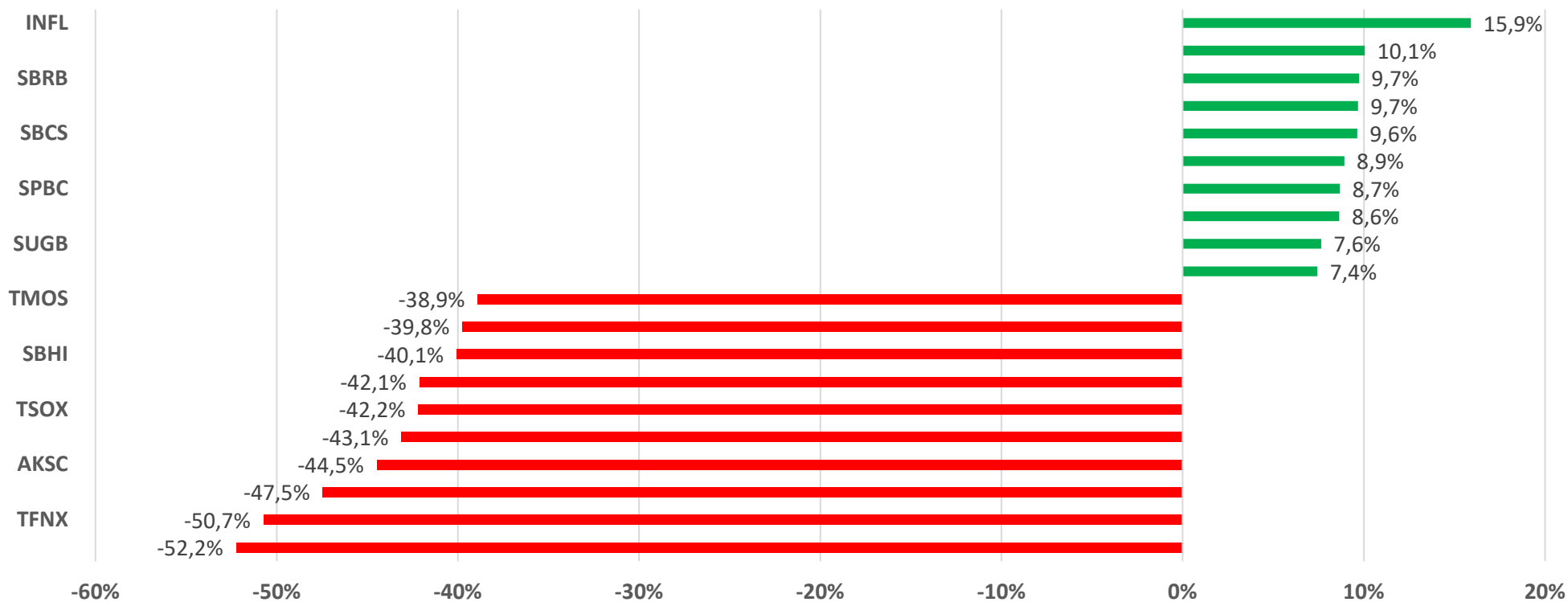
Отраслевые индексы акций



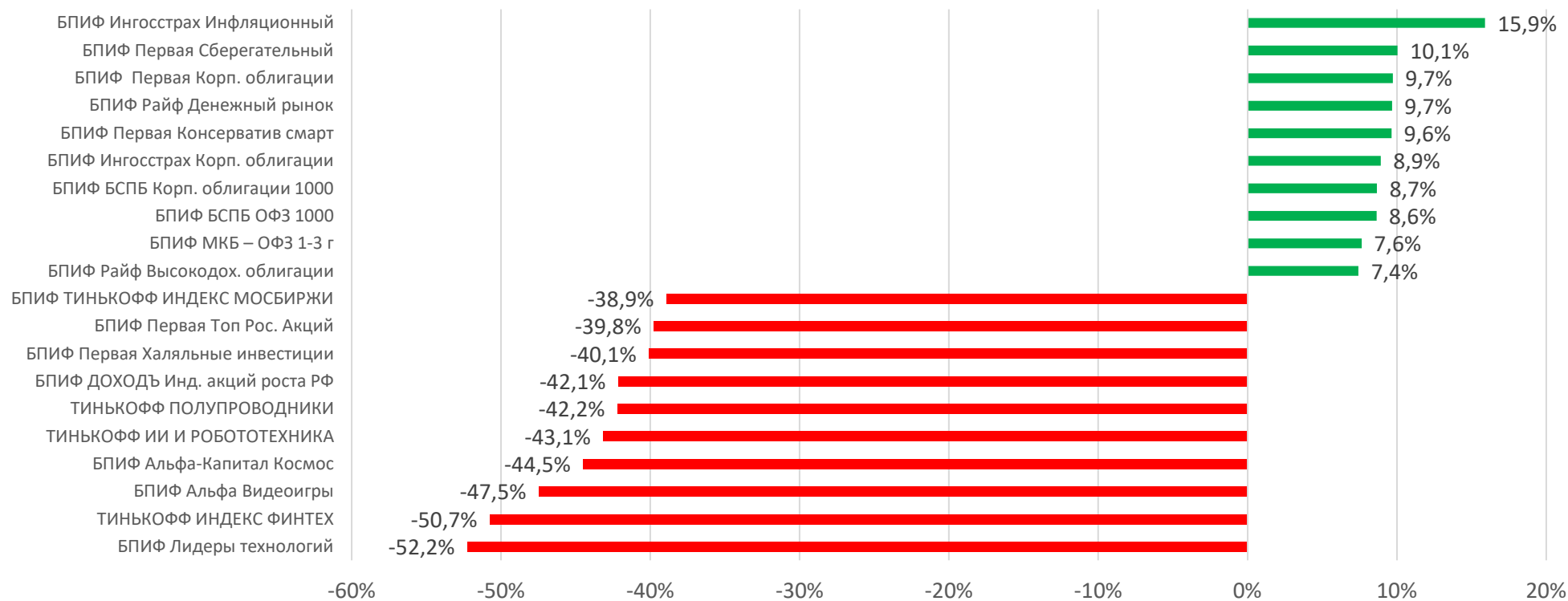
Отраслевые индексы акций



Лидеры и аутсайдеры



Лидеры и аутсайдеры



Текущая картина

Структура фондового рынка сильно изменилась. Если раньше торговые обороты генерировали преимущественно крупные фонды, то теперь 75–80% объема торгов приходится на частных инвесторов. Обороты на рынке акций в третьем квартале были на 25–40% ниже, чем годом ранее. Хотя число инвесторов достигло 22 млн, происходит отток средств. Российский рынок впервые отвязался от динамики основных мировых площадок. Это обусловлено именно уходом крупных

инвесторов – иностранных фондов, которые чутко реагировали на внешний фон. Активы иностранных игроков заморожены в ответ на блокировку ценных бумаг, принадлежащих российским юридическим и физическим лицам за рубежом. Из-за этого заметно сократился free-float – количество бумаг в свободном обращении. Отсутствие достаточного предложения провоцирует резкие скачки котировок.

Можно подытожить, что большинство торговых операций носит краткосрочный спекулятивный характер. Идеи для долгосрочного инвестирования есть, но они пользуются небольшим спросом. Иностранные ценные бумаги из недружественных стран запрещены для неквалифицированных инвесторов, и это тоже стимулирует к поиску идей среди доступных российских инструментов.



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Индекс МосБиржи полной доходности «брутто»



Перспективы рынка

Может ли российский фондовый рынок продемонстрировать отрицательную динамику в 2023 году? В его истории еще не было падения в рублевом выражении в течение двух и более лет подряд (за исключением отрезка 1997–1998 годов – менее полутора лет с момента начала расчета индекса ММВБ). Но отсутствие прецедента не означает невозможность подобного развития событий в будущем.

Перспективы фондового рынка зависят от ряда обстоятельств. Безусловно, определяющими факторами будут ситуация в экономике, геополитическая обстановка, регуляторные ограничения. При существенном ухудшении ситуации фондовый рынок может продемонстрировать значительный рост.

Сценарий инфляционного роста. В 2022 году в Турции и в 2019-м в Иране фондовые рынки продемонстрировали значительный рост (в исламской республике он измерялся сотнями процентов) на фоне галопирующей инфляции и ухудшения ситуации в экономике. Если подобный сценарий реализуется в России, население будет забирать средства из банков и охотно инвестировать, в особенности в акции компаний-экспортеров. Приток на рынок хотя бы 6 трлн руб. значительно бы его разогрел. Мы считаем реалистичным такой прогноз развития событий, но, вероятнее всего, осуществится он не в 2023 году.

Одним из триггеров ускорения инфляции является опережающий рост денежной массы к ВВП при отсутствии достаточных каналов для ее стерилизации. За год денежная масса увеличилась на 25%, до 75 трлн руб., а ВВП сократился на 4%. Сейчас государство наращивает объем заимствований на внутреннем рынке, и это позволяет аккумулировать растущую денежную массу. Но увеличивается и госдолг. Объем ОФЗ уже превысил 16 трлн руб., долговая нагрузка достигла 18% ВВП, а экономика пока сокращается. Если дефицит бюджета будет расти, то закрывать его придется за счет дополнительных займов, по которым придется повышать ставку. А это один из факторов инфляционного давления. Драйверами реализации такого варианта развития событий могут стать снижение цен и объемов экспорта, усиление санкционного давления.

Сценарий низкой инфляции. При таком развитии событий выдавливать деньги из банков на фондовый рынок будут низкие ставки по депозитам. Доходность среднесрочных ОФЗ сейчас в районе 10% годовых. В случае роста доходов от экспорта и сокращения госрасходов потребность в заимствованиях будет сокращаться. Улучшение ситуации в экономике будет стимулировать банки выдавать, а заемщиков брать больше кредитов. В рамках реализации оптимистичного сценария можно рассчитывать на то, что Индекс МосБиржи достигнет отметки 3000 пунктов.

Сценарий потепления в международных отношениях. Существенное улучшение геополитической ситуации может привести к отмене части ограничений, из-за которых фондовый рынок оказался под давлением. Инвесторы из дружественных стран будут инвестировать в России, если для них будут отсутствовать санкционные риски, движение капитала будет свободным, а валютный курс – в достаточной степени предсказуемым. Вероятность реализации такого сценария в 2023 году считаем низкой.

Сценарий ухудшения внешнего фона. Мы не исключаем значительное обострение геополитических рисков. Также возможно наступление рецессии в США (реализация этого прогноза оценивается в 63%) и в ряде стран еврозоны. Это приведет не только к коррекции цен на сырьевые товары, но и вызовет новые шоки на фондовых рынках. Реализуется редкий сценарий «двойного дна», когда фондовый индекс снижался два года подряд, причем после глубокой просадки в первый год. Такое развитие событий может негативно отразиться и на динамике российского фондового рынка. Хотя в целом он хорошо защищен от влияния внешних биржевых шоков.

Перспективы рубля во многом зависят от геополитических факторов. Отсутствие санкций в отношении биржевой инфраструктуры – необходимое условие для открытых торгов. Если реализуются геополитические риски и биржевые торги станут невозможными, то и прогнозировать курс национальной

валюты будет нельзя. Базовым считаем сценарий боковой динамики курса или незначительного ослабления рубля, при котором курс USD/RUB не вырастет выше 75. Государственная политика оказывает существенное влияние на рубль, решения, которые продолжают формировать динамику его котировок, будут приниматься ситуативно. Курс отечественной валюты не является полностью свободным, поскольку движение капитала ограничено. Государство сейчас не заинтересовано ни в укреплении, ни в резком ослаблении рубля, поэтому наиболее вероятен именно боковик.

В долгосрочном плане давление на рубль может усилиться. Это связано с сокращением объема внешнеторговых операций и значительным ростом денежной массы. По прогнозу Банка России, экспорт в 2023 году упадет на 7,5–11,5%, может снизиться и импорт. В то же время спрос на валюту в качестве защитного актива из-за геополитических рисков владения ею низок. Кроме того, угроза резкого ослабления рубля при необходимости купируется регуляторными ограничениями. С учетом всего этого мы не ожидаем обвала национальной валюты в будущем году.



Макроэкономика

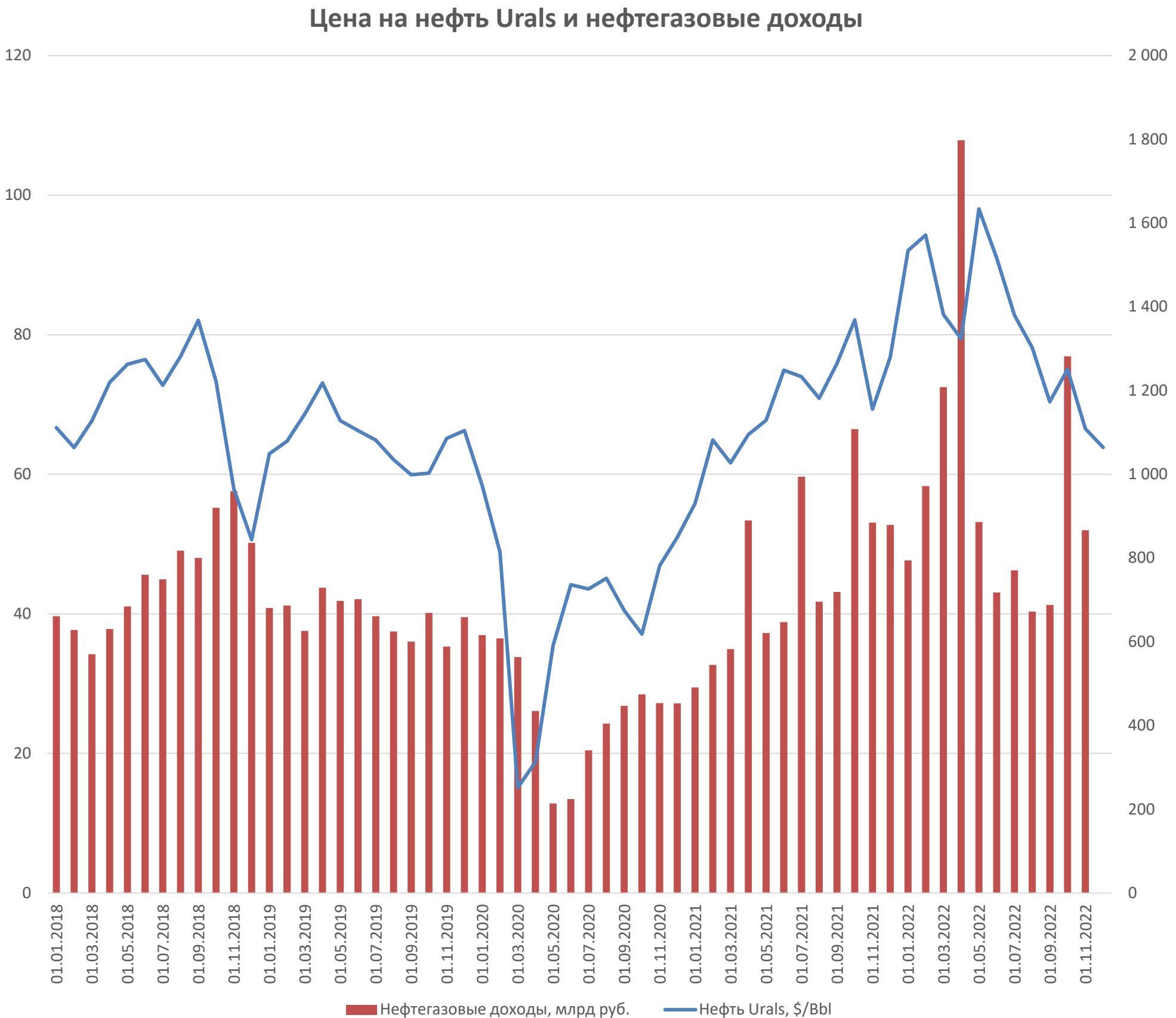
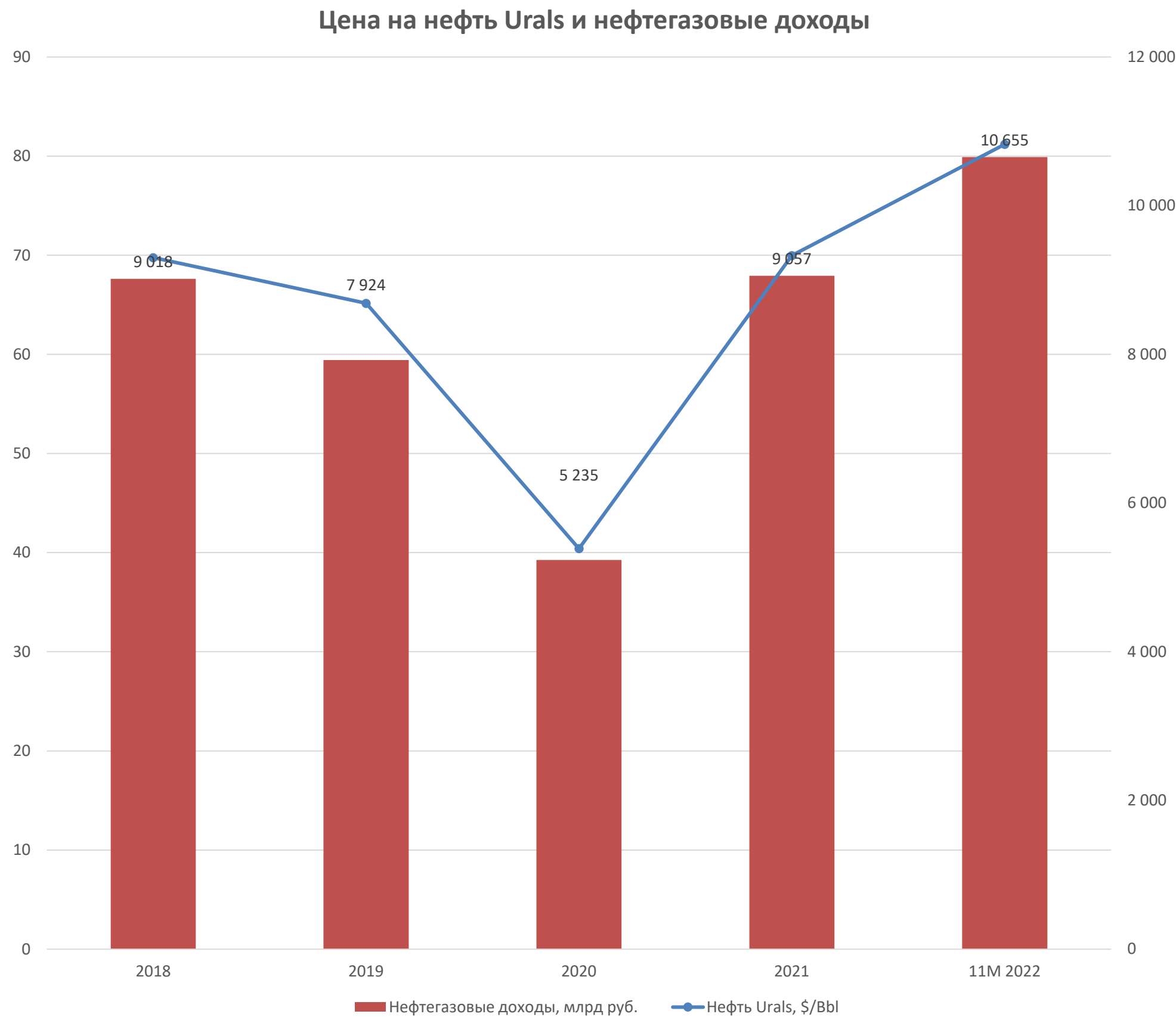


Экономика продемонстрировала высокую устойчивость в период непростых изменений. Снижение ВВП составило 4%. По прогнозу Банка России, 2023 году спад начнет замедляться, а в 2024-м ВВП прибавит 1,5-2,5%. Всемирный Банк настроен более оптимистично и считает, что выход из рецессии возможен во втором полугодии 2023 года. Оживлению экономики сопутствуют благоприятная конъюнктура цен на сырье, замедление инфляции и вливание бюджетных средств.

Инфляция снизится в диапазон 4,5-6,5%. Это будет сопровождаться смягчением денежно-кредитной политики. Ориентир по ключевой ставке: 6,5-8,5%. Темп роста денежной массы, который в этом году достиг 25%, в 2023-м замедлится вдвое. Тем не менее предстоящий год явно будет непростым. Хотя рецессия не углубится – в первую очередь благодаря росту государственных расходов и смягчению монетарной политики, – сохранится значительное санкционное давление.

Не исключено и его усиление. Параллельного импорта и импортозамещения недостаточно для полноценного удовлетворения промышленного спроса. Частные инвестиции, вероятнее всего, продолжат сокращаться. Потребительский спрос будет неустойчивым. Быстрого отскока, который последовал за отменой жестких ограничений во время пандемии COVID-19, ждать не приходится, процесс восстановления будет медленным.

Инвестиционные
перспективы 2023 года
23 декабря 2022
ffin.global



Отраслевая часть

Нефть и газ

Мировой рынок претерпевает существенные изменения. После шока 2020 года, когда ОПЕК+ пришлось резко сокращать добычу на фоне обвального падения спроса, вновь появилась неопределенность, которая может вынудить производителей менять квоты в среднесрочной перспективе. Добыча нефти в России за 11 месяцев увеличилась на 2,2% г/г, до 488 млн тонн (около 10 млн баррелей в сутки). Но это стало следствием роста объемов в первой половине года. По итогам 2022-го добыча может составить 535 млн тонн.

В декабре недружественные страны согласовали потолок цены на нефть из России, экспортируемую морским путем, на отметке \$60 за баррель. При необходимости этот лимит будет пересматриваться каждые два месяца. На момент принятия решения цена на экспортный сорт Urals была приблизительно на 10% выше установленного предела.

В краткосрочном плане потолок цен не оказывает влияния ни на нефть, ни на рубль. Ситуация на долгосрочную перспективу не прогнозируема. Цель западных стран – добиться сокращения экспорта нефти из России более чем на 4 млн баррелей в день представляется недостижимой: такой объем будет невозможно быстро компенсировать за счет поставок из других регионов, при этом в долгосрочном плане спрос будет усиливаться.

Акции отечественного нефтегазового сектора показывают разнонаправленную динамику. Котировки Газпром нефти, ЛУКОЙЛа, Башнефти и Роснефти практически отыграли падение конца сентября. Бумагам НОВАТЭКа и Сургутнефтегаза полностью восстановиться пока не удалось. Акции Татнефти и Газпрома являются аутсайдерами сектора. На цену госкорпорации давит неопределенность в отношении объема экспорта в Европу в 2023 году после разрушения Северных потоков, в результате чего доля компании на рынке Старого Света сократилась с 40% до 10%. Под вопросом остается дивиденд на будущий год, кроме того, корпорация может столкнуться с повышением налогов. В то же время почти нет сомнений, что цена на газ в первой половине будущего года будет расти из-за дефицита в Европе.

Металлургия

Уходящий год для компаний черной металлургии оказался крайне сложным. В 2021-м их экспорт восстановился к допандемийному объему 43,5 млн тонн, а в 2022-м крупнейшие производители вновь оказались в непростом положении. Запрет и квоты на импорт продукции со стороны ЕС и неблагоприятная конъюнктура цен на азиатских рынках (-25%) привели к падению загрузки производственных мощностей сектора до 80%.

Ситуация начала выправляться во второй половине года. За счет усиления внутреннего спроса выпуск металлургической продукции удалось поддержать на приемлемом с точки зрения производственных процессов уровне. Спад производства по итогам года составит около 8%, хотя данные летом прогнозы были мрачнее: тогда ожидалось сокращение производства минимум на 15% и не исключались новые остановки доменных печей. Объем внутреннего рынка с января по сентябрь увеличился на 4,8% г/г. Драйверами роста спроса выступают строительство и трубная промышленность.

Металлургические компании приостановили раскрытие важных производственных и финансовых показателей, а также выплату дивиденда, что делает невозможным фундаментальный анализ и снижает инвестиционную привлекательность бумаг сектора. Внешние риски до конца не купированы. Нельзя исключать расширения санкций, а также ухудшения конъюнктуры на зарубежных рынках в случае углубления рецессии в отдельных странах.

Акции ММК во втором полугодии демонстрировали лучшую динамику в секторе, они торгуются выше, чем в начале октября. Это связано с тем, что компания продемонстрировала относительно успешные результаты за девять месяцев 2022-го. 83% продаж пришлось на домашние регионы, доля премиальной продукции достигла 44%. ММК получил рейтинг AA+.

Восстановились до уровня сентября и котировки Северстали. По итогам девяти месяцев производство чугуна удалось вывести на уровень 2021 года, а производство стали сократилось

на 8% г/г. Продажи стальной продукции выросли на 2%. Экспорт железной руды упал на 46%.

Вероятно, держателям акций черной металлургии придется на время забыть про дивиденды. Инвестиции в бумаги производителей стали будут более рискованными, так как их бизнес сильно зависит от внутреннего рынка.

В секторе цветной металлургии дела обстояли более благополучно. Санкции его не затронули, по крайней мере в том масштабе, что сталеваров. Цена на золото сейчас в районе \$1800 за унцию, спрос на алюминий, никель и палладий устойчив. Акции ГМК, Русала, Полюса и в 2023 году будут пользоваться высоким спросом у инвесторов, дополнительным драйвером их роста станут дивиденды.

Строительство

Акции крупнейших публичных застройщиков на протяжении 2022 года демонстрировали схожую динамику. Февральский обвал удалось компенсировать менее чем на 50%, а новое снижение к годовому минимуму в октябре пока не сменилось отскоком. Инвесторы не проявляют существенного интереса к акциям девелоперов.

С января по сентябрь объем жилищного строительства в России вырос на 26% г/г, до 79 млн кв. м. В то же время количество новых проектов сократилось. Мощную встряску пережил ипотечный рынок: в мае количество выданных жилищных кредитов рухнуло на многолетний минимум, до 49 тыс. (-75% г/г), а в июне сократилось до 36 тыс. Спасти ситуацию помогла только льготная ипотека под 6% по программе господдержки, благодаря ей средневзвешенная ставка по кредитам ненадолго опустилась ниже 7%, что тоже соответствует минимальным значениям за несколько лет. В августе-октябре количество выдаваемых кредитов увеличилось до 120-130 тыс. в месяц, но это было приблизительно на 20% ниже, чем в 2021 году. Одним из последствий частичной мобилизации может стать снижение активности на рынке жилья. В то же время спрос поддерживается за счет продления действия программы льготной ипотеки.

**Инвестиционные
перспективы 2023 года**

23 декабря 2022

ffin.global

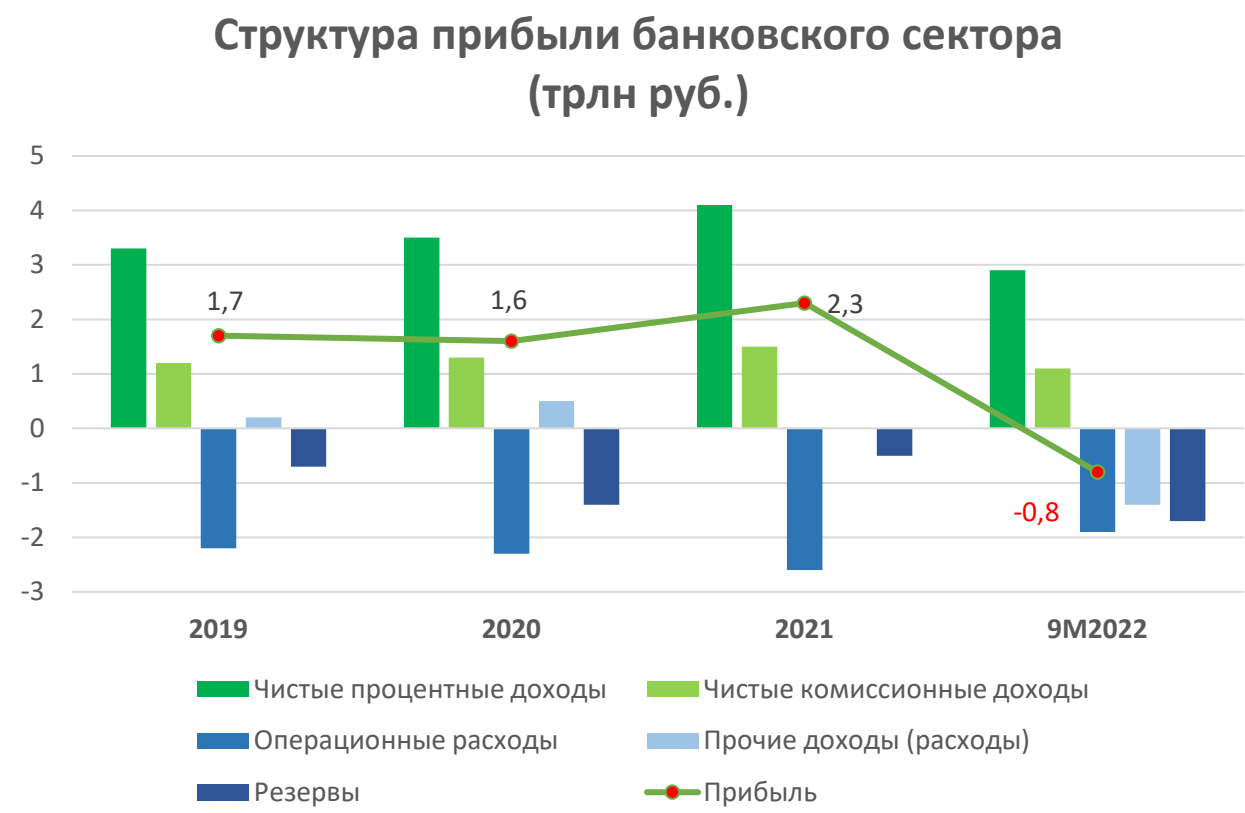
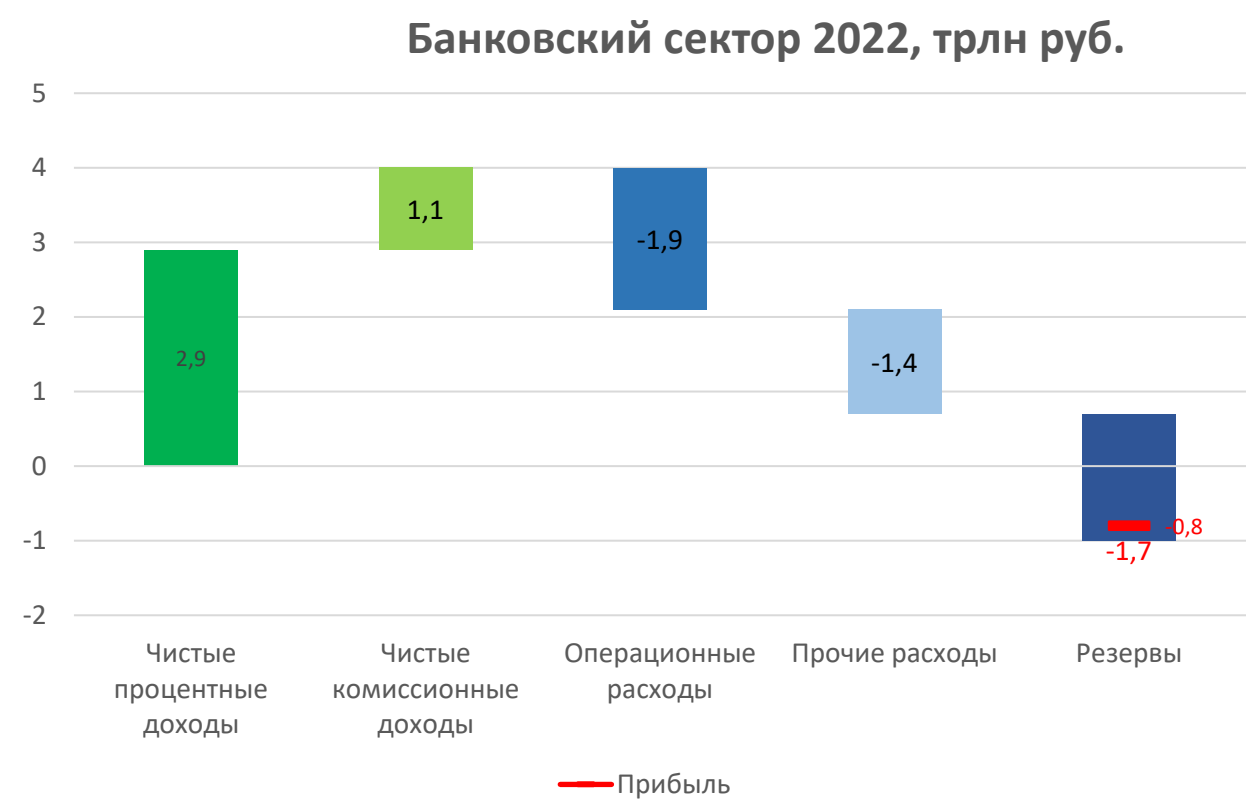


Отраслевая часть

Ситуация в строительной индустрии во многом будет зависеть от господдержки. Принято решение о продлении льготной ипотеки. На этот сегмент приходится до 80% кредитов, и повышение ставки до 10% может отсеять значительную часть заемщиков, поскольку в этом случае резко вырастет ежемесячный платеж.

В четвертом квартале Банк России приостановил смягчение денежно-кредитной политики, в результате средняя ставка по ипотеке поднялась выше 7%. Банки будут более строго оценивать заемщиков в текущей ситуации, хотя полностью отказываться от ипотеки не собираются. Регулятор планирует бороться с практиками предоставления льготной ипотеки за счет продавца. Застройщики, со своей стороны, продолжают сокращать объем новых проектов.

Первичный рынок жилья испытывает давление и со стороны вторичного. В большинстве регионов с наиболее высокими ценами жилая недвижимость начала дешеветь, что заставляет застройщиков регулировать предложение. Наиболее реалистичный сценарий в секторе на 2023 год предполагает расширение крупными игроками доли низкобюджетного жилья при сокращении продаж в натуральном выражении на 15–20%. На сегодняшний день инвесторы оценивают перспективы акций застройщиков со значительной долей скепсиса.



Финансовый сектор

Несмотря на сильные потрясения, финансовый сектор выстоял. Процентные доходы входящих в него компаний по итогам 2022-го останутся на уровне прошлого года, а комиссионные превзойдут их. Убыток банковского сектора за январь-октябрь составил 400 млрд руб. Это обусловлено созданием резервов в размере 1,7 трлн руб. (этот объем выше, чем в 2020 году). Рискосый сценарий предполагает, что банкам может потребоваться докапитализация на 700 млрд руб.

Банк России планирует с нового года отменять послабления, связанные с переоценкой ценных бумаг и валютных обязательств кредитных организаций. При этом система сохранит устойчивость. В то же время повышение нагрузки на капитал вынудит банки ужесточить политику кредитования и инвестирования. Снижение ключевой ставки может стать одним из факторов перетока средств с депозитов на фондовый рынок, хотя эффект от этого будет не слишком выраженным.

Ситуация в банковском секторе будет зависеть от потребительского и промышленного спроса, уровня инфляции и инфляционных ожиданий, а также господдержки. Оптимистический сценарий предусматривает восстановление значительной части резервов, отсутствие повышения налоговой нагрузки.

Консервативный сценарий предусматривает сокращение объемов кредитования и инвестиций в корпоративные бумаги на фоне давления на капитал. При этом докапитализация лишь покроет текущие потребности, но не даст возможности существенно нарастить объемы кредитования. Не восстановится до уровней прошлого года и спрос на заемные средства. Ставки для розничных и корпоративных клиентов в 2023-м могут снизиться меньше, чем ключевая, из-за повышенной премии за риск.

У инвесторов, вероятнее всего, будут пользоваться спросом лишь акции Сбербанка. Лидер отечественного банковского сектора раскрывает некоторые финансовые результаты, демонстрируя рост активов и объема средств клиентов. Для миноритарных владельцев бумаг TCS и Qiwi существуют связанные с иностранной структурой их собственности риски. Это будет сдерживать интерес к этим акциям со стороны крупных игроков.

ИТ-сектор

Ландшафт российского ИТ-рынка кардинально изменился. С него ушли практически все иностранные игроки, из-за чего в некоторых сегментах возник дефицит оборудования и программного обеспечения. Рынок импортозамещения в ИТ-индустрии оценивается в 200–300 млрд руб. в год, при том что потребности выше. Сказывается недостаток ресурсов и возможностей. Вместо сокращения бюджетов в непростые времена потребителям приходится их увеличивать.

Акции Positive Technologies, одного из ведущих поставщиков решений в области информационной безопасности, среди лидеров роста в 2022 году. Выручка компании за третий квартал превысила результат за все первое полугодие. Компания успешно провела SPO на сумму около 1 млрд руб. Котировки других публичных компаний, несмотря на перспективы сектора, демонстрируют худшую динамику. Бумаги Яндекса с начала года потеряли более 55%, котировки VK просели примерно на 45%.

Сектор переживает значительную трансформацию. С одной стороны, в индустрии есть определенные ниши, развитие



Инвестиционные перспективы 2023 года
23 декабря 2022
ffin.global



Отраслевая часть

которых обеспечит рост дохода компаний. С другой — сектор столкнулся с небывалыми вызовами. Наиболее острые сложности компании испытывают с импортом оборудования и программного обеспечения. Еще один негативный момент — это отток специалистов. Под влиянием этих факторов лидеры индустрии понесли значительные убытки в первом полугодии. В последнее время заметно усилилось влияние государства на ИТ-компании. Это создает риски для миноритариев, поскольку в иностранной юрисдикции зарегистрированы не только ключевые акционеры, но и сами ИТ-корпорации, владеющие российским бизнесом. Вследствие сложившейся чрезвычайно непростой конъюнктуры индекс информационных технологий продемонстрировал наихудшую динамику среди всех отраслевых бенчмарков.

Потребительский сектор

Как правило, акции компаний потребительского сектора первыми восстанавливались после прохождения острой фазы кризиса. Однако в уходящем году этого не произошло. Основная причина — снижение инвестиционной активности. Крупные фонды сократили вложения, приток частных инвесторов оказался недостаточным, чтобы вытянуть котировки отрасли вверх. Ситуация в секторе неоднородна, но в целом относительно благополучна. Многие ретейлеры, в отличие от компаний других секторов, продолжают публиковать отчетность в прежнем формате. Лидеры продовольственного сегмента продемонстрировали двузначный рост выручки, не только на фоне увеличения среднего чека, но и за счет открытия новых магазинов. Рентабельность продаж удалось сохранить на уровне прошлого года. На этом фоне котировки продуктовых розничных сетей продемонстрировали меньшую просадку и лучшее восстановление. Сильные операционные и финансовые результаты представили Fix Price и Ozon, причем онлайн-маркетплейс вышел на положительную рентабельность по EBITDA, что поддержало его котировки. Аутсайдерами стали акции М.видео и Детского мира. Они почти перестали раскрывать операционные и финансовые

результаты. Акционеры сети магазинов товаров для детей приняли решение вернуть компании статус частной и объявили о выкупе бумаг у миноритариев.

На мой взгляд, у потребительского сектора хорошие шансы на восстановление в будущем году. Компании сохраняют текущий уровень операционной рентабельности и не будут наращивать долговую нагрузку. Снижение инфляции положительно влияет на потребительский спрос и стоимость обслуживания долга. Наиболее благоприятные перспективы у Ozon и Fix Price. Мы ожидаем роста числа покупателей и увеличения среднего чека. Основной риск для миноритариев — иностранная структура собственности большинства игроков. В этой связи в сегменте продовольственного ретейла будет лидировать 100%-но отечественный Магнит.

Наши торговые идеи

Мы полагаем, что возможностей для долгосрочных инвестиций на российском рынке все еще не много. Стратегия «купи и держи» при реализации ряда сценариев может оказаться убыточной, поэтому в любом случае стоит отдать предпочтение активному управлению. В отсутствие фундаментальных ориентиров необходимо внимательно отслеживать новостной фон и анализировать техническую картину. Характер торговых операций должен предполагать горизонт удержания позиций в течение не более трех недель. Следует не допускать больших убытков в открытых позициях.

Рынок можно условно разделить на шесть сегментов

Дивидендный и доходный

К этой категории прежде всего относятся акции ФСК, Русгидро, Ростелекома, МТС. Вне зависимости от раскрытия этими эмитентами корпоративной информации можно с достаточной уверенностью рассчитывать на их благополучное финансовое положение. Все четыре компании входят в число системообразующих. Государство позволит им индексировать тарифы и будет регулировать их налоговую нагрузку таким образом, чтобы исключить экономические риски для этих эмитентов.

Можно рассчитывать на стабильный дивиденд (по госкомпаниям — до 50% от прибыли). Дивидендная доходность и темпы роста котировок могут оказаться не слишком высокими. Однако с большой вероятностью эти бумаги будут в плюсе в 2023 году.

Устойчивый

В этом списке преимущественно бумаги ведущих ИТ-компаний и ретейлеров — X5 Group, Ozon, Fix Price, Яндекса, VK, TCS, Магнита, а также МосБиржи. Их бизнесу ничего не угрожает, и даже в условиях ощутимого экономического спада они продемонстрируют рост прибыли. Единственный значимый риск для миноритариев связан с иностранной структурой владения многих из перечисленных эмитентов. Ужесточение условий для бизнеса иностранных компаний со стороны государства может сделать необходимым перенос структуры владения и управления в Россию (редомициляция). Однако миноритарии при смене юрисдикции окажутся ущемлены. На этом фоне котировки депозитарных расписок будут демонстрировать высокую волатильность. Но после устранения неопределенности относительно ведения бизнеса в России вероятен мощный отскок этих бумаг вверх.

Подвижный

Динамика котировок сырьевого сектора продолжит сильно зависеть от цен на экспортные товары, от геополитических факторов и налоговой политики государства. Риск-шансы инвестиций в бумаги Русала, ГМК Норникель, Роснефти, Полюса, Фосагро, Татнефти, ЛУКОЙЛа и других крупных экспортеров остаются высокими. Дивидендная доходность непрогнозируема. Раскрытие информации повысит прозрачность, но ориентироваться на долгосрочный потенциал роста стоит в меньшей степени. Наилучшей тактикой будут операции со среднесрочным горизонтом.

Спекулятивный

В этой группе состоят прежде всего голубые фишки: Сбербанк, Газпром, ВТБ, Сургутнефтегаз. Фундаментальные факторы



Отраслевая часть

для динамики их котировок второстепенны. Потенциальная публикация полной или частичной отчетности также не окажет существенного влияния на движения бумаг, а станет лишь поводом для непродолжительных спекуляций. Новостной фон будет определять динамику этих акций активнее, чем техническая картина. Бумаги перечисленных эмитентов стоит использовать преимущественно для кратко- и среднесрочных инвестиций. При этом необходимо строго ограничивать размер допустимого убытка от спекуляций.

Рисковый

Наибольшие риски в настоящее время, на наш взгляд, сконцентрированы в секторах строительства и черной металлургии. Раскрытие информации способно внести некоторую ясность в общую картину, но это не снимет внешние риски и не повысит инвестиционную привлекательность данных инструментов. Положительными драйверами для бумаг этих секторов при развитии оптимистичного сценария могут стать улучшение конъюнктуры рынков, снятие санкций, облегчение налоговой нагрузки.

Непрозрачный

Динамика акций стратегических компаний, контролируемых государством (Аэрофлота, Транснефти, ВСМПО, КАМАЗа) практически непрогнозируема. Не исключено, что со временем некоторые из них станут непубличными, причем миноритариям, возможно, не стоит рассчитывать на щедрую компенсацию. Новостной фон вокруг упомянутых корпораций скуден, а ликвидность относительно низка. Частным инвесторам стоит избегать долгосрочных вложений в эти бумаги вплоть до существенного улучшения геополитической обстановки и снятия санкций.



Рынок Узбекистана в 2022 году (индекс EqRe Blue)

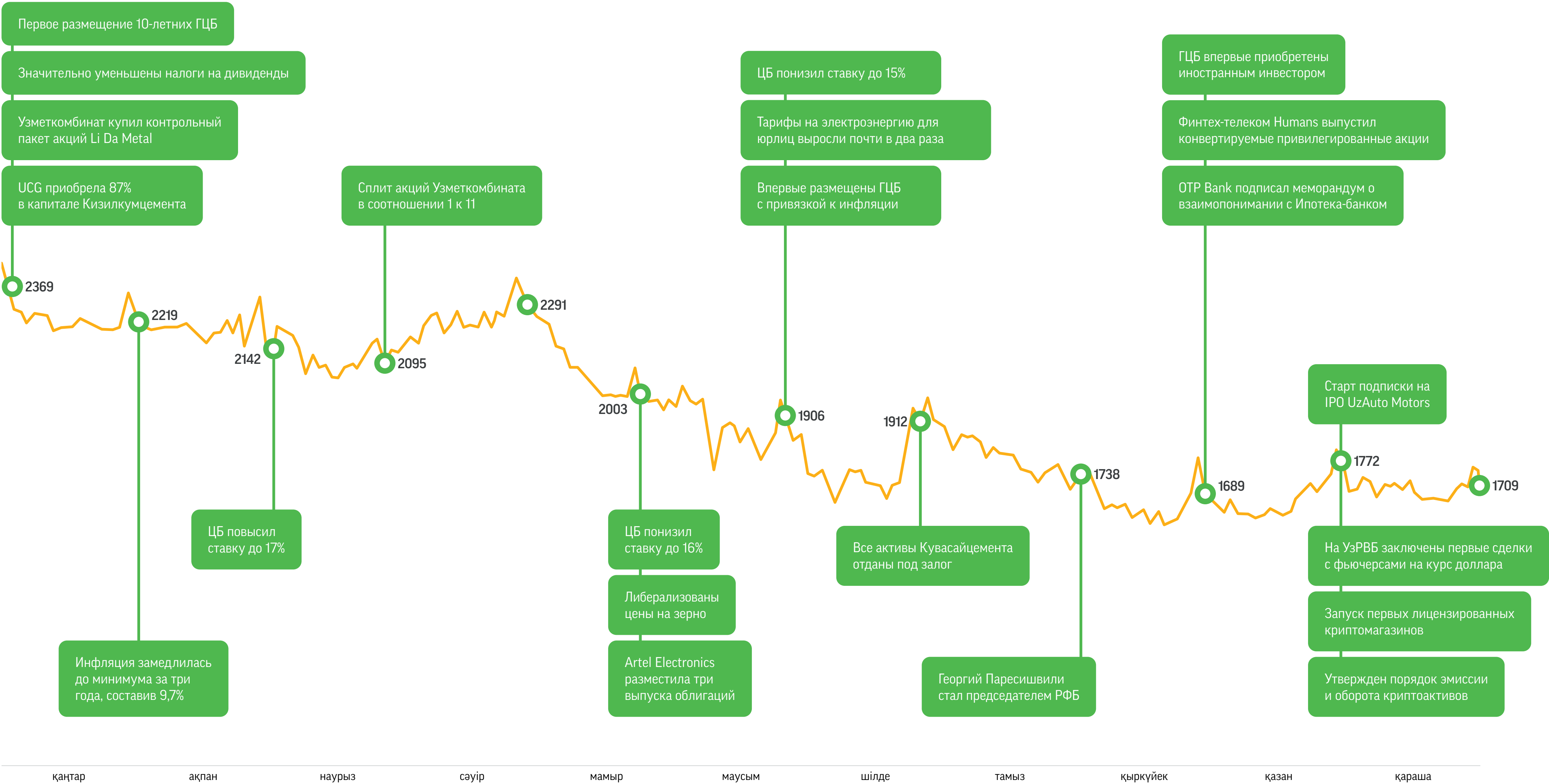
Важные новости в одной инфографике



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Рынок Узбекистана. Итоги года

В водовороте событий

2022-й стал сложным годом для EqRe Blue, который до октября в целом стабильно двигался в даунтренде, пробив вниз 1700 пунктов. Однако ряд принятых органами власти мер позволяет надеяться на постепенное восстановление в 2023-м

В **январе** значимым событием для фондовых площадок Узбекистана стало постановление президента Шавката Мирзиёева «О дополнительных мерах по внедрению эффективных механизмов поддержки рынка капитала». В соответствии с этим документом частные инвесторы освобождаются от налога на дивиденды, а для юрлиц-нерезидентов он снижается с 10% до 5%. В том же месяце начал действовать еще один правовой акт, уменьшивший фискальную нагрузку на юрлиц. В частности, с 2% до 1,5% были снижены ставки налога на имущество компаний, а выплаты в бюджет по незавершенным в нормативный срок объектам строительства сократились с 4% до 3%. Среди важных M&A-событий отметим приобретение Узметкомбинатом 51% в капитале завода по выпуску арматуры Li Da Metal Technology производственной мощностью 200

тыс. тонн в год. Эта сделка позволила эмитенту увеличить свои объемы выпуска на 20%. 86,92%-я госдоля в крупнейшем цементном заводе Узбекистана Кизилкумцемент была продана кипрскому холдингу United Cement Group (UCG) за 1,89 трлн сумов, или \$175 млн. С **февраля** локальные розничные, а также иностранные инвесторы получили возможность приобретать государственные ценные бумаги. В том же месяце было принято решение вдвое снизить пошлину на ввоз иномарок до конца 2022-го, но уже в 2023-м ее размер вернется к прежним значениям, хотя будет уменьшен дополнительный коэффициент. В **апреле** было проведено дробление акций Узметкомбината в пропорции 1 к 11. В первый день после сплита торги стартовали по цене на 10,86% выше стоимости предыдущего закрытия.



Искандар Шералиев,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 30.12.2021	Значение на 09.12.2022	Изменение, %
EqRe Blue	2364	1732	-26,73%
KVTS	4171	3300	-20,88%
QZSM	6500	3409	-47,55%
SQBN	13,00	10,69	-17,77%
URTS	25500	19998	-21,58%
UZMK	9686	7799	-19,48%
KSCM	610000	245010	-59,83%
HMKV	43,00	90	109,30%
IPTB	1,42	0,79	-44,37%
UIRM	14000	7000	-50,00%

Динамика USD/UZS, 1 год



Рынок Узбекистана. Итоги года

В водовороте событий

Проведенные в **мае** законодательные реформы по регулированию движения криптоактивов обязали майнеров регистрироваться в качестве юрлиц и оплачивать электроэнергию по повышенным тарифам. Контролирует выполнение этих требований Национальное агентство по перспективным проектам (НАПП).

В **июне** были либерализованы цены на зерно, после чего общая закупочная стоимость увеличилась с 1,55 млн до 3 млн сумов. Фермеры получили возможность продавать продукцию через товарную биржу без комиссий. Также в первый месяц лета крупнейший производитель электроники в Центральной Азии Artel Electronics разместил три выпуска облигаций с доходностью более 21% (дюрация: 365 дней), 21,5% (дюрация: 543 дня с досрочными погашением 30% выпуска после 12 и 15 месяцев) и 22,5% (дюрация: 543 дня).

В **июле** на регулярных электронных аукционах Узбекской республиканской валютной биржи (УзРВБ) впервые были проданы двухлетние госбонды с привязкой к инфляции на сумму 111 млрд сумов (\$10 млн). Купонный платеж данных облигаций рассчитывается по формуле «индекс потребительских цен плюс 6%». Таким образом, был создан первый бенчмарк для суверенных флоутеров. В том же месяце были повышены тарифы для юрлиц на электроэнергию и природный газ. В частности, ставки для АГМК, НГМК и бюджетных организаций были подняты вдвое. Данное решение было принято в русле планов по либерализации цен на энергоресурсы к 2026 году. В **августе** компания UCG, фактически владеющая Кувасайцементом и Бекабадцементом, привлекла \$100 млн долга под залог всех активов данных заводов. После заключения сделки были объявлены выкупы акций предприятий по рыночным ценам.

В **сентябре** Георгий Паресишвили занял должность председателя правления Республиканской фондовой биржи

Тошкент. Ранее предприниматель возглавлял Грузинскую фондовую биржу и занимал пост председателя наблюдательного совета Центрального депозитария ценных бумаг Грузии. Благодаря изменениям в нормативных актах, регулирующих операции на фондовом рынке, в октябре на УзРВБ была зарегистрирована первая покупка государственных ценных бумаг иностранным юрлицом. Сделка была заключена через дилера – члена биржи. Еще одним важным событием второго месяца осени стало pre-IPO телекоммуникационного финтех-стартапа Numans. Компания разместила 50 тыс. конвертируемых привилегированных акций на \$5 млн сроком обращения три года с фиксированной дивидендной доходностью 25% от первоначальной стоимости. Компания будет дважды в год выплачивать по 125 тыс. сумов на бумагу. Также в октябре OTP Bank после годового молчания вернулся к рассмотрению вопроса о покупке доли правительства в капитале Ипотека-банка.

В **ноябре** на УзРВБ были запущены первые торги валютными фьючерсными контрактами. Сделки были заключены при участии Асакабанка и Кишлок курилиш банка. В последнем месяце осени НАПП утвердило порядок выпуска и обращения криптоактивов в Узбекистане. Так, эмитировать токены имеют право лишь юрлица и индивидуальные предприниматели – резиденты Узбекистана. При этом физлица могут выпускать только невзаимозаменяемые токены (NFT). Кроме того, были открыты первые официальные криптомагазины: Crypto Trade NET и Crypto Market с уставным капиталом в \$9 тыс. и \$180 тыс. соответственно. Также в конце ноября началась подача заявок на IPO крупнейшего автопроизводителя в СНГ UzAuto Motors. Компания предлагает к покупке до 5% акций с ценовым диапазоном \$6,47–7,28. Наш таргет по бумаге – \$8,09. Компания обязуется выплачивать в виде дивидендов 30% чистой прибыли. Объем размещения может составить до \$109 млн.



Рынок Узбекистана в 2023 году

В русле мировых трендов

Основные тенденции следующего года:

1. Поддержка рынка недвижимости. Одним из самых больших и быстрорастущих секторов экономики в Узбекистане является строительный. Благодаря субсидируемым ипотечным кредитам и повышению уровня урбанизации рынок недвижимости в стране демонстрирует бурный рост в течение последних нескольких лет. Например, к сентябрю 2022-го продажи жилья выросли на 8,5% в сравнении с началом года. Мы ожидаем продолжения этого тренда в 2023-м. Во многом это будет обеспечено за счет секьюритизации ипотечных займов, расширения государственных стимулов в виде снижения налогов для застройщиков и выделения субсидий на покупку нового жилья.

2. Первые шаги в сторону зеленой экономики. Одна из главных задач Узбекистана — ускоренный переход от традиционных источников энергии к возобновляемым. Согласно стратегии развития в 2022–2026 годах, к концу этого периода 25% потребляемой электроэнергии в стране будет обе-

спечиваться за счет экологически чистых источников. Как следствие, значительная часть иностранных инвестиций направляется именно в этот сектор. С 1 июня 2023 года будет внедрена система «зеленых сертификатов», подтверждающая производство продукции с использованием экологически чистых технологий.

3. Вывод на биржу государственных компаний. В августе текущего года кабмин Республики Узбекистан утвердил сроки проведения IPO и SPO госорганизаций в 2022–2023-м. Согласно постановлению, в следующем году нас ожидает около 15 первичных и вторичных размещений, включая Uzbekistan Airways, Узтрансгаз, Кишлок курилиш банк, Узбекнефтегаз, Узметкомбинат, Узбектелеком.

4. Продолжение социально-экономических реформ. Будут приняты дальнейшие меры для защиты частной собственности, формирования постоянных источников дохода граждан и улучшения качества судебной системы. Основная цель данных изменений — рост благосостояния населения и

формирование комфортного ландшафта для привлечения инвестиций. В частности, с 1 января 2023 года ставка НДС будет снижена с текущих 15% до 12%, что окажет благоприятное влияние на частное предпринимательство. Также будут реализованы капитальные проекты на сумму \$17,34 млрд, из которых \$7,06 млрд будут привлечены за счет прямых иностранных инвестиций.

5. Либерализация рынка капитала. Минфин Узбекистана совместно с Департаментом торговли США разрабатывают проект закона «О рынке капитала», который будет принят в следующем году. Данный нормативный акт направлен на популяризацию биржевой торговли в стране, защиту прав иностранных и местных инвесторов. В частности, новый закон обяжет компании, торгующиеся на РФБ Тошкент, отчитываться о движении денежных средств, повысит прозрачность финансовых отчетов, а также позволит фондовой площадке расширить перечень биржевых инструментов.

Тимур Норматов,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Рынок Германии в 2022 году (индекс DAX)

Важные новости в одной инфографике



Инвестиционные
перспективы 2023 года
23 декабря 2022
ffin.global



Рынок Германии. Итоги года

У любой проблемы есть решение!

После успехов 2021 года, когда DAX обновил исторические максимумы на фоне постпандемийного восстановления глобальной экономики, основными вызовами 2022-го стали рекордная за много лет инфляция, которая привела к ужесточению монетарных условий мировыми регуляторами, а также энергетический кризис в Европе

Первый квартал 2022-го сразу обозначил негативный тренд, в котором немецкий рынок двигался значительную часть года. Впрочем, инвесторам это стало ясно лишь спустя какое-то время. Когда в январе индекс традиционно скорректировался на вполне приемлемые 2,6%, многим казалось, что это всего лишь очередная волна снижения в рамках восходящего тренда. Однако в конце февраля началась эскалация конфликта между Россией и Украиной, о чем ряд аналитиков предупреждали за несколько месяцев, но рынки, судя по реакции, все равно не верили в это. В итоге была запущена цепная реакция событий, которые привели к весьма существенному повышению цен на энергоносители, что, в свою очередь, подстегнуло и так уже значительную на тот момент инфляцию. Кроме того, начался затяжной цикл ослабления евро, в том числе на фоне перетока капитала в долларовые активы. Все эти факторы привели к достаточно агрессивным действиям по ужесточению монетарных условий в Европе и в мире в целом, что транслировалось в снижение котировок акций, в том числе на фоне ожидаемого снижения покупательной способности потребителей из-за инфляции и ухудшения бизнес-климата. В результате DAX обновил минимумы с ноября 2020 года, по итогам квартала потеряв 9,3%, а инфляция в марте разогналась до рекордных с 1981 года 7,6%.

Во втором квартале и далее летом ситуация продолжала ухудшаться. Хотя рынки немного стабилизировались, многие инвесторы оказались не готовы к значительному ускорению роста цен, с которыми пришлось столкнуться европейской экономике. В конце июля ЕЦБ был вынужден запустить цикл

повышения ставки впервые с 2011-го. После трех подъемов к началу декабря она достигла 2% при инфляции в еврозоне на уровне 10% в ноябре. Конкретно в Германии ИЦП продолжал повышаться до октября, достигнув 10,4% и лишь немного снизившись в последнем месяце осени. Еще одним важным событием лета стал разразившийся энергетический кризис. На фоне роста газовых котировок рынки следили за спасением главного немецкого импортера голубого топлива Uniper, акции которого за год упали почти в десять раз. Кроме того, было зафиксировано ухудшение бизнес-настроений в Германии: общий индекс деловой активности (PMI) обвалился с 55,6 пункта в феврале до 45,7 в сентябре.

Осенью ситуация стабилизировалась. Если к концу лета DAX терял 19,2% к уровням начала года, то затем индексу удалось отыграть значительную часть потерь: по итогам октября-ноября рынок вырос на 9% после того, как рост цен начал замедляться в США, а затем и в Европе. Подобная динамика инфляции позитивно отразилась на ожиданиях в отношении проводимой монетарной политики, а также на движении евро, который после четырех месяцев падения показал значительное восстановление к концу ноября. Небольшой политический кризис в Великобритании, а также вывод из строя Северных потоков уже не оказали значительного влияния на немецкий индекс широкого рынка, в том числе потому, что цены на природный газ начали резко снижаться с конца августа и вернулись к уровням декабря 2021 года. В итоге октябрь 2022-го стал для DAX лучшим месяцем почти за два года.

Данияр Оразбаев,

аналитик департамента

финансового анализа Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

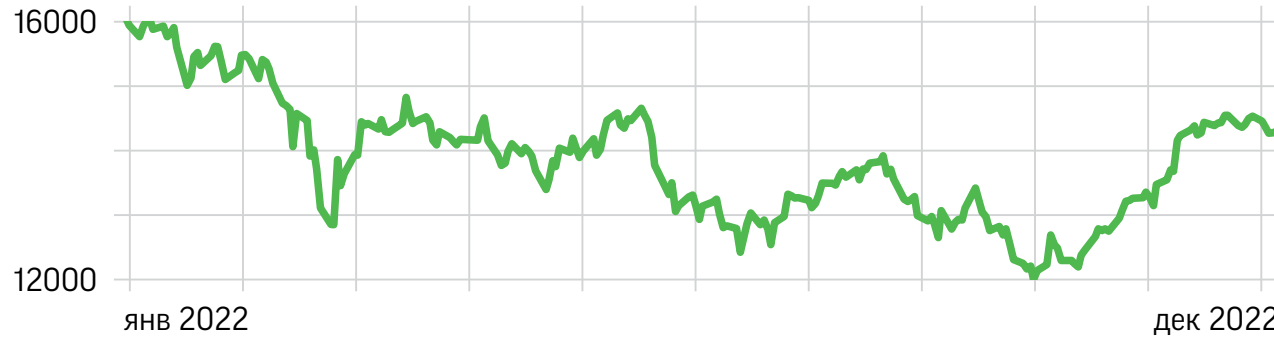
ffin.global



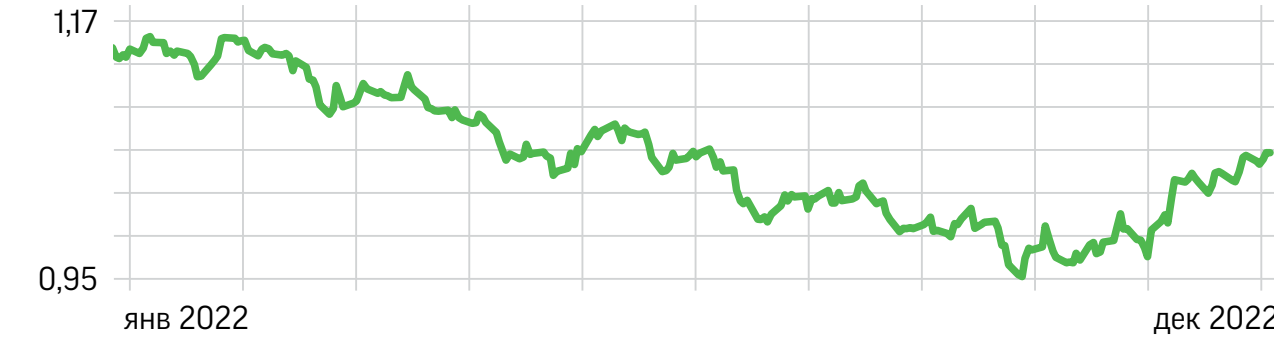
Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 30.12.2021	Значение на 09.12.2022	Изменение, %
DAX INDEX	15 884,86	14 289,97	-10,0%
LHA GR Equity	6,18	7,71	24,7%
RWE GR Equity	35,72	42,18	18,1%
CBK GR Equity	6,69	7,89	17,9%
BEI GR Equity	90,38	106,65	18,0%
DTE GR Equity	16,30	19,25	18,1%
MUV2 GR Equity	260,50	306,50	17,7%
DB1 GR Equity	147,10	172,05	17,0%
MTX GR Equity	179,40	203,90	13,7%
BAYN GR Equity	47,00	52,50	11,7%
HNR1 GR Equity	167,15	186,60	11,6%
BMW3 GR Equity	73,30	79,30	8,2%
BOSS GR Equity	53,50	52,68	-1,5%
ALV GR Equity	207,65	203,95	-1,8%

Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Рынок Германии в 2023 году

С новыми поводами для оптимизма

Основные тренды следующего года:

1. Борьба с инфляцией. Уже второй год подряд основным глобальным вызовом для большинства экономик мира, включая Германию, выступают повышенные темпы роста цен. Корни текущей проблемы уходят в 2020-2021-й, когда начались существенные перебои в цепочках поставок, а на рынок вследствие мягкой монетарной политики, проводившейся во время пандемии, поступило большее количество ликвидности. В 2022-м дополнительными драйверами роста цен стали структурные изменения на энергетическом и продовольственном рынках. Однако затем для сдерживания инфляции ЕЦБ стал планомерно ужесточать монетарные условия и, скорее всего, продолжит повышать ставку в первом квартале 2023 года. Кроме того, цены на энергоносители также постепенно нормализуются: к декабрю они откатились до уровней начала 2022-го. В сочетании с проводимой ДКП это, скорее всего, позволит увести инфляцию ниже 6%. Впрочем, на это может потребоваться определенное время. В частности, согласно ожиданиям Еврокомиссии, ИПЦ в еврозоне в 2023 году составит 6,1%. Тем не менее вероятность того, что инфляционный пик был пройден осенью 2022-го, достаточно велика.

2. Продолжение ужесточения монетарной политики. ЕЦБ в уходящем году поднял ставку впервые с 2011 года. На декабрьском заседании ставка была увеличена на 50 б.п., и эксперты прогнозируют еще как минимум одно ее повышение в будущем году. В то же время некоторые представители регулятора уже высказывались за замедление ужесточения ДКП в 2023-м. Вместе с тем в следующем году ЕЦБ намерен провести полномасштабное количественное ужесточение. Это означает, что в ближайшие несколько месяцев инвесторам нужно тщательно следить за динамикой инфляции, поскольку от этого будут зависеть решения

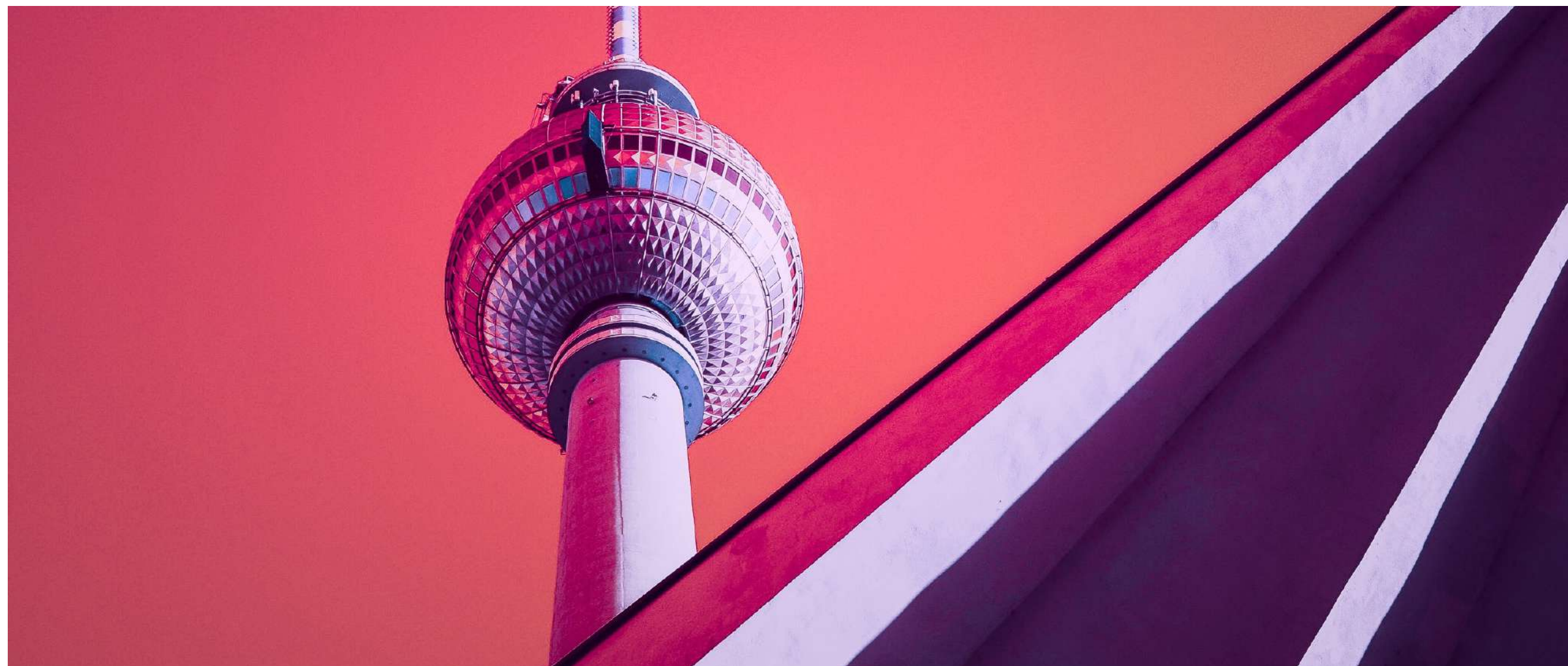
монетарных властей и, как следствие, динамика котировок широкого рынка.

3. Возможность рецессии. Еврокомиссия ожидает, что в 2023 году ВВП Германии снизится на 0,6% из-за ее высокой энергетической зависимости от РФ. Исследовательский институт Ifo прогнозирует спад экономики на 0,3% с последующим ростом на 1,8% в 2024 году. Текущие оценки выглядят пессимистичными по большей части из-за инфляции, которая вынуждает финрегулятор ужесточать монетарные условия.

4. Укрепление евро. С точки зрения классической экономической теории повышение ставок ЕЦБ должно позитивно повлиять на европейскую валюту. Однако Штаты сейчас тоже ужесточают монетарные условия, что может оказать давление на евро. В частности, доллар США занимал более

сильные позиции в 2022-м по сравнению с другими резервными валютами, поскольку традиционно рассматривается инвесторами как защитный актив. Следовательно, в случае дальнейшей нормализации ситуации на рынках можно ожидать масштабного восстановления курса евро в 2023 году.

5. Урегулирование энергетического кризиса. Поскольку Германия пострадала от него сильнее других европейских стран, правительство для решения этой проблемы намерено нарастить объем новых займов в 2023-м до 45,6 млрд евро против прежнего плана в размере 17,2 млрд евро. Кроме того, до апреля 2024-го будет потрачено 99 млрд евро, чтобы зафиксировать тарифы для частных лиц и бизнеса на электричество и газ и не допустить их роста. Эти меры могут помочь в борьбе с инфляцией и поддержать потребительский спрос.



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Итоги рынка IPO 2022 года

Лучше меньше, да лучше

Несмотря на неоднозначную конъюнктуру, некоторым из разместившихся в последние пару лет компаний удалось продемонстрировать уверенный отскок котировок

Ситуация на рынке IPO и причины его невысокой активности в 2022 году

В условиях рекордно низких ставок вышедшие на IPO за предыдущие два года компании показали значительный рост, но уже в ноябре 2021-го рынок развернулся вниз, и это движение в дальнейшем усилилось за счет резкого ускорения инфляции и повышения ставок ФРС. В результате развилась глубокая и масштабная коррекция, сопровождаемая высокой волатильностью.

В 2022 году инфляция продолжила разгоняться, а участники рынка делали все более решительные прогнозы относительно интенсивности ужесточения монетарной политики ФРС и целевого диапазона ключевой ставки. На этом фоне доходность 10-летних казначейских облигаций США выросла с 1,3% в декабре 2021-го до 3,46% том же месяце уходящего года. В свою очередь, котировки ЗПИФ Фонд первичных размещений с ноября прошлого года по 5 декабря текущего упали на 61,21% при снижении Nasdaq на 30%.

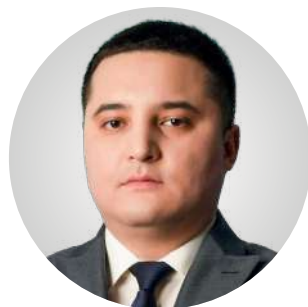
В условиях повышения ставок оценки компаний, планировавших размещение на бирже, снижались. Особенно сильно эта тенденция проявилась у быстрорастущих эмитентов, которые занимают наибольшую долю на рынке IPO. В этой связи многие компании отказались от запланированных первичных размещений, и их число в 2022 году стало минимальным последние 25 лет (исключение составил лишь кризисный 2008-й).

Котировки эмитентов, которые все же решились выйти на IPO, демонстрировали глубокое снижение на фоне ужесточения денежно-кредитной политики. В 2020-2022 годах компании, как правило, получали статус публичных, будучи стартапами, поэтому в прибыль выходили через довольно

продолжительное время после биржевого дебюта. Лишь 15% компаний, разместивших свои акции на открытом рынке в 2020 году, показали чистую прибыль в первом квартале после IPO. (Для сравнения: с 1995 года эта доля составила 43%.) Тем не менее рекордно низкие ставки в предыдущие годы позволяли инвесторам считать приоритетным долгосрочный потенциал роста эмитентов. Части молодых компаний все же удалось продемонстрировать устойчивость, увеличив выручку и маржинальность, невзирая на неблагоприятную макроэкономическую конъюнктуру.

- После публикации отчетности за второй квартал, в которой собственный прогноз EPS на 2023 финансовый год оказался в диапазоне -\$0,28-0,35 при общерыночном консенсусе на уровне -\$0,23, акции **MongoDB (MDB)** упали на 25%. Однако за третий квартал компания сумела сгенерировать EPS в размере \$0,23 против ожидавшихся -\$0,17. Это позволило менеджменту улучшить прогноз прибыли на акцию на 2023 финансовый год до \$0,29-0,31, притом что консенсус закладывает этот показатель на отметке -\$0,31.
- Котировки **ShockWave Medical (SWAV)** от минимумов, достигнутых в мае, прибавили более 95% благодаря повышению выручки (компания дважды улучшила годовой прогноз показателя).
- Акции **Array Technologies (ARRY)** оттолкнулись от минимальных отметок мая и выросли на 230%. Поддержку этим бумагам оказало принятие в США закона о декарбонизации экономики. Прогноз в отношении выручки и прибыли на акцию, который компания дала в последнем отчетном квартале, оказался выше средних ожиданий рынка.

Ерлан Абдикаримов,
директор департамента финансового
анализа Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

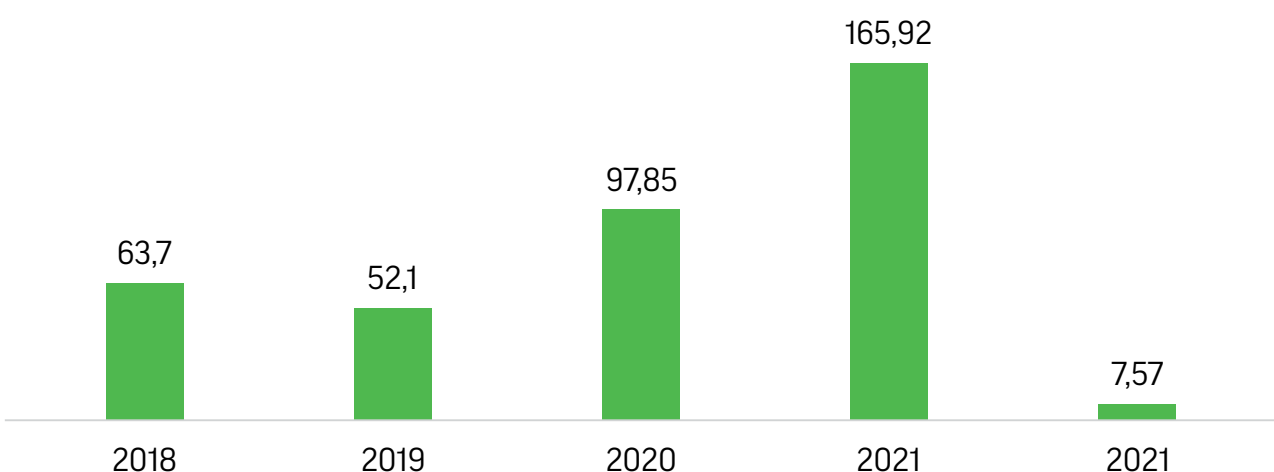
Изменения индекса NDX за 1 год



Изменения 10-леток США за 1 год (%)



Привлеченный капитал по годам, млрд USD



Перспективы рынка IPO в 2023 году

В ожидании окна возможностей

Активизации рынка IPO в 2023 году будут способствовать замедление инфляции и темпов повышения ставок ФРС

Условия восстановления рынка IPO и примеры возвращения интереса инвесторов к размещениям

Предположительно, в 2023 году рынок IPO будет постепенно восстанавливаться по мере замедления ужесточения денежно-кредитной политики ФРС и снижения инфляции. Подобный тренд с сентября уже прослеживается на бирже Гонконга: Народный банк Китая перешел к смягчению своей политики, что позволяет эмитентам с успехом проводить размещение своих акций. Например, производитель компьютерных комплектующих Hygon Information Technology привлек на IPO 10,8 млрд юаней, а спрос на его акции превысил предложение в 2000 раз.

Многие из ранее отложивших выход на биржу компаний уже подали заявки на размещение в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) и ждут их одобрения. Позитивный эффект переноса сроков размещения для ряда эмитентов состоит в том, что они получили дополнительную возможность усовершенствовать свои бизнес-модели для улучшения финансовых показателей.

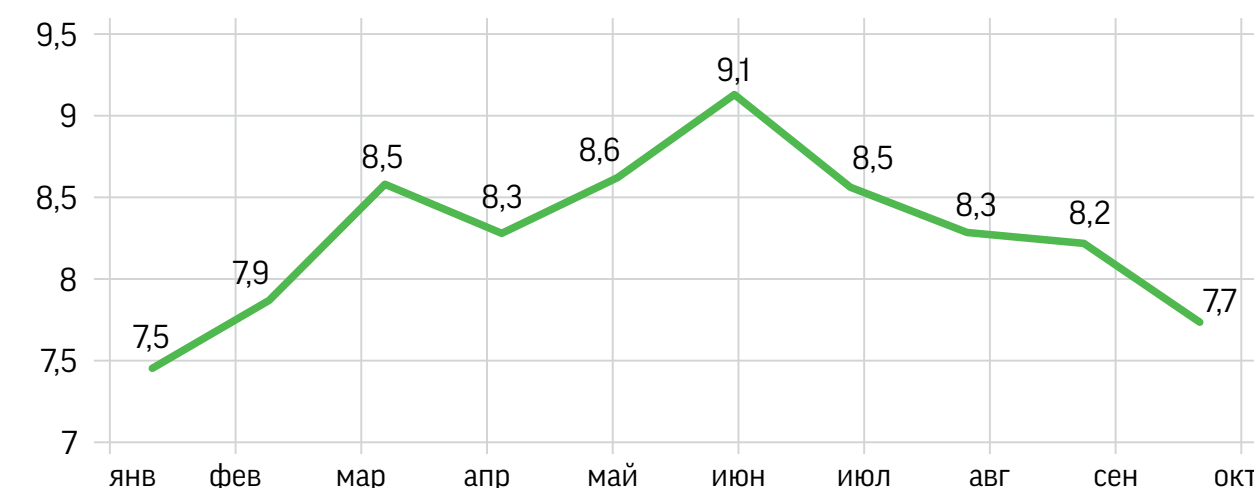
Мы видим два главных условия восстановления рынка IPO. Во-первых, необходим сильный тренд на снижение инфляции, поскольку призванное ее обуздать повышение ставки ФРС негативно влияет на оценку активно растущих компаний из-за давления на их будущие дисконтированные денежные поступления. Если доходность долгосрочных облигаций начнет падать, а Федрезерв уменьшит интенсивность ужесточения ДКП, переток капитала из акций «роста» в акции «стоимости» завершится. Во-вторых, для открытия окна возможностей на рынке IPO нужно снижение «индекса страха» VIX под отметку 20, поскольку в условиях высокой волатильности компании и андеррайтеры испытывают трудности с определением справедливой стоимости, при которой размещаемые акции будут интересны инвесторам и удастся привлечь необхо-

димый объем капитала, поэтому выход на открытый рынок приходится откладывать.

Данные инфляции в США за октябрь оказались ниже ожиданий, это ослабило давление на акции «роста» и способствовало пересмотру вниз прогнозов в отношении темпов повышения ставок ФРС. Рынок продолжает ждать отложенных в уходящем году IPO таких крупных компаний, как Stripe, Databricks и Plaid.

- **Stripe** – один из быстрорастущих представителей финтеха, оцененный в \$74 млрд. Продукты Stripe представлены более чем в 120 странах, среди ее клиентов Zapier, Slack, Google, Instacart, Amazon и Shopify
- **Databricks** – оцененный в \$38 млрд разработчик ПО для быстрой обработки больших данных и подготовки их к анализу
- **Plaid** – компания, предлагающая эффективный способ упрощения денежных переводов и платежей через привязку банковского счета к различным приложениям. В 2021 году эмитента оценили в \$13,4 млрд.

Инфляция США в 2022 году по месяцам, %



Изменения индекса IPO за 1 год, пункты





Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев
capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов
vadim.merkulov@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» оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих 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.

Размещенные в данной презентации материалы носят справочно-информационный характер и адресованы клиентам Freedom Finance. Данные сведения не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией или предложением инвестировать в акции упомянутых компаний. Перечисленные в представленных материалах финансовые инструменты либо операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Информация, содержащаяся в данном обзоре, не учитывает ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является индивидуальной задачей. Freedom Finance не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения им каких-либо торговых операций с упомянутыми в материале финансовыми инструментами и не рекомендует использовать представленные в нем сведения в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

2023 жылғы инвестициялық перспективалар



2022 жылғы 23 желтоқсан

АҚШ қор нарығы

Уақыт - даму баспалдағы

Экономиканың болжалды қалпына келтірілуі және АНС жұмсарту 2023 жылдың екінші жартысынан бастап инвесторлардың тәуекелге деген қызығушылығын ынталандырады

Қазақстан нарығы: Күрделі бастау – сенімді аяқталу

Ресей нарығы: Шок терапиясы

Өзбекстан нарығы: Оқиғалар толқынында

Германия нарығы: Әр мәселенің шешімі бар!

Инвестициялық идеялар, ең маңызды жаңалықтар және акцияларды сатып алу бойынша ұсыныстар

[Открыть российскую версию](#)



Мазмұны



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global

Freedom Holding Corp 2022 жылдың басты корпоративтік оқиғалары	3
2022 жылғы АҚШ нарығы (S&P индексі 500)	5
2022 жылдың түйінді оқиғалары. Жоғары кернеу аймағында	6
2023 жылға арналған іргелі сурет. Кедергілер жолағы арқылы өсуге	7
2023 жылға арналған макроэкономикалық болжам. Дауылда қолдың күші қатая түседі	10
Борыштық нарық: қорытындылар мен перспективалар. Тыныш айлақ бағытында	13
Негізгі портфель. Негізгі мәліметтер	15
Индустриялар мен секторлар бойынша болжам. Бейімделу кезеңі	20
2022 жылғы Қазақстан нарығы (KASE индексі)	32
Қазақстан нарығы. Жыл қорытындысы. Күрделі бастау – сенімді аяқтау	33
2023 жылғы Қазақстан нарығы. Қалпына келтіру аясында	35
2022 жылғы Ресей нарығы (MOEX индексі)	36
Ресей нарығы: жыл қорытындылары мен перспективалары. Шок терапиясы	37
Ресейдегі және әлемдегі қор индекстері	38
Акциялардың және секторлардың динамикасы	39
Ағымдағы жағдай	40
Нарық перспективалары	41
Макроэкономика	42
Салалық бөлім	43
2022 жылғы Өзбекстан нарығы (EqRe Blue индексі)	47
Өзбекстан нарығы. Жыл қорытындысы. Оқиғалар толқынында	48
2023 жылғы Өзбекстан нарығы. Жаһандық үрдістер арнасында	50
2022 жылғы Германия нарығы (DAX индексі)	51
Германия нарығы. Жыл қорытындысы. Кез келген мәселенің шешімі бар!	52
2023 жылғы Германия нарығы. Оптимизм үшін жаңа себептермен	53
2022 жылғы IPO нарығының қорытындылары. Аз болса да сапалы	54
2023 жылғы IPO нарығының перспективалары. Мүмкіндіктер терезесін күтуде	55
Байланыс	56

2022 жылғы Freedom Holding Corp. басты корпоративтік оқиғалары

FRHC Ресейден кетті

2022 жылы Freedom Holding Corp. өзінің ресейлік активтерін – брокер мен Freedom Finance банкін сату туралы шарт жасасты. Олардың жаңа иеленушісі Ресейдегі Freedom бастауында тұрған Максим Повалишин болды. Ұйымдар ребрендинг жүргізіп, атауларын «Цифра брокер» және «Цифра банк» деп өзгертіп, жаңа логотиптерін әзірледі. Ресейлік компаниялардың клиенттері өздерінің валюталық активтерін бұрынғы шоттарында қалдыра алады немесе холдингтің кез келген бөлімшесіне аудары алады.

Freedom ғаламдық қор нарығындағы мүмкіндіктерді кеңейтеді

2022 жылғы 25 қаңтарында Freedom Holding Corp еншілес ұйымы, Prime Executions FINRA реттеушісінен капитал нарықтарында жұмыс істеуге, сондай-ақ инвестициялық банкинг саласында жұмыс істеуге рұқсат алды. Бұл компанияға әлемдегі ең ірі қор нарығында IPO-ның бірлескен ұйымдастырушысы ретінде әрекет етуге мүмкіндік береді. Тимур Турлов: «Тек бірнеше қаржы компанияларында бұл FINRA рұқсаттарының жиынтығы бар және біз бұл мүмкіндіктер бизнесімізді келесі деңгейге көтеруге септігін тигізетініне сенімдіміз» - деп атап өтті.

Freedom Holding Corp. Қазақстандағы экожүйені дамытады

Холдингтің 2022 қаржы жылындағы есебіне арналған таныстырылымда FRH CEO Тимур Турлов Қазақстандағы цифрлық экожүйені дамыту туралы айтып берді. Қазір Freedom брендімен елде брокерлік, банктік және сақтандыру дивизиондары, әмбебап онлайн төлем агрегаторы, шағын несие беру және онлайн билеттерді сату қызметтері, сондай-ақ смартфондар мен байланыс қызметтерін сату желісі бар.

Холдинг 2023 қаржы жылының екі тоқсаны үшін есеп берді

2022 жылғы 30 маусымында аяқталған 2023 фискалдық жылдың бірінші тоқсанында Freedom Holding Corp. түсімі 55%-ға \$227 млн. дейін ұлғайды. Өсімнің басты драйверлері 36%-ға көтерілген және тиісінше 96%-ға көтерілген комиссиялық және пайыздық кірістер болып табылады. Өзінің акционерлері

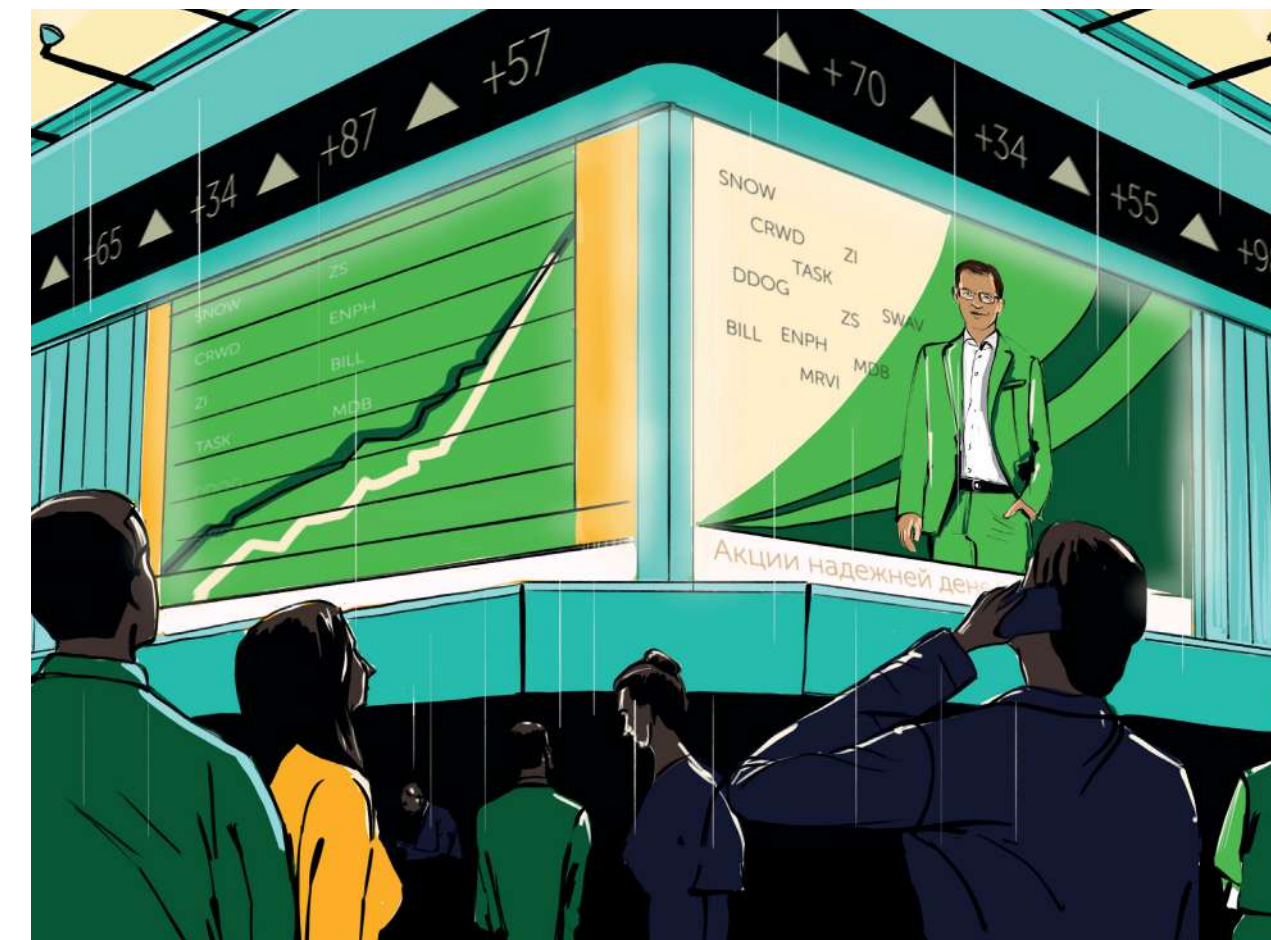
үшін Freedom Holding Corp. бір қағазға \$0,99 пайда тапты, яғни алдыңғы нәтижеден \$0,06-ға жоғары.

2022 жылғы 30 қыркүйегінде аяқталған 2023 фискалдық жылдың екінші тоқсанында эмитенттің түсімі өткен жылғы 317\$ миллионнан 180\$ миллионға дейін төмендеді. Бұл динамика 2022 фискалдық жылдағы компания «СПБ Биржа» ЖАҚ-тағы ірі қаржылық инвестицияны сатудан түскен бір мезгілдік табысты алған соң көрсеткіштің қалпына келтірілуімен түсіндіріледі. Холдингтің таза пайдасы 27,2\$ млн немесе қағазға 0,45 \$ құрады. Freedom Holding Corp активтері мен міндеттемелері сәйкесінше 4,784\$ млн. (+48% жылдық) және 4,163\$ млн дейін артты. Freedom Holding Corp. Ресейден кеткен соң клиенттер базасы 179-дан 310 шотқа дейін қысқарды.

Тимур Турлов өзінің инвестициялық портфельдің құрамын ашты

2022 жылғы мамырда CEO Freedom Holding Corp. Ұзақ мерзімді жариялық «өсу портфелін» қалыптастырып, оған 12 қағазды, атап айтқанда мыналарды қосты:

- Өз өнімдерін сатудан түскен кірісті тұрақты түрде ұлғайтатындай Snowflake (SNOW) бұлтты платформасы
- Нарықтың күтуінен асып түсетін көрсеткіштерді беретін, CrowdStrike (CRWD) және Datadog (DDOG) киберқауіпсіздік шешімдерінің жеткізушілері
- Айтарлықтай өсу әлеуеті бар Zscaler (ZS) киберқауіпсіздік бұлттық шешімдерін әзірлеуші
- Enphase Energy (ENPH) жасыл энергетиканың перспективалы секторындағы компаниялар
- MongoDB (MDB) корпоративтік секторына арналған деректер базасы мен басқа да софтверлік қызметтердің жеткізушісі
- TaskUs (TASK) аутсортинг қызметтерінің жеткізушісі
- ShockWave Medical (SWAV) медициналық жабдық өндірушісі
- Avalara (AVLR) софтверлік компаниясы
- Maravai LifeSciences (MRVI) препараттарын әзірлеу және коммерциаландырудағы көмекші
- Bill.com Holdings (BILL) финтехнологиялық компаниялар
- ZoomInfo Technologies (ZI) деректерін талдауға арналған шешімдер әзірлеушісі



- Инвестициялау көкжиегі-үш-төрт жыл, тәуекел-жоғары.
- Портфельдің нысаналы табыстылығы-80%-дан астам.

Freedom Finance Global Қытай нарығында білікті инвестор мәртебесін алды

Қыркүйек айында Қытайдың бағалы қағаздарды реттеу комиссиясы (CSRC) Freedom Finance Global компаниясына білікті шетелдік инвестор (QFI) мәртебесін берді. Бұл компанияға, демек, оның клиенттеріне компаниялардың жергілікті акцияларынан деривативтерге дейін қытайлық биржалық құралдардың кең ауқымын сатуға мүмкіндік береді. Free Holding Corp. Астанада еуропалық БАҚ өкілдеріне пресс-тур өткізді

Freedom Holding Corp Астанадағы еуропалық БАҚ үшін баспасөз-турын өткізді

Freedom Holding қазанда Қазақстанда еуропалық іскерлік басылымдар журналистерін, оның ішінде Wirtschaftswoche, Le Monde Sudinfo, La Vanguardia қабылдады. Еуропадан келген қонақтарға Қазақстанда болып жатқан цифрлық трансформация туралы, GovTech мүмкіндіктері туралы

2022 жылғы Freedom Holding Corp. басты корпоративтік оқиғалары



айтылды, сондай-ақ Freedom командасы жасайтын бірегей қаржылық өнімдер туралы әңгімеленді. Оларға цифрлық ипотека және цифрлық автокөлік несиелерін жатқызуға болады. Еуропалық журналистер Қазақстанның Цифрлық даму, инновациялар және аэроғарыш өнеркәсібі министрі Бағдат Мусинмен сұхбаттасты, «Астана» халықаралық қаржы орталығына, Орталық Азиядағы IT-стартаптар үшін ең ірі халықаралық технопарк Astana Hub және АХҚО Қаржы қызметтерін реттеу жөніндегі комитетінде (AFSA) болды.

Freedom Holding тәуелсіз аудитор ретінде Deloitte компаниясын таңдайды

Freedom Holding Corp. қаржылық есептілігінің жылдық аудитін өткізу үшін американдық бухгалтерлік есеп стандарттары (GAAP) бойынша «ірі төрттік» компанияларының бірі Deloitte таңдалды. Ол бұл постта Freedom Holding құрылғаннан бері NASDAQ және америкалық реттеуші үшін оның нәтижелерін тексеруді жүргізіп келе жатқан WSRP бухгалтерлік ұйымының орнын алмастырды. Deloitte холдингінің «еншілес ұйымдарының» есептерін халықаралық қаржылық есептілік (IFRS) және аудит (AXC) стандарттарына сәйкес тексеруде тәжірибесі бар.

Джон Роджерс Freedom Capital Markets командасына қосылады

Қараша айында бұрынырақ Citibank аналитикалық департаментін басқарған Джон Роджерс, атқарушы вице-президентінің және Free Holding Corp. америкалық «еншілес ұйымы» Freedom Capital Markets компаниясының инвестициялық комитеті мүшесінің лауазымын алды. FRHC топ менеджері Чикаго университетінде мемлекеттік-муниципалдық басқару саласында бакалавр дәрежесін, содан кейін Детройт университетінде және Пенсильвания университетінің Уортон бизнес мектебінде менеджмент және экономика магистрі дәрежесін алды. Өзінің тағайындалуы туралы Джон Роджерс «Менің басты мақсатым – біздің аналитикалық топқа қамтылған компанияларды қамтуды арттыруға және онсыз дамықты өнімдер желісін жақ-

сартуға көмектесу. Мұнымен қоса, мен біздің американдық командамен Freedom Holding Corp. АҚШ-та қатысуын кеңейту үшін жұмыс істеймін», - деді.

Freedom Қазақстандағы әлеуметтік маңызы бар жобаларды қаржыландырады

Тұщы су тапшылығы мәселесін шешу үшін Freedom Holding Corp. Маңғыстау облысында сол арқылы Ақтау қаласы мен оған жақын орналасқан ауылдардың 230 мың тұрғыны сапалы ауыз сумен қамтамасыз етілетін сорғы станциясы мен су құбырының құрылысына 2,12 млрд теңге бөлетін болады. Маңғыстау облысының әкімдігімен келісімге қол қойылып қойды. Сонымен қатар, Freedom Оралдағы ботаникалық бақ пен спорт кешенінің құрылысына 1,9 млрд теңге бөледі. Ботаникалық бақ Оралдың көркем экологиялық таза аймағында 13 гектар аумаққа салынады. Жобада рекреациялық алаң, су өсімдіктері бар тоған, алма және сирень ағаштары отырғызылатын аллеялар көзделген. Абаттандырылған аумақта қылқан жапырақты ағаштар өсетін аймақ жасалып, беседкалар мен шығыс стиліндегі композициялар, сондай-ақ жылыжай мен ұлттық тағамдар ұсынатын мейрамхана орналастырылады. Заманауи спорт кешені волейбол, баскетбол, мини-футбол, күрес және басқа да спорт түрлерімен айналысуға қажеттінің бәрімен жабдықталатын болады.

Freedom Broker «ҚазМұнайГаз» ҰК IPO-ның бірлескен ұйымдастырушысы болды

Желтоқсан айының басында жергілікті шикізат секторы үшін стратегиялық маңызы бар тігінен біріктірілген мұнай-газ компаниясы ҚазМұнайГаз акцияларды бастапқы орналастыруды өткізді. Оның үлесіне Қазақстан Республикасындағы мұнай мен конденсат өндірудің 25%, газ өндірудің 15%, мұнай өңдеудің 82% және мұнай тасымалдаудың 56% келеді. Бөлшек инвесторлар үшін өтінімдерді қабылдау 9 қараша мен 2 желтоқсан аралығында өтті, Қазақстан және Астана қор биржаларында, сондай-ақ СПБ биржасында қағаз саудасы 8 желтоқсанда басталды. IPO-ға шыққан кезде компания шамамен 11 долларға баға-

ланды 8406 млрд теңгеден. Орналастыру көлемі жай акциялардың 30,5 млн. асып кетті. 2022 жылғы 23 желтоқсандағы жағдай бойынша қағаз KASE-де 9305 бағамы бойынша саудаланды. Біздің мақсат – 12 800 теңге, ал орналастыру бағасына апсайд шамамен 52%-ды құрады.

Freedom Finance Europe Еуропалық клирингтік орталық EuroCCP тікелей мүшелігін алды

EuroCCP Freedom Finance клиенттеріне ірі жалпыеуропалық қор биржасы болып табылатын Cboe Europe-ке, сондай-ақ аймақтағы басқа биржаларға тікелей қолжетімдікті қамтамасыз етеді. Жаңа мәртебе FFE-ге прайм-брокерлер түріндегі делдалдарсыз тікелей Euroclear-ге тікелей есеп айырысуға және клиенттік тапсырыстарды орындауға мүмкіндік береді. Сонымен бірге, EuroCCP мүшелігі мәміленің барлық қатысушыларына қосымша қорғауды қамтамасыз етеді.

Freedom Finance Europe Афинада кеңсесін ашты

Компанияның Грекиядағы бірінші кеңсесі 2022 жылдың қарашасында жұмысын бастады. Осы уақытқа дейін грек клиенттері Freedom24 онлайн платформасы арқылы 23 000-нан астам инвестициялық шот ашып, 150 000-ға жуық транзакция жасады. 2023 жылға арналған FFE жоспарлары Грекияда да, жаһандық қаржы нарықтарында да бизнесті кеңейтуді қамтиды. Компания жаңа банктік қызметтерді іске қосуды, инвесторлар үшін білім беру бағдарламаларын құруды және Freedom24-тің барлық пайдаланушылары үшін қолжетімді өзінің экожүйесін жетілдіруді жоспарлап отыр.



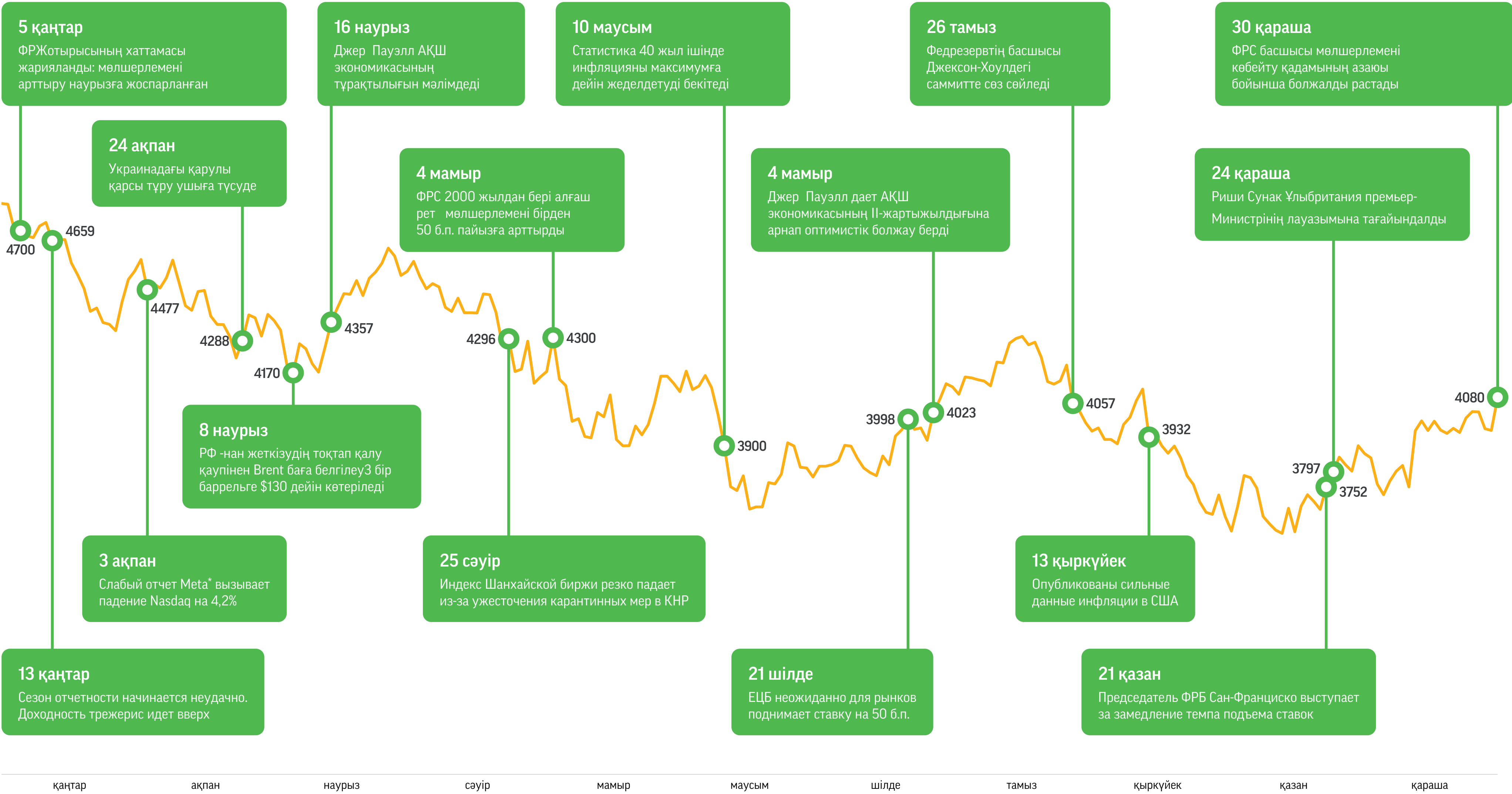
2023 жылғы инвестициялық перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global

2022 жылғы АҚШ нарығы (S&P 500 индексі)

Маңызды жаңалықтар бір ақпараттық кестеде



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



* Экстремистік қызметті жүзеге асыру негіздері бойынша Meta Platforms Inc.-тың Facebook және Instagram өнімдерін Ресей Федерациясының аумағында жарнамалауына тыйым салынған.

2022 жылғы түйінді оқиғалар

Жоғары кернеу аймағында

Инвесторлар үшін аяқталып жатқан 2022 жыл жоғары нарықтық мультипликаторлар мен инфляциялардан басталды, бұл АНС бірте-бірте қатайтылуын күтумен және қаржылық жағдайдың нашарлауымен қатар жүрді. Сонымен бірге, корпоративтік кірістің өсуіне қатысты жалпы нарықтық болжамдар оптимистік болып қалды. ФРС риторикасының қатайтылуы трежерис кірістілігінің өсуін ынталандырды, бұл банк секторының бір мәнді емес есептерімен, сондай-ақ инфляцияның тұрақты үдеуін көрсететін деректермен қатар қаңтардың екінші онкүндігінің басынан бастап позициялардың бекітілуіне себеп болды. Ақпан айында орташа теріс үрдіс Meta* (META) акцияларының сатылуы, инфляцияның жалғасып келе жатқан үдеуі және Украинадағы қарулы қақтығыстың шиеленісуі сияқты факторларға байланысты болды.

Наурыздың екінші жартысында Биржалардағы көңіл-күй мынадай өзгерді: инвесторлар ФРС төрағасы Джером Пауэллдің жігерлендіретін риторикасының арқасында индекстердің төмендеуін сатып ала бастады. Реттеушінің басшысы АҚШ экономикасын тұрақты деп сипаттап, оның мөлшерлемелердің өсуіне төтеп бере алатынына сенім білдірді. Украинадағы шиеленістің нәтижесінде АҚШ пен Қытай арасындағы қарым-қатынастың нашарламағаны да нарықта оң әсер етті.

Сәуірдің басынан мамырдың ортасына дейін нарық үздіксіз дерлік құлдырай бастады. Сатуға ФРС мөлшерлемені көтеру қадамының 50 бит-ке дейін көтерілуі мүмкін екендігі туралы сигналдары себеп болды. Бұл ФРС мөлшерлемесінің шекті бағалауларына итермеледі және нәтижесінде он жылдық трижерс кірістілігін 3% белгісіне дейін итермеледі. Жекелеген IT-компаниялардың әлсіз есептері, сондай-ақ Қытайдағы қатаң коронавирустық шектеулер қор нарығының құлдырауының тереңдеуіне ықпал етті. Бұдан кейін қысқа мерзімде көтерілу болды, бірақ инфляцияның рекордтық үдеуін тіркеген деректер жарияланғаннан кейін 9 маусымнан бастап «аю» үрдісі жаңа күшпен қайта жалғасты. Шілде айында инвесторлардың көңіл-күйі тұрақтанды. Макроэкономикалық жағдайдың

нашарлауына, сондай-ақ жақсы маусымға байланысты 2023 жылы АНС жеңілдету мүмкіндігі туралы алыпқашты әңгімелер, сондай ақ екінші тоқсан үшін есептіліктің тәуір маусымы және РФЖ басшысының оптимистік бағалауы екінші жартыжылдықта S&P индексінің белгілемесінің тамыздың ортасына дейін артуына алып келді.

Тамыздың екінші жартысында көтеріңкі көңіл-күй басылды. Джером Пауэлл ОБ жыл сайынғы Джексон Хоул саммитінде сөйлеген сөзінде инфляция «бақылауға алынғанша» ФРЖ негізгі мөлшерлемені көтеруді жалғастыратынын растады. Нарық реттеуші басшысының АНС мерзімінен бұрын жұмсарту қаупі туралы ескертуін нарық мөлшерлемені шектеуші деңгейде ұзақ уақыт ұстаудың белгісі ретінде қабылдады. Тамыз айындағы инфляция деректері тағы да болжамнан жоғары көрсеткішті тіркеді, бұл қазан айына дейін созылған құлдырау үрдісінің дамуына негіз болды. Баға белгіленімдерінің айтарлықтай төмендеуі және инфляцияның шарықтау шегінен өтуіне деген үміт баға белгіленімдерінің жергілікті жоғары жаққа өзгеруіне драйвер болды. Өсімге ФРЖ Сан-Франциско басшысы Мэри Дейлидің негізгі мөлшерлемені көтеру қадамының жоспарланған тарылуы туралы мәлімдемесі ықпал етті.



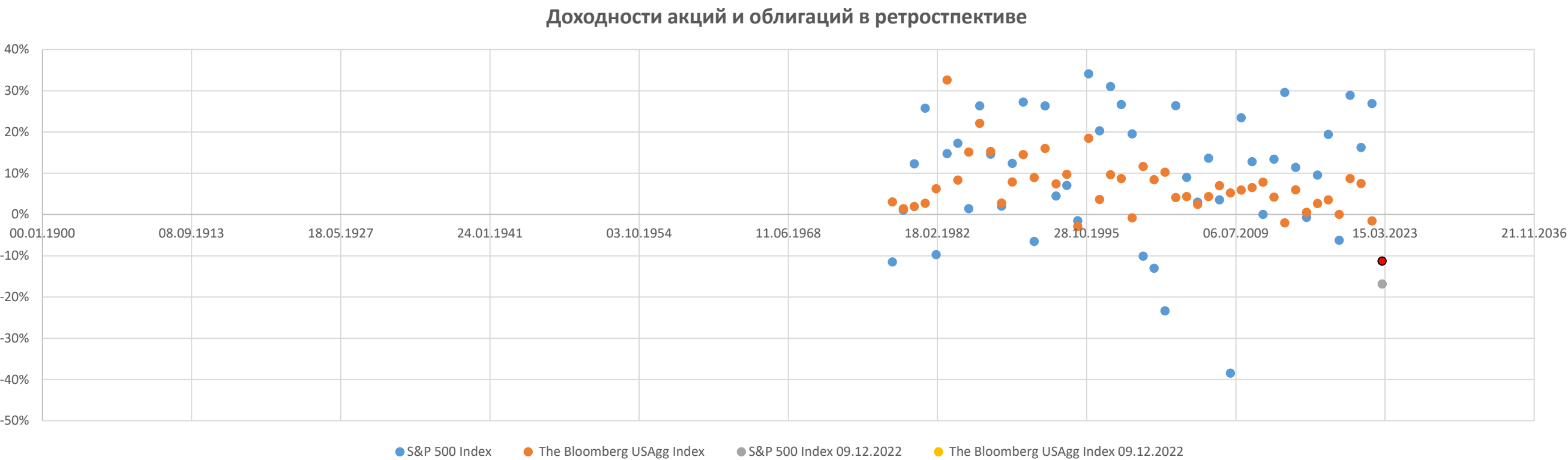
Игорь Ключнев,
Freedom Finance Global
Даму және халықаралық ынтымақтастық
департаментінің кеңесшісі



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



2023 жылға түбегейлі көрініс

Кедергілер жолағы арқылы өсуге

2023 жылға арналған базалық жағдай ретінде біз бірінші жартыжылдықтағы қалыпты рецессияны қарастырамыз. Біздің бағалауымыз бойынша, АҚШ-тың ІЖӨ екінші тоқсанда тоқсан сайынғы көрсеткіштерде теріс динамика көрсетеді. Бұл 2023 жылдың қаңтар-маусым айларында ІЖӨ өсу болжамдарының нашарлауымен, болжанған еселік мәндерге қысыммен, сондай-ақ инвесторлардың тәуекелді активтерге инвестициялаудан бас тартуымен бірге жүреді. Біздің базалық болжамда біз экономикалық белсенділіктің төмендеуін, жоғары инфляцияның жалғасуын және жұмыссыздықтың өсуін қосамыз.

Бұл 2023 жылы ЖІӨ 3,3%-ға төмендеуіне алып келеді. Сонымен бірге, жеке тұтыну шығындарының негізгі баға индексі (Core PCE) келесі жылдың соңына қарай баяулауын жалғастырады және 3,4% жетеді, бұл ФРЖ-ға базалық мөлшерлемені 50 б.п. төмендетуге мүмкіндік береді деп болжаймыз. Үшінші және төртінші тоқсандардағы экономикалық белсенділіктің қалпына келуі, сондай-ақ ФРЖ-ның 2024 жылы монетарлық саясатын жеңілдетуге көшуінің күтулері 2023 жылдың екінші жартыжылдығында тәуекел сұранысының өсуін ынталандырады. Төмен базалық әсерді іске асыру және инфляциялық қысымды әлсірету 2024 жылы маржиналдықтың қалпына келуіне әкеледі, соның арқасында EPS 9%-ға артады. Егер бұл күтулер іске асырылса, 2023 жылдың соңында форвардтық P/ (P/E NTM) мультипликаторының әділ құны 16-ны құрайды (сценарийлерді салыстыру және S&P мақсатты мәні 500 төменде қараңыз)).

2023 жылы нарық үшін тәуекел

- Инфляция. Қараша айында BofA активтерді басқарушылар арасында жүргізген сауалнамасына сәйкес инфляция күрделі сипаттағы нарық үшін ең маңызды қалдық тәуекел болып қала береді. Егер инфляция 2023 жыл бойы жоғары болып қала берсе, ФРЖ оны бәсеңдету үшін неғұрлым агрессивті шаралар қабылдауға мәжбүр болады. Бұл жағдайда мөл-

шерлеменің ең жоғары деңгейі 6% және одан жоғары болуы мүмкін, ал реттеуші оны бұрын күткеннен ұзағырақ уақыт ұстайды. Бұл нарықтың болжалды мультипликаторына айтарлықтай қысым жасайды. Сонымен қатар, қатаң АНС экономикаға неғұрлым айқын теріс әсер етеді және EPS төмендеуі жоғарыдағы келтірілген сценарийден тереңірек болады.

- Рецессияның ұзақтығы. Біздің базалық болжамымызға бірінші тоқсанда ЖІӨ нөлдік динамикасын және екінші тоқсандағы теріс өсуді (тқ/тқ) қосамыз. Біз ұзақ мерзімді рецессия сценарийін жоққа шығармаймыз, дегенмен жыл соңында АҚШ ЖІӨ-нің айтарлықтай төмендеуі, біздің ойымызша, еңбек нарығындағы қолайлы жағдайға және тұрғында шотындағы айтарлықтай артық қаражатқа байланысты болуы екіталай. Сонымен бірге экономиканың әлсіз теріс динамикасының ұзаққа созылған кезеңінің тәуекелдері бар, бұл бірқатар салалардағы қалпына келтіру серпінін жалғастырумен және өндірістік циклдардың ұзақ мерзімді кезеңдері бар жекелеген секторлардағы іскерлік белсенділіктің әлі тіркелмеген нашарлауымен байланысты.
- ФРЖ саясаты. Біз базалық сценарийге инфляцияның тұрақты баяулауы және экономиканың әлсіреуі жағдайында 2023 жылдың соңында Федрезерв мөлшерлемесін төмендетуді қосамыз. Бұл ретте реттеуші басшылығының жоғары мөлшерлемелерді ұзақ уақыт бойы ұстап тұру туралы айтқанын ескереміз. Соңғы онжылдықтардың статистикасы көрсеткендей, Федрезерв мөлшерлемені алты айдан астам ең жоғары деңгейде ұстап отыр. Реттеуші 2017 жылдан 2019 жылға дейін активтер балансының қысқаруын бір рет қана жүзеге асырды, сондықтан бүгінгі таңда бұл шараның экономика мен нарыққа ықтимал әсерінің бірыңғай бағасы жоқ. Сонымен қатар, QT әсерінің белгісіздігі жүйедегі өтімділікке қысым жасайды.
- EPS бойынша консенсус төмендеген кезде нарық сентиментінің нашарлауы. акцияға шаққандағы, атап айтқанда, spglobal.com жариялаған және жетекші инвестициялық

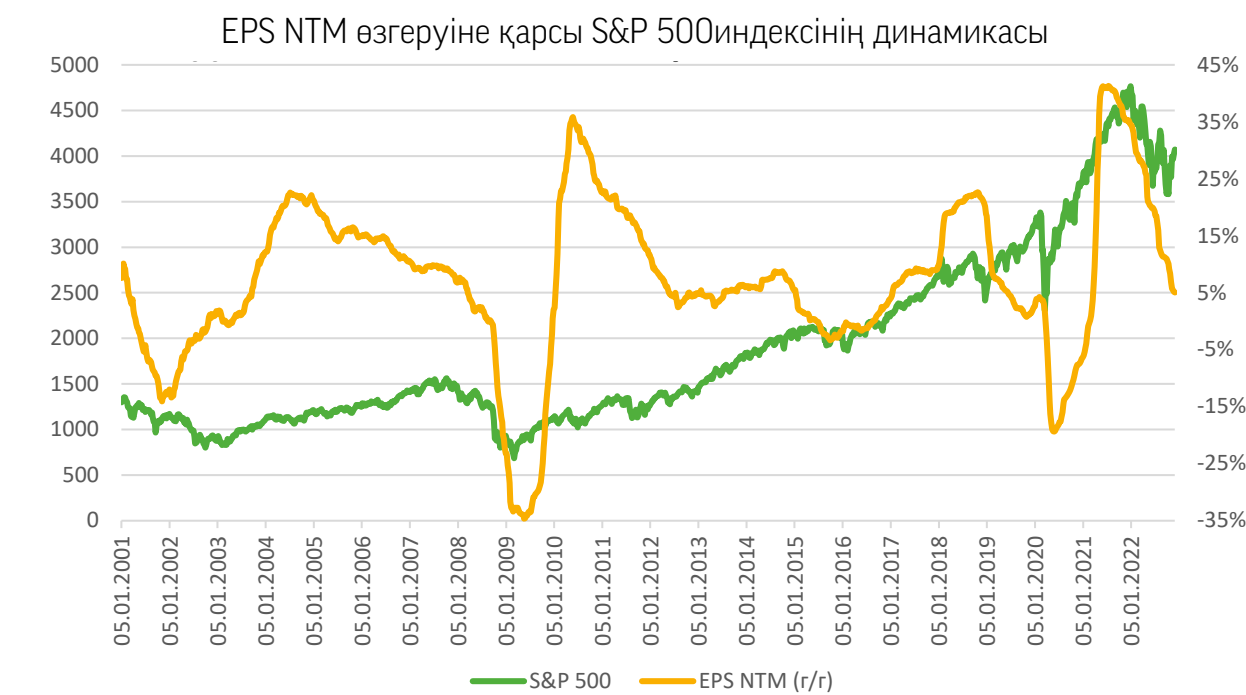
Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

банктердің соңғы болжамдарына енгізілген, пайда динамикасы, біздің ойымызша, нарықтық баға белгіленіміне ішінара енгізілген. Bloomberg және Factset консенсусы желтоқсан айының басына S&P 500 эмитенттерінің EPS көрсеткіштерінің сәйкесінше 6,9% және 5,6% деңгейінде ұлғаюын болжайды, бұл макроэкономикалық жағдайдың күтілетін нашарлауы жағдайында төмендеу әлеуеті сақталып отырғанын көрсетеді.



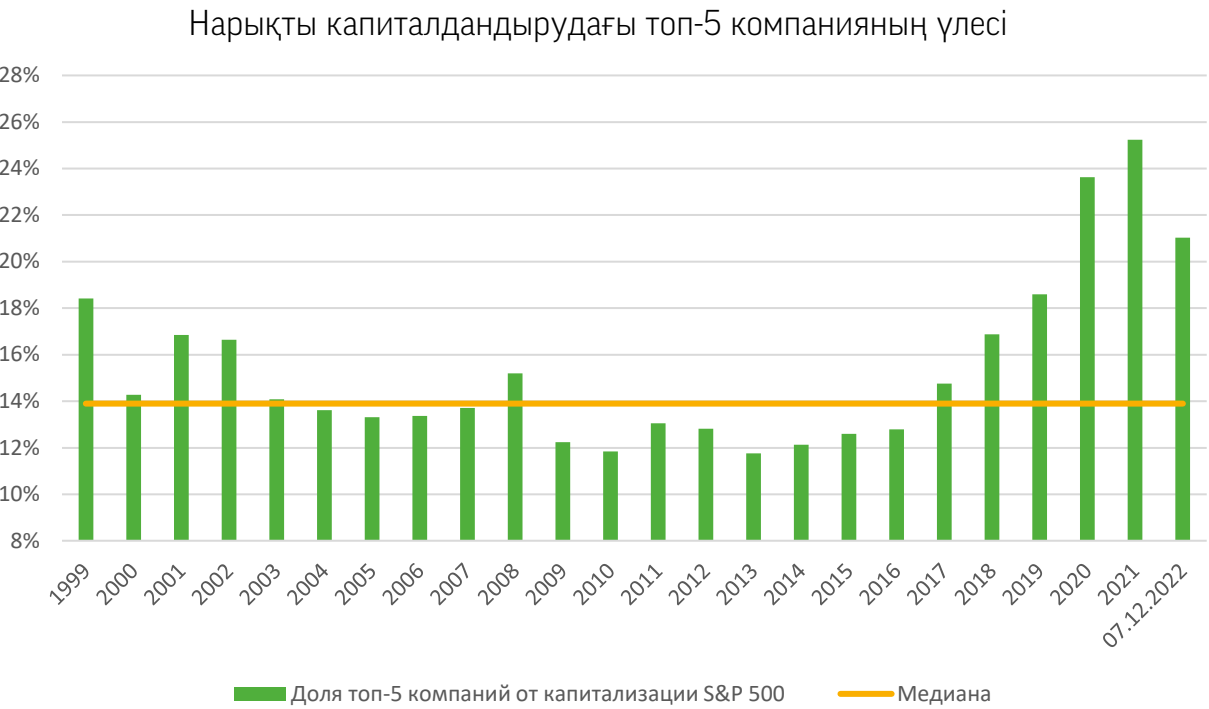
2023 жылға түбегейлі көрініс

2023 жылға түбегейлі көрініс

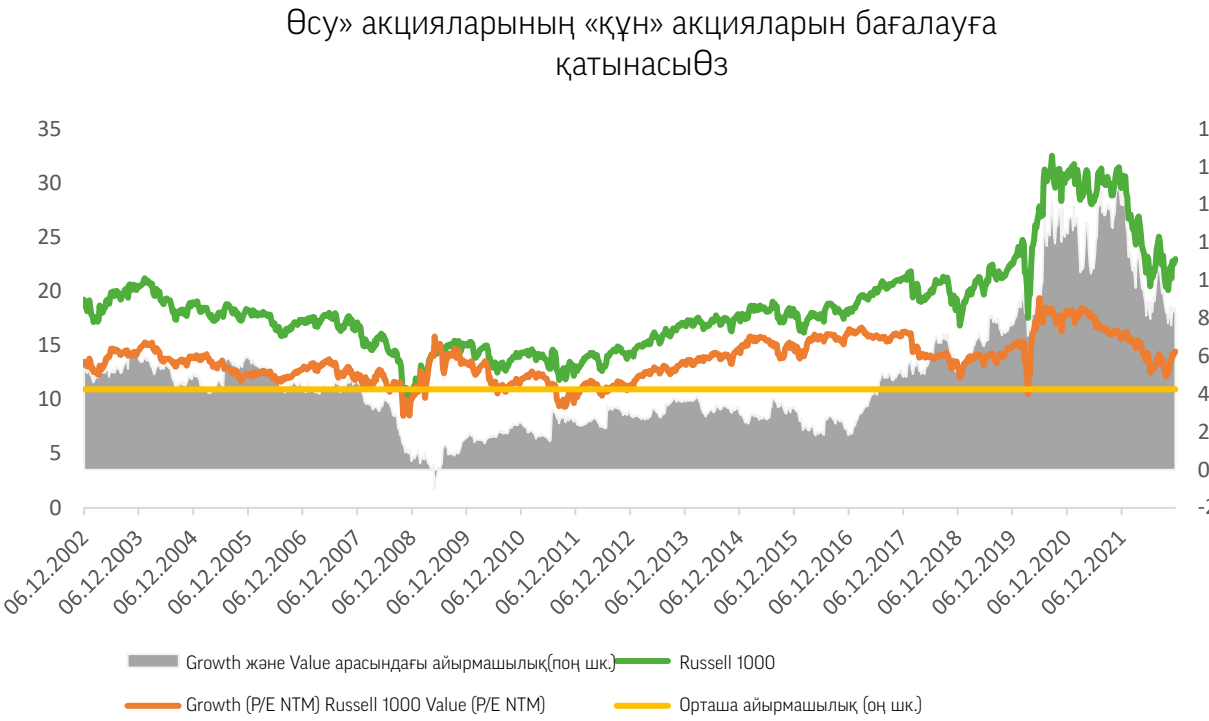
- Маржиналдық. Factset мәліметтері бойынша, үшінші тоқсанда S&P 500 индексінен эмитенттердің операциялық маржасы 2022 жыл 2005 жылдан бергі ең жоғары көрсеткіш 15,5%-ды құрады. EBIT маржасы өткен жылдың аяғында 15,3%-ға жақындауға қабілетті, 18 жыл ішінде орташа деңгейі 13,5% құрайды, бұл құлдырау ықтималдығы жоғары жағдайда тәуекел факторы ретінде әрекет етеді.



- Капиталдандырудың шоғырлануы. Ең үздік 5 технологиялық компаниялар: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta* - желтоқсан айының басында S&P 500 индексі бойынша 2021 жылғы 25-ды% және 2012-2019 жылдар аралығындағы 12% көрсеткіштен 20%-ды құрады. Осылайша, капиталдандырудың жоғары шоғырлануын тұрақты сақтау активтер үлесінің кеңеюімен және пассивті басқарумен бірге келешекте бірнеше тоқсан бойына нарықтық бағалауларға қысым көрсетуі мүмкін.



- «Өсу» және «құндылық» акцияларын бағалау арасындағы айырмашылық. Күтілетін рецессия, ФРЖ жоғары мөлшерлемелері және АҚШ-тың 10 жылдық мемоблигацияларының кірістілігі жағдайында біз «өсу» және «құн» акцияларын бағалау арасындағы алшақтық 2023 жылы қысқарады деп күтеміз. Бұл есептеу тарихи деректерге және рецессияның теріс әсеріне акциялары «өсу» ретінде жіктелген секторлардың неғұрлым осалдығына негізделген.



Нарықты қолдаудың әлеуетті факторлары

- Инфляцияның құрамдас бөліктерінің төмендеу үрдісі жалғасуда. Біз 2023 жылы негізгі инфляция тұрақсыз құрамдас бөліктерге байланысты айтарлықтай баяулауы мүмкін деп пайымдаймыз. Атап айтқанда, бұған WTI мұнайы мен табиғи газ бағасының жылдың ең жоғары деңгейінен сәйкесінше 40% және 43%-ға төмендеуі, сондай-ақ АҚШ-та бензин құнының шың мәндерінен 31,3%-ға төмендеуі ықпал етеді. Азық-түлік бағасының әлемдік индексі (FAO Food Price Index) наурыздағы 159,7-ден қарашада 135,7-ге (-15%) төмендеді. Өз кезегінде, Walmart және Target-тегі тауарлық-материалдық қор айналымы бірнеше жылдардағы ең төменгі деңгейге жетті, ал Amazon бұрынсоңды болмаған төмен деңгейде. Жеткізу тізбегін біртіндеп қалыпқа келтірумен бірге бөлшек саудагерлердің үлкен көлемінің болуы тауар бағасының төмендеуіне ықпал етеді.
- Тұрақты еңбек нарығы. Еңбек нарығының қолайлы жағдайы, бір жағынан, экономика үшін тәуекел болып табылады, өйткені тұрақты сұраныс инфляцияны жеделдетуі мүмкін. Екінші жағынан, рецессия дамыған кезде тұрақты еңбек нарығы оң фактор болып табылады. Ашылған жұмыс орындарының рекордтық саны жұмыссыздықтың өсуін бәсеңдетуге көмектеседі және экономикалық жағдай нашарлаған жағдайда тұтынушылық сұранысты қолдауға көмектеседі.
- 2023 жылдың нәтижелері бойынша 1,2 п.к. деңгейінде 4,9% дейінгі орташа алғанда 20 жылда 6,02%-деңгейінде жұмыссыздықты күтеміз. Тұрғындардың шектен тыс жинақтары. АҚШ азаматтарына Мемсубсидиялар төлеумен байланысты жинақтар 6 2020-2021 жылдары, қазіргі уақытта бір жыл бұрынғы \$2,3 трлн қарсы \$1,45 трлн құрайды. Осы қаржы төсемінің арқасында Жоғары инфляцияға қарамастан, Үй шаруашылығы сұранысын, қолдау, сондай ақ жұмыспен қамтамасыз етудің болжалды төмендеуін және 2005 жылдан бастап жинақтардың жалпы деңгейінің болжалды төмендеуін қолдауға болады.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



2023 жылға түбегейлі көрініс

Кедергілер жолағы арқылы өсуге

• ҚХР экономикасына қатысты болжамдардың жақсаруы. Желтоқсан айының басында Пекин COVID-19 таралуына қарсы күрес әдістерін өзгерте бастады. Билік жекелеген қалаларды немесе аймақтарды оқшаулау тәжірибесінен, жаппай карантиндер мен коронавирусқа жүйелі түрде әмбебап тестілеуден бас тартуға ниеттеніп отыр. Бұл тәжірибелерді либерализациялау курсы 2023 жылға дейін жалғасады

деп есептейміз. Бұл жағдайда Қытайдың жалпы ішкі өнімін 5%-ға арттыру мүмкін деп санаймыз. ХВҚ бағалауы бойынша Қытайдың әлемдік экономиканың динамикасына қосқан үлесі шамамен 30% құрайды, сондықтан Қытайдың ЖІӨ өсу перспективаларының жақсаруы жаһандық жағдай үшін оң.

• Геосаяси тәуекелдерді азайту. G20 саммитінде бас қосқан АҚШ пен Қытай басшылары G20 саммитінде бас қосқандар

диалог орнатуға деген ұмтылысын көрсетті. Бұл фактор, сондай-ақ Тайваньдағы жақында өткен сайлаудағы қытайшыл партияның жеңісі ірі экономикалар мен ғаламдық елдер арасындағы қарым-қатынастардағы геосаяси тәуекелдерді азайта алады.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global

2023 жылы қор нарығындағы жағдайдың даму сценарийі

	Жұмсақ орналасу	Баяу рецессия	Стагфляция
ФРЖ мөлшерлемесі (2023)	4,6%	5,1%	5,6%
ФРЖ мөлшерлемесі (2024)	3,1%	3,5%	4,3%
U.S. 10 Year Treasury (2023)	3,9%	4,4%	4,8%
U.S. 10 Year Treasury (2024)	3,4%	3,6%	4,1%
EPS (2023)	218,5	211,2	203,2
EPS өзгерісі (2023)	0,0%	-3,3%	-7,0%
EPS (2024)	240,4	230,2	217,4
EPS өзгерісі(2024)	10%	9%	7%
P/E NTM (2023)	17,4	16,0	14,5
Ықтималдық	30%	55%	15%
S&P 500	4182,1	3676,0	3152,7
Негізгі жорамал	Бірінші жартыжылдықта экономиканың өсімі бәсеңдейді, бірақ ЖІӨ тоқсан бойынша салыстырымда кетпейді. Инфляция (Core PCE) жылдың соңына қарай 2,9%-ға дейін төмендейді, бұл ФРЖ-ға мөлшерлемені 50 б.т.-ден 4,25%-ға дейін төмендетуге мүмкіндік береді және 2024 жылы баға өсімінің одан әрі баяулауы болжамы үшін негіз болады. ЖІӨ 2023 жылдың екінші жартысында өседі, бұл экономикалық болжамдарды, сондай-ақ 2024 жылға арналған EPS динамикасы мен компания маржасын бағалауды жақсартуға көмектеседі. Егер бұл сценарий орындалса, келесі жылдың соңында NTM әділ P/E деңгейі 17,3-ті құрайды.	Бірінші жартыжылдықта АҚШ экономикасында инфляцияның баяулауын ынталандыратын рецессия дамиды. 2023 жылдың ортасынан бастап экономикалық белсенділік қалпына келе бастайды, жылдың соңына қарай ФРЖ мөлшерлемені 50 б.т.-тен 4,75%-ға дейін төмендетеді, инфляция тұрақты төмендеу үрдісін сақтай отырып, АНС одан әрі жеңілдету жоспарларын жариялайды. Баға өсімінің баяулауы және сұраныстың біртіндеп қалпына келуі компаниялардың маржиналдығына оң әсер етеді. Экономикаға қатысты болжамның жақсаруын және ФРЖ 2024-2025 жылдардағы мөлшерлемені төмендету туралы жариялаған бағытын ескере отырып, келесі жылдың соңына қарай P/E NTM мультипликаторы үшін әділ бағалау 16-ны құрайды.	Жоғары инфляцияның ұзақ мерзімді сақталуы ФРЖ-ны оны тежеу үшін шешуші шаралар қабылдауға мәжбүр етеді, сондықтан жыл соңында негізгі мөлшерлеме бар болғаны 25 б.т. 5,5%-ға дейін төмендеді. Жалғастырылған қатаң АНС, жоғары инфляция және әлсіз тұтынушылық белсенділік корпоративтік маржиналдыққа қатты қысым жасауда. Нәтижесінде бір жылдағы жалпы EPS 7%-ға төмендейді. 2024 жылға арналған аралас инфляция бағдары және 2023 жылдың екінші жартысынан бастап экономиканың әлсіз қалпына келуі аясында болашаққа арналған P/E NTM мультипликаторының әділ бағасы алдыңғы жылдың қорытындысы бойынша - 14,5.



2023 жылға арналған макроэкономикалық болжам

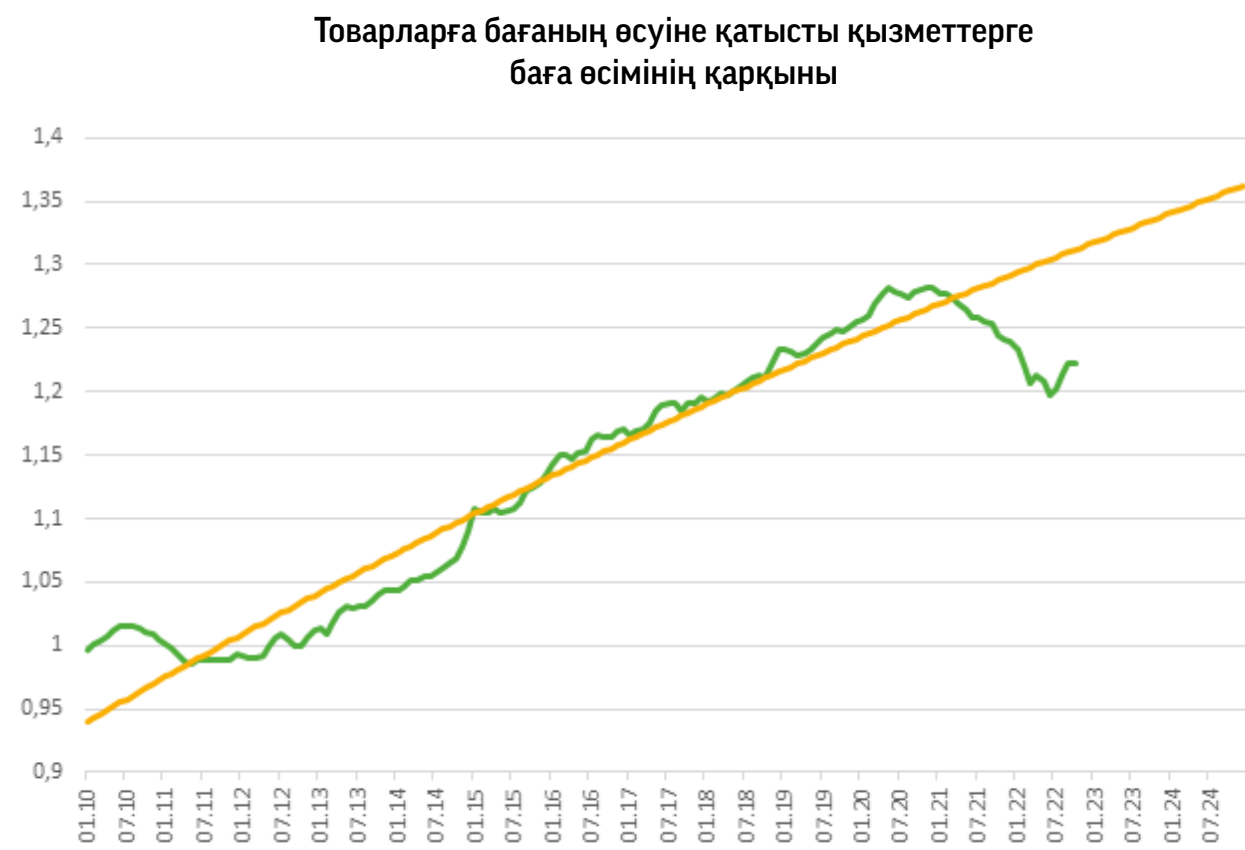
Дауылда қолдың күші қатая түседі

Консенсусқа сәйкес, 2022 жылдың соңына қарай АҚШ-тың ЖІӨ шамамен 0,5%-ға ұлғаяды. Бұл ретте 2023 жылы қатайтылатын монетарлық жағдайларға және қарыздар бойынша жоғары шығындарға бейімделу процесі жалғасады. Нәтижесінде келесі жылы АҚШ экономикасы реттеуші 1,8%-ға бағалаған ұзақ мерзімді орташа көрсеткішпен салыстырғанда баяу дамиды. Жоғары макроэкономикалық белгісіздік талдаушыларға оқиғалардың дамуының қарама-қарсы сценарийлерін негізді түрде: «жұмсақ қонудан» стагфляцияға дейін болжауға мүмкіндік береді. Оптимистер ФРЖ экономика үшін ең аз теріс салдарлармен инфляцияны жеңе алатынына сенімді. Дегенмен, инвестициялық қауымдастықта стагфляция тәуекелін, яғни реттеуші баға тұрақтылығын тез қалпына келтіре алмайтын жағдайды ескертетіндердің үні қаттырақ естіліп жатыр. Біздің ойымызша, шындық осылардың ортасында: қалыпты рецессия болуы ықтимал деп пайымдаймыз.

Нақты сценарийлерді талқыламас бұрын, біз АҚШ-тағы ағымдағы макроэкономикалық жағдайдың бірнеше маңызды аспектілеріне назар аударғымыз келеді.

Біріншіден, 2020-2021 жылдары біз пандемиялық әсерге байланысты тұтыну құрылымының ұзақ мерзімді трендтен күрт ауытқуын байқадық, бұл нақты қызметтерден тауарларға сұранысына айтарлықтай ығысумен көрінеді. Бұл динамика, өз кезегінде, олардың айтарлықтай қымбаттауына әкелді. Соның шеңберінде қызметтердің бағасы тауарлардың өзіндік құнынан жылдам өскен ұзақ мерзімді үрдіс уақытша бұзылды. Дегенмен, біздің ойымызша, алдағы екі жылда жағдай пандемияға дейінгі тұтыну үлгісін кем дегенде ішінара қалпына келтіру есебінен біртіндеп қалыпқа келеді. Алдыңғы қатардағы инфляциялық көрсеткіштер қазірдің өзінде оқиғалардың осындай дамуын көрсетеді. Мысалы, ISM Manufacturing PMI баға құрамдас бөлігі 50 тармақтан біршама төмендеді, бұл дефляциялық процестерді көрсетеді, ал қызмет көрсету саласы бойынша дәл осындай көрсеткіш әлі де 70 тармақ шамасында тұр. Осылайша, макроэкономикалық көрсеткіштердің көпшілігінің динамикасы және

олардың құрамдас бөліктеріндегі ықтимал диспропорциялар, біздің көзқарасымыз бойынша, тұтынушылық тенденцияларды қалыпқа келтіру процестерімен анықталады.



Екіншіден, кейбір салаларда (мысалы, өнеркәсіптік секторда немесе қызмет көрсету секторында) компаниялардың жет-

Вадим Меркулов,
Freedom Finance Global
Даму және халықаралық ынтымақтастық
департаментінің кеңесшісі



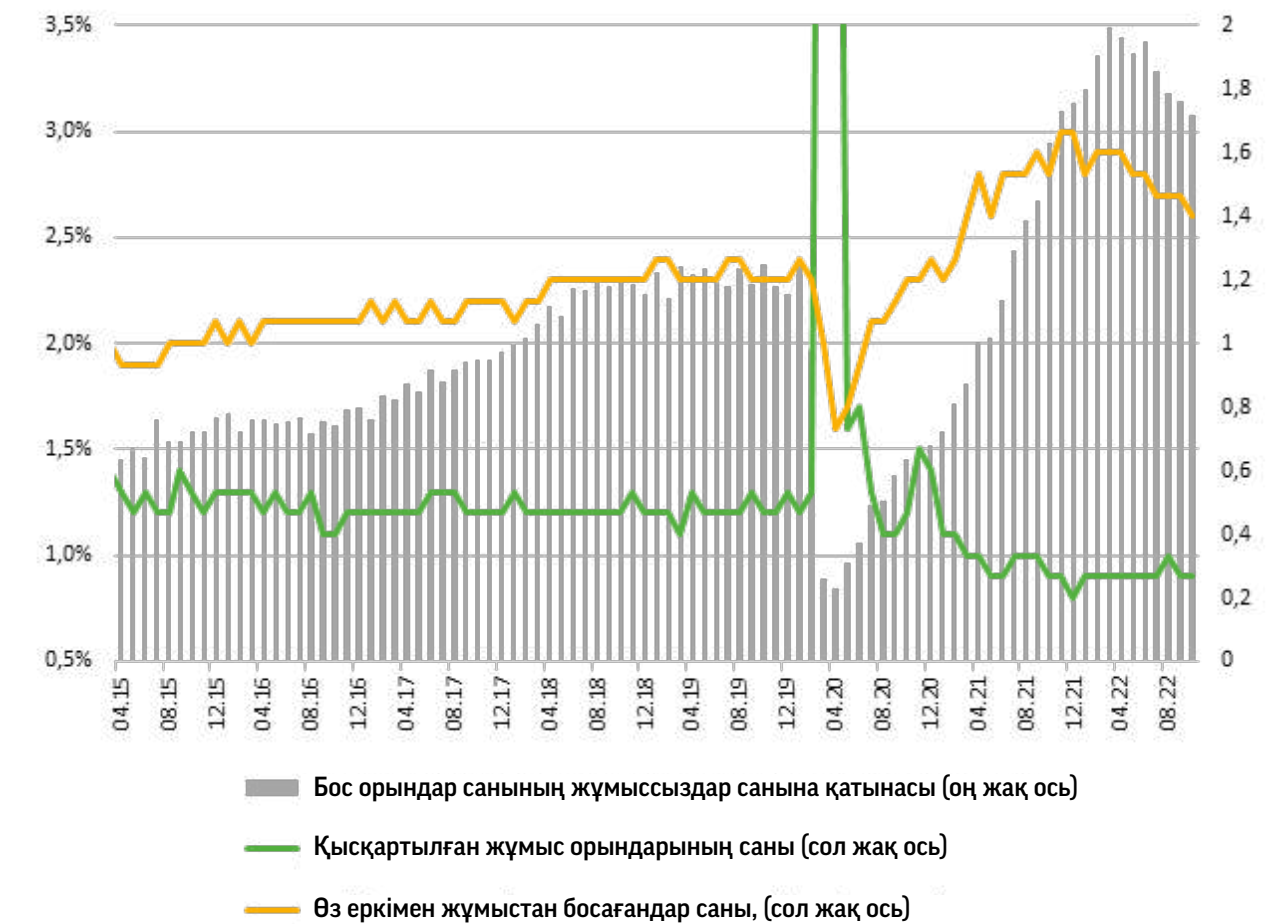
2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



кіліксіз кадрлармен қамтамасыз етілуі бұрынғысынша жалақының жыл сайын шамамен 5%-ға өсуінің күшті драйвері болып қала береді. ФРЖ басшысы Джером Пауэлл мұндай жоғары көрсеткіш реттеушінің инфляция бойынша мақсатты көрсеткіштерге қол жеткізуіне кедергі келтіретінін атап өтеді. 2022 жылы жалдау мөлшерлемесі жалпы нарықтық бағалаудан айтарлықтай жоғары болды. Қаңтар-қарашада АҚШ-тың аграрлық секторынан тыс жұмыс орындарының ай сайынғы өсімі орта есеппен 391 000 мыңды құрады, бұл 2018-2019 жылдардағы бірдей көрсеткішті екі есеге арттырды. Осыған қарамастан бос жұмыс орындарының саны жұмыссыздар санынан 1,7 есе көп, бұл тарихи өлшем бойынша өте жоғары көрсеткіш. Салыстыру үшін: 2019 жылы ол орташа есеппен 1,15 есе болды. Сонымен бірге, біз еңбек нарығындағы шиеленіс 2023 жылы бірте-бірте төмендейді деп есептейміз, ал жұмыссыздық, керісінше өседі, бірақ бұл процестің жылдамдығы мен тереңдігі әлі де жоғары белгісіздікпен сипатталады. Сонымен бірге, бұл жағдайдың түптеп келгенде жалақыға қалай әсер ететінін белгісіз.



2023 жылға арналған макроэкономикалық болжам

Дауылда қолдың күші қатая түседі

Үшіншіден, пандемия кезінде мемлекеттен ынталандыру чектерін алу арқылы тұтынушылар жинаған қаражат қоры әлі де жеткілікті. Ай сайынғы жеке жинақ мөлшерлемесі 2005 жылдан бергі ең төменгі деңгейге – 2,3%-ға төмендегенімен, үй шаруашылығының артық жинақтарының қазіргі сомасы, біздің бағалауымыз бойынша, \$1,45 трлн. құрайды. Бұл өтімділік келесі жылы тұтынушылық сұранысты қолдап, экономикадағы терең рецессияның алдын алады. Сонымен қатар, халықтың қолында мұндай қомақты жинақ қоры инфляцияның бәсеңдеуіне жол бермейді. Дегенмен, шын мәнінде артық жинақ сомасы әлдеқайда аз болуы мүмкін, өйткені бұл қаражатты ішінара ипотекалық несиелерді өтеуге және бағалы қағаздарды сатып алуға жұмсауға болады.

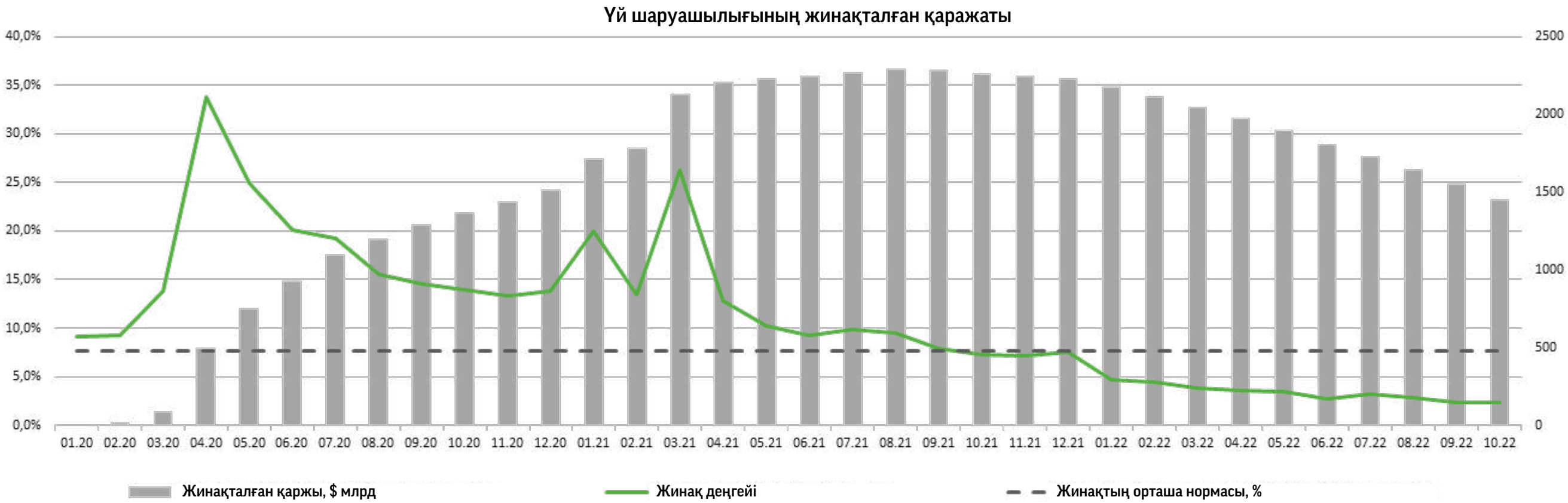
Бұдан әрі үш ықтимал макроэкономикалық сценарийді қарастырамыз

Негізгі жағдай: орташа рецессия

Бұл жағдайда 2023 жылдың бірінші жартысында АҚШ экономикасы келесі факторлармен сипатталатын таяз және қысқа рецессияға түседі:

- Нақты тұтынудың өсу қарқыны нөлге жақын деңгейге дейін баяулауды жалғастырады. Үшінші тоқсанда жұмыссыздықтың 4,9%-ға дейін өсуі тұтынушылық сұранысқа теріс әсер етеді, ал қолдау факторлары халықтың қолындағы артық жинақтар және базалық инфляция деңгейіндегі мөлшерлеме бойынша жалақының өсуі болады.
- Екінші жартыжылдықта экономиканың жоғары мөлшерлеме режиміне бейімделу үдерісі аяқталуымен іскерлік белсенділік бірқалыпты қалпына келе бастайды. Еңбек нарығындағы сұраныс пен ұсыныстың арақатынасы қалыпқа келуі мүмкін, бұл 2023 жылдың соңына қарай номиналды жалақы өсімінің 3,8%-ға дейін одан әрі баяулауына әкеледі. Дегенмен, нақты түрде олар бірінші жартыжылдықта баға өсімінің айтарлықтай баяулауына байланысты тұрақты өсетін болады. 2023-2024 жылдардағы РСЕ базалық инфляциясы бірте-бірте оған жақындай отырып, ФРЖ мақсатынан әлдеқайда жоғары болады. Тауарлар мен қызметтер сегменттеріндегі баға динамикасы бір бағыттыболады: бірінші жағдайда дефляция тіркеледі, ал қызметтер жалақының өсуіне байланысты қымбаттауды жалғастырады.

	Ағымдағы құн*	1 23-тоқсан	2 23-тоқсан	3-тоқсан 23	4 23-тоқсан	2023	2024
Нақты ЖІӨ өсімі, % (QoQ)	2,9	0,0	-0,2	0,3	1,1	0,3	1,4
Негізгі РСЕ, % (ж/ж)	5,0	4,4	4,0	3,5	3,3	3,8	2,6
Жұмыссыздық деңгейі, %	3,7	3,9	4,5	4,9	4,9	4,6	4,7
Орташа сағаттық жалақының өсу қарқыны, %	5,1	4,6	4,5	4,2	3,8	4,3	3,6
ФРЖ мөлшерлемесі (жоғарғы шек), %	4,00	5,25	5,25	5,25	4,75	5,1	3,5
10- жылдық трежерис кірістілігі	3,5	4,50	4,50	4,35	4,15	4,4	3,6



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



2023 жылға арналған макроэкономикалық болжам

Дауылда қолдың күші қатая түседі

Оптимистік сценарий: «жұмсақ орналасу»

Біз ең жақсы сценарий әлі де мүмкін деп есептейміз, бірақ бұл келесі факторлардың үйлесімін қажет етеді:

- Бос жұмыс орындарының саны айтарлықтай төмендейді, бірақ жұмыс берушілер жаппай жұмыстан бас тартады.
- Тұтынушылардың келесі жылға инфляциялық күтулері төмендейді, бұл жалақының баяу қарқынмен өсуіне мүмкіндік береді.
- Қысқа мерзімді инфляциялық күтулерді төмендету үшін мұнай мен газ бағасының тұрақты төмендеуі және соның нәтижесінде мұнай өнімдері, электр энергиясы және мұнай-химия өнімдері бағасының төмендеуі қажет болуы мүмкін. Өз кезегінде, арзанырақ энергия ресурстары Қытайдағы геосаяси сыйлықтың азаюына немесе әлсіз экономикалық өсімге байланысты болуы мүмкін.
- «Жұмсақ орналасу» сценарийіндегі ең маңызды құрамдас АҚШ-тағы айтарлықтай күшті ішкі сұраныс болып табылады.

	Ағымдағы мән*	1 23-тоқсан	2 23-тоқсан	3-тоқсан 23	4 23-тоқсан	2023	2024
Шынайы ЖІӨ артуы, % (кв/кв)	2,9	0,1	0,1	0,8	1,4	0,6	1,7
Базалық PCE, % (г/г)	5,0	4,3	3,8	3,3	2,9	3,6	2,3
Жұмыссыздық деңгейі, %	3,7	3,8	4,3	4,5	4,6	4,3	4,5
Орташа сағаттық жалақы өсуінің қарқыны, %	5,1	4,5	4,1	3,8	3,7	4,0	3,5
ФРЖ мөлшерлемесі (жоғары шекара), %	4,00	4,75	4,75	4,75	4,25	4,6	3,1
10- жылдық трежерис кірістілігі	3,5	4,00	4,00	3,90	3,80	3,9	3,4

Пессимистік сценарий: стагфляция

Біз бұл оқиғалардың даму нұсқасын ықтималдар ішіндегі ең нашары ретінде қарастырамыз, себебі бұл жағдайда қалпына келтіру бірнеше жылға созылуы мүмкін. Стагфляция тәуекелін жүзеге асыру мүмкін, егер:

- Жалақы өсімі сарапшылардың күткенінен де тұрақты болады. Бұл жұмыстан босатудың жоғары қарқынына, анағұрлым тұрақты тұтынушылық сұранысқа және жоғарылаған инфляциялық күтулердің сақталуына шартталады.
- Геосаяси шиеленістің күшеюі және Қытайдың COVID-19-ға нөлдік төзімділік саясатынан бас тартуы жағдайында энергия бағасының айтарлықтай өсуі тұрғындардың инфляциялық болжауларын ынталандырады.
- ЖІӨ тұтынушылық сұраныстың әлсіздігінен емес, таза экспорт пен инвестицияның айтарлықтай төмендеуінен төмендей бастайды.

	Ағымдағы мән*	1 23-тоқсан	2 23-тоқсан	3-тоқсан 23	4 23-тоқсан	2023	2024
Шынайы ЖІӨ артуы, % (тқ/тқ)	2,9	-0,1	-0,5	-0,2	0,8	0,0	1,0
Базалық PCE, % (ж/ж)	5,0	4,9	4,6	4,3	3,9	4,4	3,0
Жұмыссыздық деңгейі, %	3,7	3,9	4,4	4,6	4,8	4,4	5,4
Орташа сағаттық жалақы өсуінің қарқыны, %	5,1	4,8	4,8	4,6	4,3	4,6	3,7
ФРЖ мөлшерлемесі (жоғары шекара), %	4,00	5,25	5,75	5,75	5,50	5,6	4,3
10- жылдық трежерис кірістілігі	3,5	4,50	5,00	5,00	4,75	4,8	4,1

*На декабрь 2022 года



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

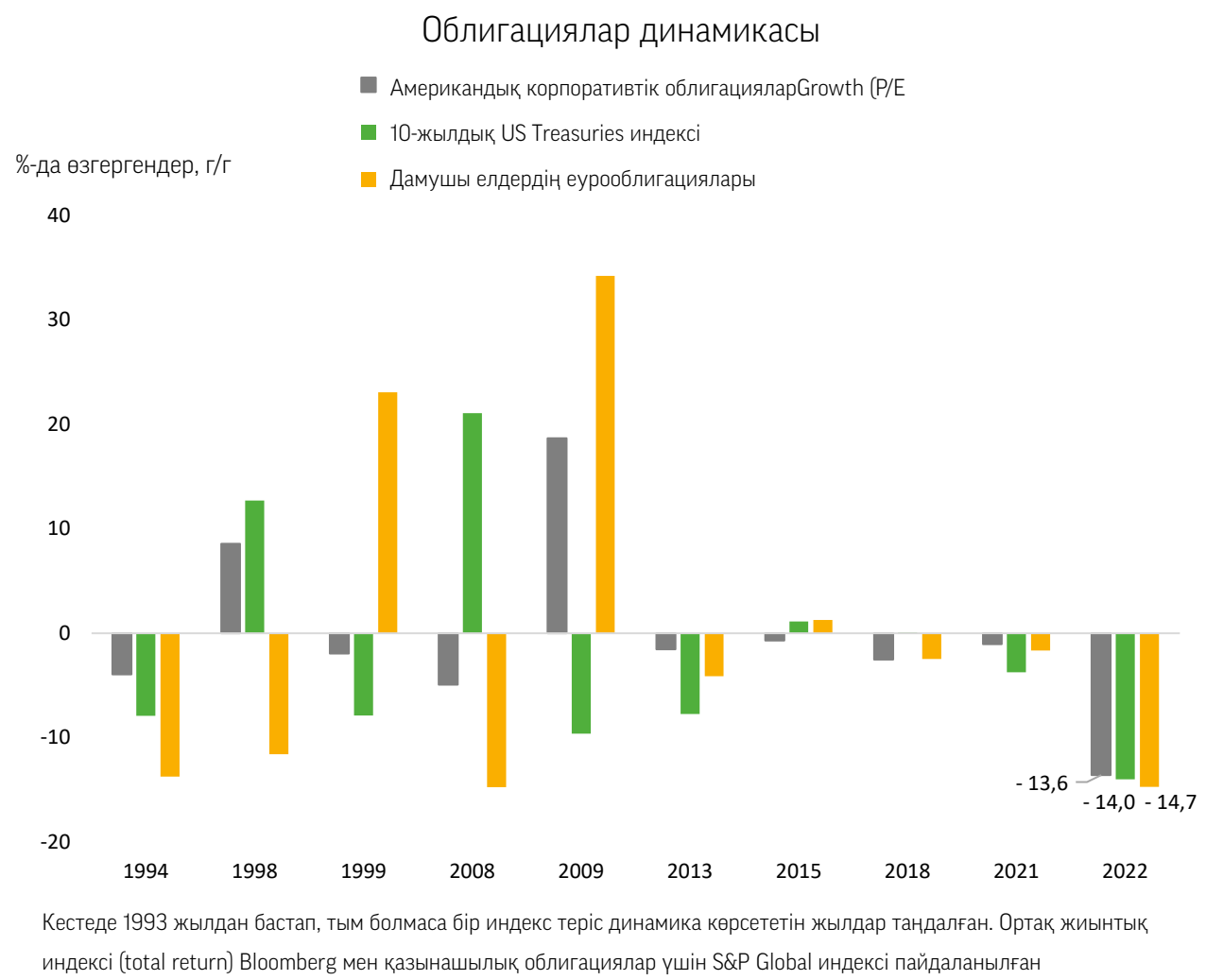
ffin.global



Қарыз нарығы: қорытындылары мен перспективалары

Тыныш айлақ бағытында

2022 жылы еурооблигациялар өз тарихында бағаның төмендеуінің ең жоғары көрсеткішін көрсетті. Негізгі мөлшерлемелерді төмендетудің 20 жылдық кезеңі аяқталды және АҚШ инфляциясы 1982 жылдан бері ең жоғары деңгейге жетті. Бұл факторлар борыштық бағалы қағаздар бағасына терең түзетулер әкелді. АҚШ қазынашылық кірістілік қисық сызығының күшті инверсиясы нарыққа қатысушылардың инфляцияның шарықтау шегіне жеткеніне және баяулауын жалғастыратынына сенімін көрсетеді, бұл ФРЖ мөлшерлемелерін төмендетуге жол ашады. Алайда, өткен жылы көріп отырғанымыздай, инфляция динамикасын болжау қиын. Ол тұрақтырақ болып шығуы мүмкін, бұл реттеушіні ұзақ уақыт бойы жоғары пайыздық мөлшерлемелерді ұстауға мәжбүр етеді. Бұл 2023 жылдың бірінші жартыжылдығында АҚШ қазынашылық кірістілік қисық сызығының жоғарыға жылжуына, содан кейін ұзақ мерзімді облигациялардың төмендеуіне кері ығысуына әкеледі. Ақша-несие саясатын қатайту және QT бағдарламасын



жүзеге асыру жаһандық өтімділіктің төмендеуіне әкелді. ФРЖ балансының төмендеуі қаржы жүйесінің кейбір кемшіліктерін айқандап, тәуекелдерді азайту үшін Федрезерв өтімділікті ұсыну құралдарын пайдаланады. Бұл ретте реттеуші жүргізетін сандық қатайту әсерін толық есептеу қиын. Жүйе ойынның жаңа ережелеріне бейімделгендіктен, әлемнің орталық банктері 15 жылдан астам жомарт өтімділік ұсыныстарынан кейін күтпеген жағымсыз тосын сыйлар тәуекелі сақталады. 2023 жылдың екінші жартысында QT бағдарламасының жалғасуы монетарлық саясатты жұмсартуға қайта оралумен қайшылыққа түседі. Осыған байланысты ФРЖ бұл қайшылықты жоюдың жолын іздеуге мәжбүр болады. Сонымен, мұның бәрі 2023 жылы еурооблигациялар үшін нені білдіреді? Долларлық еурооблигациялар бағасын түзету ФРЖ инфляцияны бақылауға ұмтылуымен ұштастыра отырып, тұрақты кіріс құралдарының қалпына келуіне негіз болды. Дегенмен, пайда болатын перспективаларды салауатты консерватизм призмасы арқылы қарастыру қажет. Біз келесі жылы инфляцияның бәсеңдеуін күтеміз. Бұл АҚШ қазынашылық облигацияларының кірістілігі төмендеген кезде, пайыздық мөлшерлемелердің Стагфляция тәуекелінің жалғасуы бұл өсімді шектеуі мүмкін, ал инфляцияның баяулауы экономикалық болжамға қатысты жалпы белгісіздік салдарынан біркелкі болмауы мүмкін. Осыған байланысты еуробондтардың әртүрлі сыныптары кірістілігінің айтарлықтай шашыраңқылығына дайын болу керек. Ол үшін облигациялар портфельін дұрыс дайындау қажет. ФРЖ түпкілікті мөлшерлемесі мен инфляция мақсатына қатысты белгісіздіктен сақтану үшін бұл портфель құрылымы жеткілікті икемді болуы тиіс. Біз мерзімі бір жылдан екі жылға дейінгі облигациялардың үлкен салмағымен, ұзақ мерзімді (жеті және одан да көп жылдан бастап) бағалы қағаздардың үлес салмағының ұлғаюымен «штанга» форматын қазіргі жағдайда оңтайлы деп санаймыз. Бұл құрылымды таңдау АҚШ қазынашылық облигацияларының кірістілігі төмендеген кезде қорғаныс ұстанымында



Тимур Лебедев,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global



қалуға мүмкіндік береді. Біз «ұзақ» американдық корпоративтік бондтардың жағымды әлеуетін көреміз және BBB рейтингі бар эмитенттерге артықшылық береміз. Қарыз құралдарының бұл сыныбы инфляция мен АҚШ экономикасы өсуінің қарқынына қатысты түрлі сценарийлерге жақсы тұғырландырылған. Америкалық экономиканың қатты да, жұмсақ та орналасуы АҚШ қазынашылық облигациялары кірістілігінің төмендеуіне орай, инвестициялық деңгейдің ұзақ мерзімді бондтарының өсуіне ықпал етеді. Стагфляция тәуекелдерін іске асыру кезінде корпоративтік бондтар динамикасы, біздің болжауымызша, ең жаман дегенде бейтарап болады. Бұл реттетабыстың көп бөлігі бұл қағаздарға бағаның өсуінен емес, купондардан түседі. Біздің базалық сценарий 5,3%. нысаналы жиынтық табыстылық кезінде, 2023 жылдың аяғына таман американдық бондтар бойынша инвестициялық деңгейдің аздаған тарылуын көздейді. Осы мақсатқа қол жеткізу үшін портфельдің дюрациясын ұлғайту үшін уақыттың таңдауы шешуші маңызға ие. Ұзақ мерзімді корпоративтік облигацияларды сатып алу 10 жылдық US Treasuries 4,3%-ға немеес одан астамға жеткенде жөн болады. Бұл тәуекелді барынша азайтуды және қалаулы табыстылықты қамтамасыз етеді, егер тәуекелсіз мөлшерлемелер, біздің базалық болжауға қарағанда анағұрлым төмен немесе жоғары траекториямен өзгерсе. «Онжылдықтар» көрсетілген деңгейге жеткенге дейін айналым мерзімі жеті жыл немесе одан астам облигациялардан аулақ болған жөн, себебі бұл екі мәнді сандармен өлшенетін шығынмен қауіпті. Жоғары өнімділікті облигациялардың номиналды кірістілігі



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



Қарыз нарығы: Қорытындылары мен перспективалары

Тыныш айлақ бағытында

тартымды көрінеді. Бұл ретте АҚШ экономикасының өсу қарқынының бәсеңдеуі келесі жылдың негізгі үрдістерінің қатарында болмақ. Нәтижесінде несиелік тәуекелдер бірінші орынға шығады. 2022 жылы АҚШ-тың жоғары кірісті облигациялары арасындағы дефолт мөлшерлемесі, рейтингтік агенттіктердің мәліметтері бойынша, небәрі 1,2-1,6% құрайды, ал ағымдағы спрэдтер экономиканың таяз құлдырауын күтуге негізделген. Жоғары кірісті еурооблигациялардағы қараша айындағы раллиден кейін біз АҚШ-тың жоғары табысты облигацияларының спрэдінің 2023 жылы 60 б.т-ға кеңеюін күтеміз, ал болжанған жалпы кірістілік 2,2%-ды құрайды. Экономистердің болжамы бойынша, дамушы нарықтар (ЕМ) АҚШ-қа қарағанда тұрақты және жылдам өсу қарқынын көрсетеді. Сонымен қатар, валюталық стратегтер күткендей 2023 жылғы доллар бағамының шыңына жетуі дамушы елдердің

валюталық бондына қолдау көрсетеді.

ЕМ облигациялары тартымды бағамен саудаланады, бірақ біз ЕМ НҰ-ге бөлуді көбейтуге асықпауды және ФРЖ монетарлық саясатын жеңілдетуге шынымен дайын екеніне көз жеткізу үшін екінші немесе үшінші тоқсанға дейін күтуді ұсынамыз. Бұл жоғары қарқындар ұзақ уақыт сақталатын стагфляцияның дамуы жағдайында сақтандыруға көмектеседі. Одан кейін дамушы елдердің валюталық облигацияларын қалпына келтіру тоқтатылуы мүмкін. Еурооблигациялар бағасының қарашадағы динамикасы олардың өсу әлеуетін төмендетті, ал біздің базалық сценарийімізде ЕМ НҰ жалпы кірістілігі 2,7%-ды құрайды. Emerging markets біз макроэкономикасы тұрақты елдердің эмитенттері шығарған өтімді корпоративтік облигацияларды таңдаймыз. Сонымен қатар, егер сіз НҰ еурооблигацияларын сатып ала бастасаңыз

2023 жылдың екінші жартысында біздің стратегиямызға сәйкес жалпы кірістілік ЕМ НҰ және сәйкесінше US НҰ үшін 8,2% және 6,1% жетуі мүмкін.

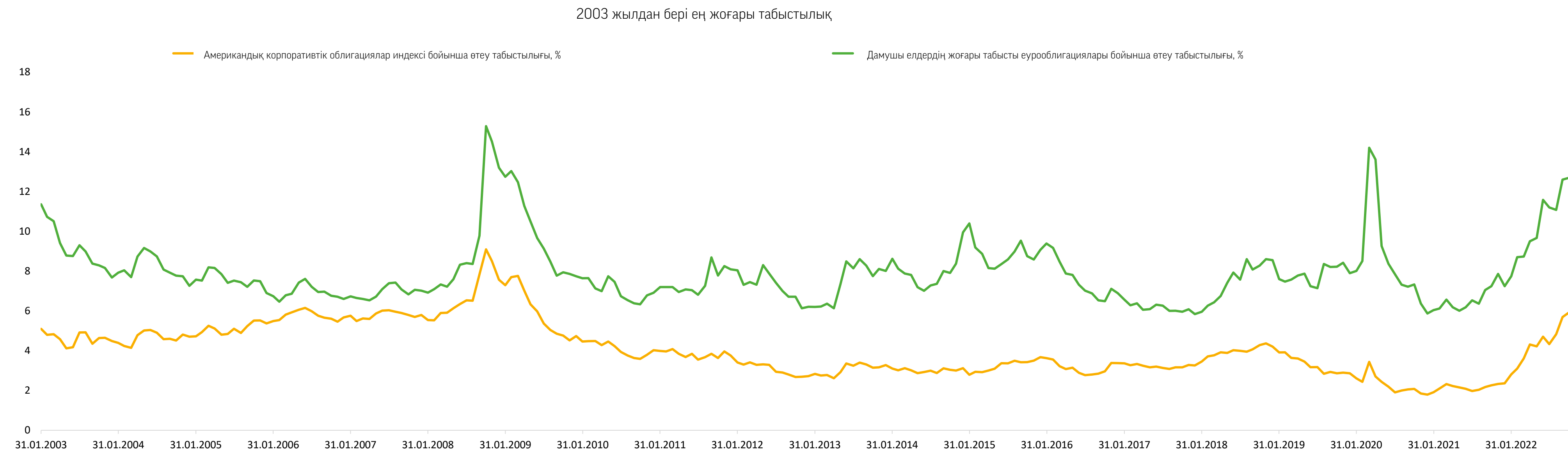
Қазіргі нарық жағдайында қарыз нарығында ақша табудың тағы бір қызықты мүмкіндігі бар. ФРЖ мөлшерлемелерін көтеру өте төмен қысқа мерзімді облигациялар кірістілігі кезеңін ақыры бұзды. Алдағы бірнеше тоқсанда пассивті инвесторлар мерзімі бір жылдан екі жылға дейінгі дюрациямен облигациялар портфелдері бойынша онжылдықтағы ең жоғары номиналды кірісті өтеуге дейін бекіту мүмкіндігіне ие болады. Жоғары сапалы қысқа мерзімді еурооблигациялар 4,5-6% кірісті ұсынса, шамамен BB рейтингі бар жоғары табысты облигациялар 6-7% кіріс береді. Бір немесе екі жылда өтейтін сапалы облигацияларды сатып алу консервативті инвесторлар үшін ең жақсы нұсқа болып табылады.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Базалық

Басты мәліметтер

Базалық портфель американдық компаниялардың акциялары, шетелдік нарықтардың үлестік қағаздарына ETF, алыпсатарлық идеялар, облигациялар, депозиттер және ақша қаражаты секілді активтердің әртараптандырылған жиынтығын береді. Бұл инвестициялық құрал баяу тәуекел профилі бар инвесторларға арналған.

Портфельді құрудың негізгі қағидалары:

- Негізгі сценарий ретінде біз 2023 жылдың бірінші жартыжылдығында АҚШ-тағы қалыпты рецессияны тоқсан сайынғы көрсеткіштерде сәуір-маусым айларында ЖІӨ төмендеуімен қарастырамыз. Экономикалық құлдырау бүкіл уақыт бойына EPS өсу болжамдарының нашарлауымен, бағалау мультипликаторларына қысыммен және инвесторлардың тәуекелден кетуімен бірге жүреді.
- EPS 2023 жылы 3,3%-ға төмендейді деп күтеміз және біз негізгі сценарийге жеке тұтыну шығыстарына (Core PCE) 3,4%-ға дейін негізгі баға индексінің өсуінің баяулауын қосамыз, бұл реттеушіге жылдың аяғында негізгі көрсеткішті 50 б.т.-қа төмендетуге мүмкіндік береді.
- 2023 жылдың екінші жартысында экономикалық белсенділіктің қалпына келуі және 2024 жылы ФРЖ ақша-несие саясатының жұмсартылуын күту тәуекелге сұраныстың артуын ынталандырады.
- Төмен базалық әсердің және инфляциялық қысымның төмендеуінің арқасында біз маржиналдыңтың қалпына келуін және 2024 жылы EPS 9% деңгейінде өсуін болжаймыз.
- 2023 жылдың соңындағы форвардтық P/E мультипликаторы (P/E NTM) үшін әділ мән 16 деп есептейміз.

2023 жылы нарықтан жақсырақ, біздің есептеуіміз бойынша, денсаулық сақтау саласының өкілдері коммуналдық қызметтер,бірінші қажеттілік тауарларын өндірушілер мен сатушылар,

энергетикалық компаниялар сауда жасайды. Жаңартылатын энергия өндірушілерін, өнеркәсіп және шикізат компанияларына бейтарап болжам береміз,

2023 жылдың аяғында S&P 500 өлшенген бағасы 3750-ді құрайды.

	Қысқартылған Бейтарап Баяу ұлғайған	Бейтарап	Баяу ұлғайған
АҚШ акцияларының нарығы			
ИТ-сектор			
Коммуникациялар			
Денсаулық сақтау			
Қаржы секторы			
Автомобиль өнеркәсібі			
Жаңартылатын энергия			
Өнеркәсіп секторы			
Жылжымайтын мүлік секторы			
Энергетикалық сектор			
Коммуналдық қызметтер			
Екінші қажеттілік тауарлары			
Бірінші қажеттілік тауарлары			
Шикізат өнеркәсібі			
Облигациялар			
Ұзақ мерзімді			
Орташа мерзімді			
Қысқа мерзімді			
Тауарлар			

Михаил Степанян,
Қор нарықтары бойынша стратег





2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



Базалық портфель

Басты мәліметтер



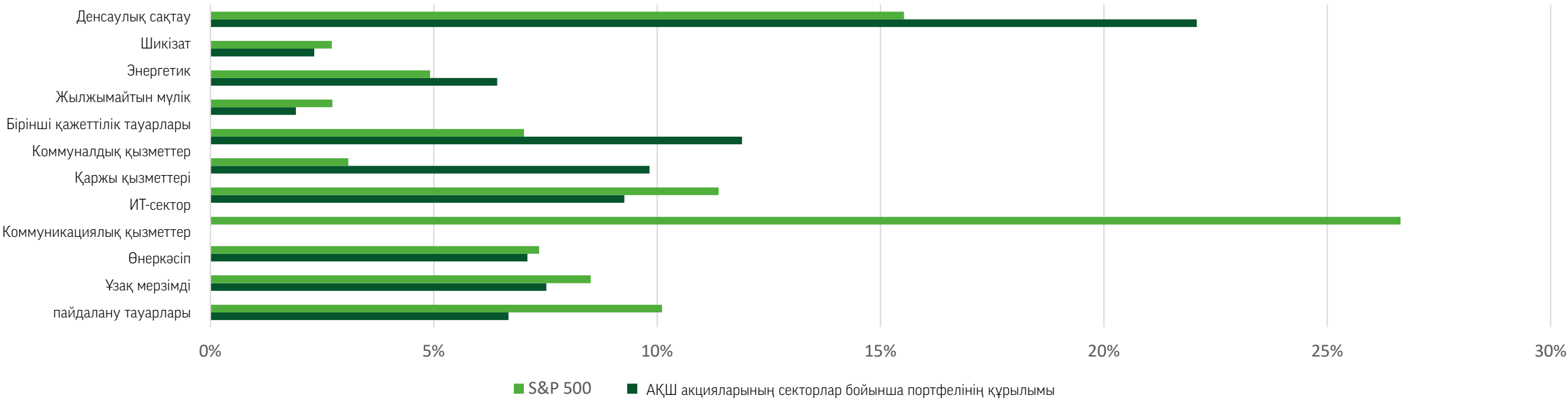
2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



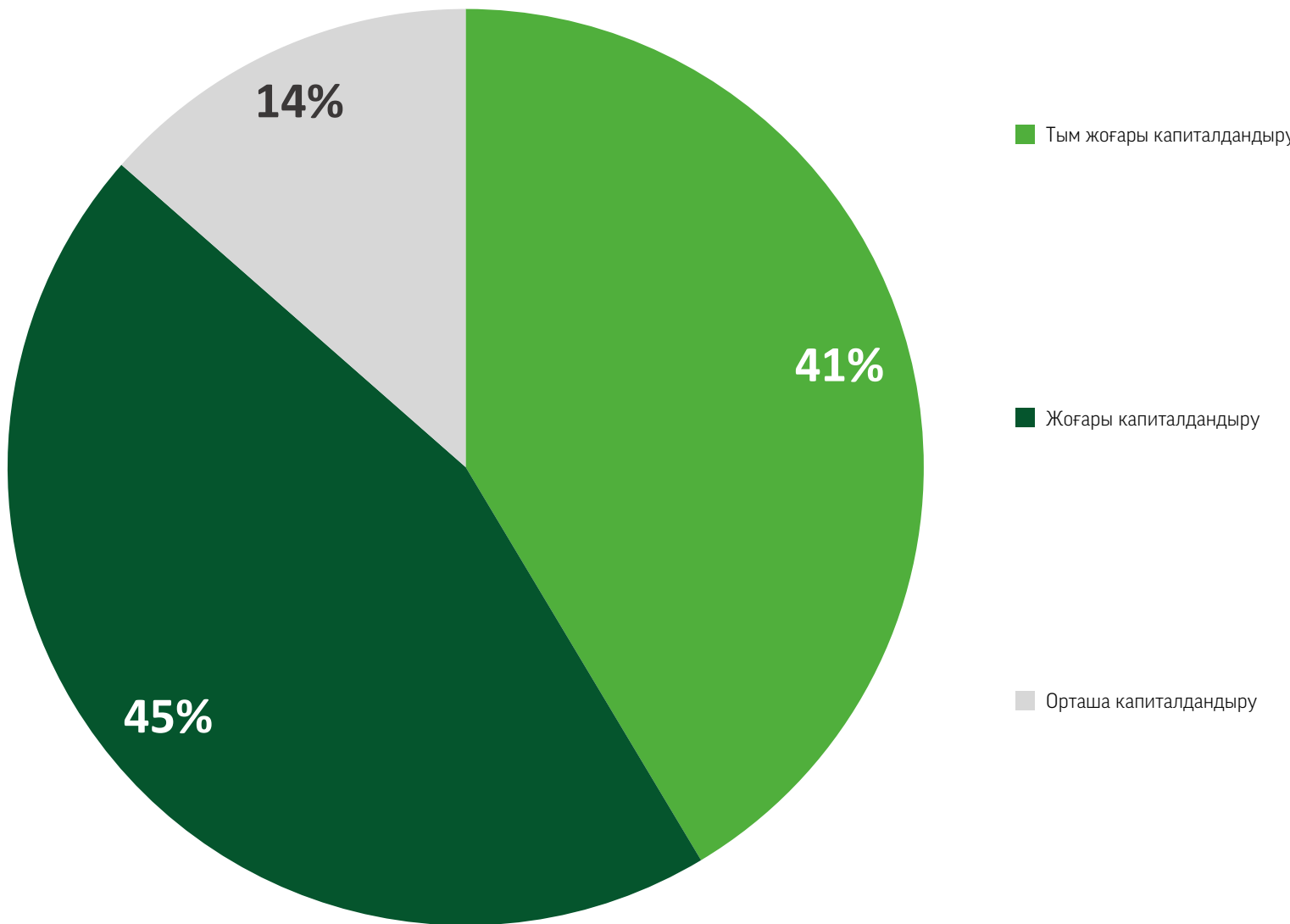
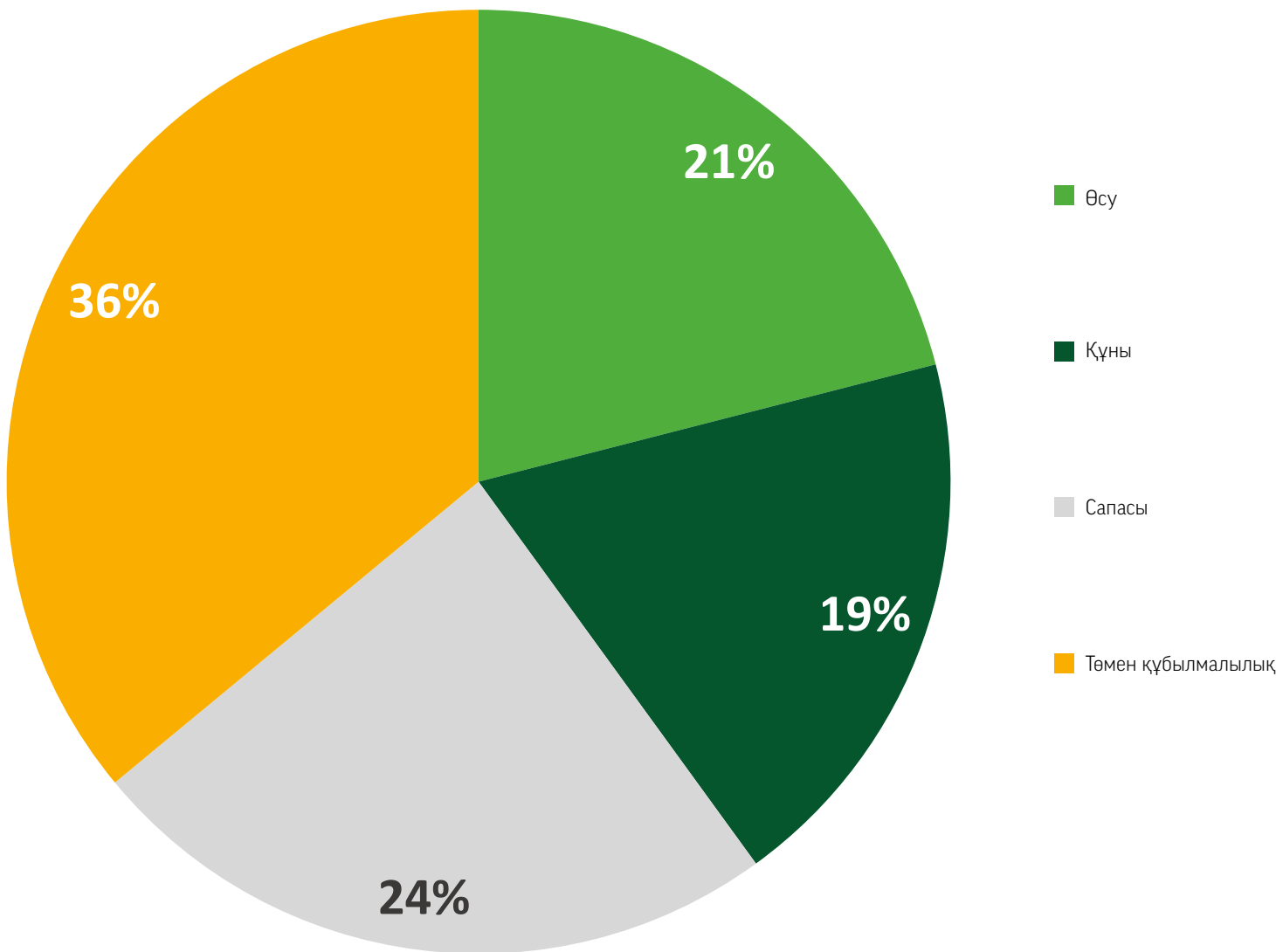
АҚШ акцияларының секторлар бойынша портфелінің құрылымы



Портфель бойынша тәуекел, кірістілік

Болжалды кірістілік	10,66%
Дивидендтік кірістілік	0,78%
Жыл бойына кірістілік, нақты	-2,96%
Стандартты ауытқу (жыл үшін)	9,81%
Шарп коэффициенті (екі жыл)	0,38
Бета (жыл үшін)	0,4

Портфельдің құрылымы



Портфельдің құрамы және құралдардың сипаттамалары								
Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена, \$	Таргет, \$	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (β)	Вес
FANG-US	Diamondback Energy, Inc.	Энергетика	136,3	182,0	2,1%	36%	2,51	0,60%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	18,2	19,8	6,1%	15%	1,25	0,80%
EOG-US	EOG Resources, Inc.	Энергетика	127,5	157,9	2,6%	26%	1,85	0,88%
BAC-US	Bank of America Corp	Қаржы қызметтері	32,8	41,4	2,7%	29%	0,99	0,69%
V-US	Visa Inc. Class A	Қаржы қызметтері	213	249,3	0,8%	18%	1,16	1,40%
PYPL-US	PayPal Holdings, Inc.	Қаржы қызметтері	73,7	104,1	0,0%	41%	0,86	0,50%
CME-US	CME Group Inc. Class A	Қаржы қызметтері	178,1	203,2	2,2%	16%	1,30	0,70%
PG-US	Procter & Gamble Company	Бірінші қажеттілік тауарлары	152,2	150,2	2,4%	1%	0,49	1,20%
PEP-US	PepsiCo, Inc.	Бірінші қажеттілік тауарлары	183,9	186,2	2,5%	4%	0,54	0,93%
KO-US	Coca-Cola Company	Бірінші қажеттілік тауарлары	64	66,6	2,8%	7%	0,83	1,10%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	Бірінші қажеттілік тауарлары	67,6	71,7	2,3%	8%	0,70	1,00%
DG-US	Dollar General Corporation	Ұзақ мерзімді пайдалану тауарлары	243,5	266,1	0,9%	10%	0,21	1,37%
MCD-US	Ұзақ мерзімді пайдалану тауарлары	Ұзақ мерзімді пайдалану тауарлары	274,3	288,7	2,2%	7%	0,52	1,00%
SBSW-US	Sibanye Stillwater Limited Sponsored ADR	Шикізат	10,9	13,1	6,0%	26%	1,78	0,32%
CTVA-US	Corteva Inc	Шикізат	62,6	72,5	1,0%	17%	0,66	0,51%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	Өнеркәсіп	33,4	48,3	0,0%	45%	1,29	0,50%
WM-US	Waste Management, Inc.	Өнеркәсіп	166,8	175,3	1,6%	7%	0,74	0,90%
LMT-US	Lockheed Martin Corporation	Өнеркәсіп	480,2	476,0	2,5%	2%	0,51	0,67%
BA-US	Boeing Company	Өнеркәсіп	187,1	195,2	0,0%	4%	0,84	0,60%
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	Жылжымайтын мүлік	88,1	99,6	3,5%	17%	1,09	0,34%
MAA-US	Mid-America Apartment Communities, Inc.	Жылжымайтын мүлік	165,6	181,8	3,0%	13%	0,79	0,34%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	Коммуникациялық қызметтер	140,6	178,6	0,0%	27%	0,61	1,40%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	Коммуникациялық қызметтер	10,9	19,8	0,0%	82%	1,15	0,90%
DIS-US	Walt Disney Company	Коммуникациялық қызметтер	94,7	119,6	0,0%	26%	0,94	0,22%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	Денсаулық сақтау	158,2	161,0	2,8%	5%	0,73	3,49%
PFE-US	Pfizer Inc.	Денсаулық сақтау	53,1	55,1	3,1%	7%	0,00	1,30%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	Денсаулық сақтау	538,2	594,1	1,2%	12%	0,96	1,10%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	Денсаулық сақтау	69,6	75,3	2,0%	10%	0,94	1,20%
ILMN-US	Illumina, Inc.	Денсаулық сақтау	210,8	249,0	0,0%	18%	1,07	1,10%
MRK-US	Merck & Co., Inc.	Денсаулық сақтау	110,9	110,6	2,6%	2%	0,29	0,74%
JNJ-US	Johnson & Johnson	Денсаулық сақтау	179,2	185,4	2,5%	6%	0,57	1,60%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	Денсаулық сақтау	82,8	136,6	0,0%	65%	0,21	0,80%
CRM-US	Salesforce, Inc.	АТ	135,6	195,6	0,0%	44%	1,10	0,79%
MSFT-US	Microsoft Corporation	АТ	256,9	293,1	1,1%	15%	0,88	0,75%
ADBE-US	Adobe Incorporated	АТ	342,5	365,4	0,0%	7%	1,11	0,40%
AAPL-US	Apple Inc.	АТ	145,5	173,7	0,6%	20%	1,35	1,70%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	АТ	123,5	150,3	2,4%	24%	1,52	0,60%
CDW-US	CDW Corp.	АТ	193	210,2	1,2%	10%	1,49	0,50%
INTC-US	Intel Corporation	АТ	28,7	29,5	5,1%	8%	1,21	0,38%
FN-US	Fabrinet	АТ	132,7	130,9	0,0%	-1%	1,53	0,20%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Халықаралық акциялар (БАӘ)	14,8	16,7	2,7%	15%	0,24	0,50%
MCHI	iShares MSCI China ETF	Халықаралық акциялар (Қытай)	48	62,1	1,8%	31%	0,67	2,50%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	Халықаралық акциялар (Жапония)	55,9	64,7	1,2%	17%	0,78	1,25%
IAU	iShares Gold Trust	Тауарлар	34,4	36,2	0,0%	5%	0,49	2,50%
	Облигациялардың бейтараптандырылған портфелі	Облигациялар				7%		38,00%
	Алыпсатарлық идеялар*					10%		7,00%
	Кэш (D-счет)					3%		12,74%
*алыпсатарлық идеялар бойынша тәуекелді есептеу үшін VGT ETF негізге алында								100%

Дереккөз: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



Портфельдің құрамы және құралдардың сипаттамалары

Тикер	Компания	Капитализация, \$ млрд	P/E NTM	Чистый долг/EBIT	Еbit/Проценты	Див. CAGR 5 лет	EPS CAGR 5 лет
FANG-US	Diamondback Energy, Inc.	23 992	5,5	0,9	41,0	0%	43%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	40 931	15,9	6,1	3,3	16%	15%
EOG-US	EOG Resources, Inc.	74 869	8,7	0,0	67,4	49%	318%
BAC-US	Bank of America Corp	262 735	10,3	-	-	26%	12%
V-US	Visa Inc. Class A	346 865	27,7	14,0	4,5	18%	20%
PYPL-US	PayPal Holdings, Inc.	84 020	18,1	0,1	37,7	0%	9%
CME-US	CME Group Inc. Class A	64 078	22,4	0,5	19,7	4%	11%
PG-US	Procter & Gamble Company	360 763	26,2	-	-	5%	9%
PEP-US	PepsiCo, Inc.	253 319	27,1	1,5	39,5	7%	8%
KO-US	Coca-Cola Company	276 726	25,7	2,6	7,1	4%	17%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	92 316	23,1	2,2	14,7	13%	9%
DG-US	Dollar General Corporation	54 432	22,4	4,0	12,9	11%	18%
MCD-US	McDonald's Corporation	200 889	27,6	-	-	8%	3%
SBSW-US	Sibanye Stillwater Limited Sponsored ADR	8 130	5,6	4,7	19,4	38%	0%
CTVA-US	Corteva Inc	44 756	24,5	4,3	8,7	-	0%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	21 403	11,6	-	-	0%	-53%
WM-US	Waste Management, Inc.	68 447	29,2	0,1	37,5	7%	12%
LMT-US	Lockheed Martin Corporation	125 853	20,9	6,4	3,3	9%	12%
BA-US	Boeing Company	111 526	-	3,9	10,1	0%	0%
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	36 121	-	1,3	12,6	-	0%
MAA-US	Mid-America Apartment Communities, Inc.	19 126	33,1	-18,4	-0,9	5%	21%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	174 903	68,2	-	-	0%	-14%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	26 445	-	-	-	0%	0%
DIS-US	Walt Disney Company	172 694	25,7	7,4	3,9	0%	-21%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	5 821	-	8,7	3,8	-	0%
PFE-US	Pfizer Inc.	297 899	8,2	-10,6	-3,4	5%	26%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	502 885	24,4	-	-	19%	18%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	217 558	20,6	-	-	1%	-14%
ILMN-US	Illumina, Inc.	33 153	85,7	3,3	8,0	0%	0%
MRK-US	Merck & Co., Inc.	281 201	14,9	-	-	7%	42%
JNJ-US	Johnson & Johnson	468 542	17,8	-	-	6%	5%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	8 075	-	0,0	32,9	-	0%
CRM-US	Salesforce, Inc.	135 620	27,6	1,8	10,4	0%	15%
MSFT-US	Microsoft Corporation	1 915 203	27,4	3,3	15,0	10%	22%
ADBE-US	Adobe Incorporated	159 210	27,2	0,9	23,9	-	25%
AAPL-US	Apple Inc.	2 314 154	23,7	-0,1	26,3	8%	22%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	138 432	10,3	-	-	5%	47%
CDW-US	CDW Corp.	26 128	19,7	0,4	21,0	29%	23%
INTC-US	Intel Corporation	118 569	14,7	-0,4	42,2	6%	3%
FN-US	Fabrinet	4 854	19,4	-0,2	65,3	0%	18%

Дереккөз: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Портфель облигаций											
Компанияның атауы	ISIN	Купон (%)	Өтеуге кірістілік (%)	Өтеу	Өтеуге дейінгі жыл	Мин. лот	Валюта	Несиелік рейтинг (орт)	Ел	Айналымдағы көлем	Портфельдегі салмақ
Bayer US Finance II LLC	USU07265AC20	3,9	5,29	12/15/2023	1,02	200 000	USD	BBB	DE	2250	5%
Volkswagen Group of America	USU9273ACG86	4,3	5,36	11/13/2023	0,94	200 000	USD	BBB+	DE	1250	5%
United States Treasury	US9128284L18	2,8	4,31	4/30/2023	0,38	100	USD	AAA	US	39466	5%
Commerzbank AG	US20259DAA54	8,1	6,68	9/19/2023	0,79	200 000	USD	BB+	DE	1000	5%
Credit Suisse AG	XS0957135212	6,5	12,16	8/8/2023	0,67	200 000	USD	BB+	CH	2500	5%
Petroleos Mexicanos	US71654QCD25	4,6	6,43	9/21/2023	0,79	10 000	USD	BB	MX	895,444	5%
Glencore Funding LLC	USU37818AU27	4,1	5,40	3/12/2024	1,26	2 000	USD	BBB+	AU	1000	5%
BAT Capital Corp	US05526DBG97	2,8	5,44	9/6/2024	1,75	2 000	USD	BBB	GB	1000	5%
SURA Asset Management SA	USN8370TAA45	4,9	5,83	4/17/2024	1,36	100 000	USD	BBB	CO	500	5%
Inversiones CMPC SA	USP58072AK83	4,8	5,31	9/15/2024	1,78	200 000	USD	BBB-	CL	500	5%
Gruma SAB de CV	US400131AG30	4,9	5,21	12/1/2024	1,99	200 000	USD	BBB	MX	400	5%
Indika Energy Capital III Pte	USY39694AA51	5,9	6,60	11/9/2024	1,93	200 000	USD	BB-	ID	333,377	5%
Adaro Indonesia PT	USY70902AB04	4,3	6,03	10/31/2024	1,90	250 000	USD	BB+	ID	750	5%
SoftBank Group Corp	XS1684384511	4,8	7,26	9/19/2024	1,79	200 000	USD	BB-	JP	783,014	6%
Fibria Overseas Finance Ltd	US31572UAG13	4,0	5,44	1/14/2025	2,11	2 000	USD	BBB-	BR	339,652	5%
Banco Bilbao Vizcaya	USP1024TAN92	4,9	6,66	4/21/2025	2,37	150 000	USD	BB+	CO	400	5%
Grupo Televisa SAB	US40049JAV98	6,6	5,30	3/18/2025	2,28	100 000	USD	BBB	MX	266,42	5%
Citigroup Inc	US172967JT97	4,4	5,07	6/10/2025	2,51	1 000	USD	BBB+	US	2500	5%
Icahn Enterprises LP / Icahn	US451102BQ92	6,4	6,69	12/15/2025	3,03	2 000	USD	BB-	US	746,335	5%
AerCap Ireland Capital DAC /	US00774MAN56	6,5	6,03	7/15/2025	2,61	150 000	USD	BBB-	IE	1250	5%
Среднее значение		5,0	6,1		1,7						

Дереккөз: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance

Портфель құрамындағы өзгерістер

- Қорғаныс құралдарының салмағын арттыру бағытында портфельдің жалпы құрылымы қайта қаралды. Облигациялардың үлесі 37%-дан 38%-ға дейін кеңейтілді (қысқа мерзімді және орта мерзімді құралдарға баса назар аударылды), қолма-қол ақшаның үлесі 7%-дан 12,74%-ға дейін өсті. Бұл ретте доллардың одан әрі нығаюының тәуекелдерін ескере отырып, АҚШ акцияларының салмағы 41%-дан 35,5%-ға, АҚШ долларының одан әрі беку тәуекелінің сақталуын ескере отырып, халықаралық бағалы қағаздардың үлесі 5,5%-дан 4,25%-ға дейін төмендеді.
- АҚШ-тың энергетикалық қорларының салмағы әлемдік және АҚШ-тың экономикалық өсу болжамдарының нашарлауынан кейін мұнай бағасының тәуекелдеріне байланысты 6,4%-ға дейін қайта қаралды. Сонымен бірге, біздің портфеліміздегі энергетика секторының үлесі S&P 500

құрылымына қарағанда үлкен. Бұл тұрақты жоғары саяси тәуекелдер мен ОПЕК+ келісімдерін орындаудағы күшті тәртіпке, осал ретінде қысқарған 1,5 құлдырауға, сондай-ақ компанияның «өсу» және «құн» бағалауындағы жоғары дифференциалдың сақталуына байланысты. Маңызды тауарлар секторының үлесі сектордағы компаниялардың кейбір артық бағалануына байланысты 11,9%-ға дейін төмендеді.

- Халықаралық акциялар қайта теңгерілді. Белгісіздіктің күшеюін ескере отырып, мұнай бағасының динамикасына қатысты 2023 жылы біз БАӘ-ге экспозицияны 0,5%-ға дейін азайтамыз. ҚХР-да эпидемиялық шектеулерді жеңілдету белгілерінің пайда болуын және жылжымайтын мүлік секторын мемлекеттік қолдаудың кешенді жоспарын құруды ескере отырып, сондай-ақ жұмсақ АНС көшуге байланысты Қытайдың тартымдылық аймағы ұлғайды.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

Дискрециялық тауарлар товары

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Бұл сектор өте күшті 2021 жылдан кейін қатты қысымға ұшырады. Бұл көбінесе инфляцияның үдемелі қарқыны аясында халықтың сатып алу қабілетінің төмендеуімен, сондай-ақ компаниялардың қоймаларының артық жиналуымен байланысты. Нәтижесінде XLY S&P 500 төмендеуімен 16%-ға салыстырғанда 30%* жоғалтты.
- Өнімдері тұрмыс жағдайы жоғары тұтынушыларға бағытталған корпорациялар (Lululemon, Nike, Chipotle Mexican Grill, Starbucks) басқа сала ойыншыларынан асып түсті.
- Бұқаралық нарықтың қосалқы сегментіндегі (Under Armor, Gap) брендтер мен компаниялар, керісінше, пайдаға ең ауыр қысымды сезінді және баға белгілеудің әлсіз динамикасын көрсетті. McDonald's корпорациясы басқалардан ерекшеленеді, ол төлем қабілеттілігі жоғары тұтынушылардың келуіне байланысты теріс макроэффекттердің әсерін бейтараптай алды.

2023 жылға арналған күтулер

- Қоғамдық тамақтандыру бөлімшесінде (Chipotle Mexican Grill, Darden мейрамханалар, McDonald's) жыл бойы тұрақты өсуді күтумен, елеулі жақсартулар немесе нашарлауды болжамаймыз.
- Күшті құлдыраудан кейін 2021 жылы секторда EPS 20-30%-ға өсуі мүмкін.

Секторға арналған ұсынысымыз: Gap (GPS) және Under Armor (UAA). Бірінші жартыжылдықта жағдай күрт өзгермейді, бірақ инфляция баяулап, тауарлық-материалдық қорлар мен логистика қалыпқа келе жатқанда, біз Gap және Under Armor секілді брендтердің қаржылық нәтижелерінің айтарлықтай жақсарғанын көреміз. Нәтижесінде біз осы бағалы қағаздарды сатып алуды қарастыруды ұсынамыз.

Бірінші қажеттілік тауарлары

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Өткен жылы сектор акциялар қорғаныс қасиеттерін көрсетті.. ФРЖ мөлшерлемесінің көтерілуіне қарамастан, XLP S&P 500 16%-ға төмендеуіне қарсы 4% ж/ж* астам артуды көрсетті.
- Буып-түйілген азық-түлік пен алкогольсіз сусындарды өндірушілер, сондай-ақ шағын форматтағы бөлшек саудагерлер үй шаруашылығының шығындарының азаюы мен сұраныстың төмендеуіне байланысты басқа фишкалардан жақсырақ көрінді.
- Косметика өндірушілері мен ірі форматты бөлшек ретейлерлер, керісінше, жанармай бағасының қымбаттауына, сондай-ақ мезгіл-мезгіл Қытайда енгізілетін локдаунға байланысты байланысты өздерін саланың аутсайдерлерінің қатарына қосты.

2023 жылға арналған күтулер

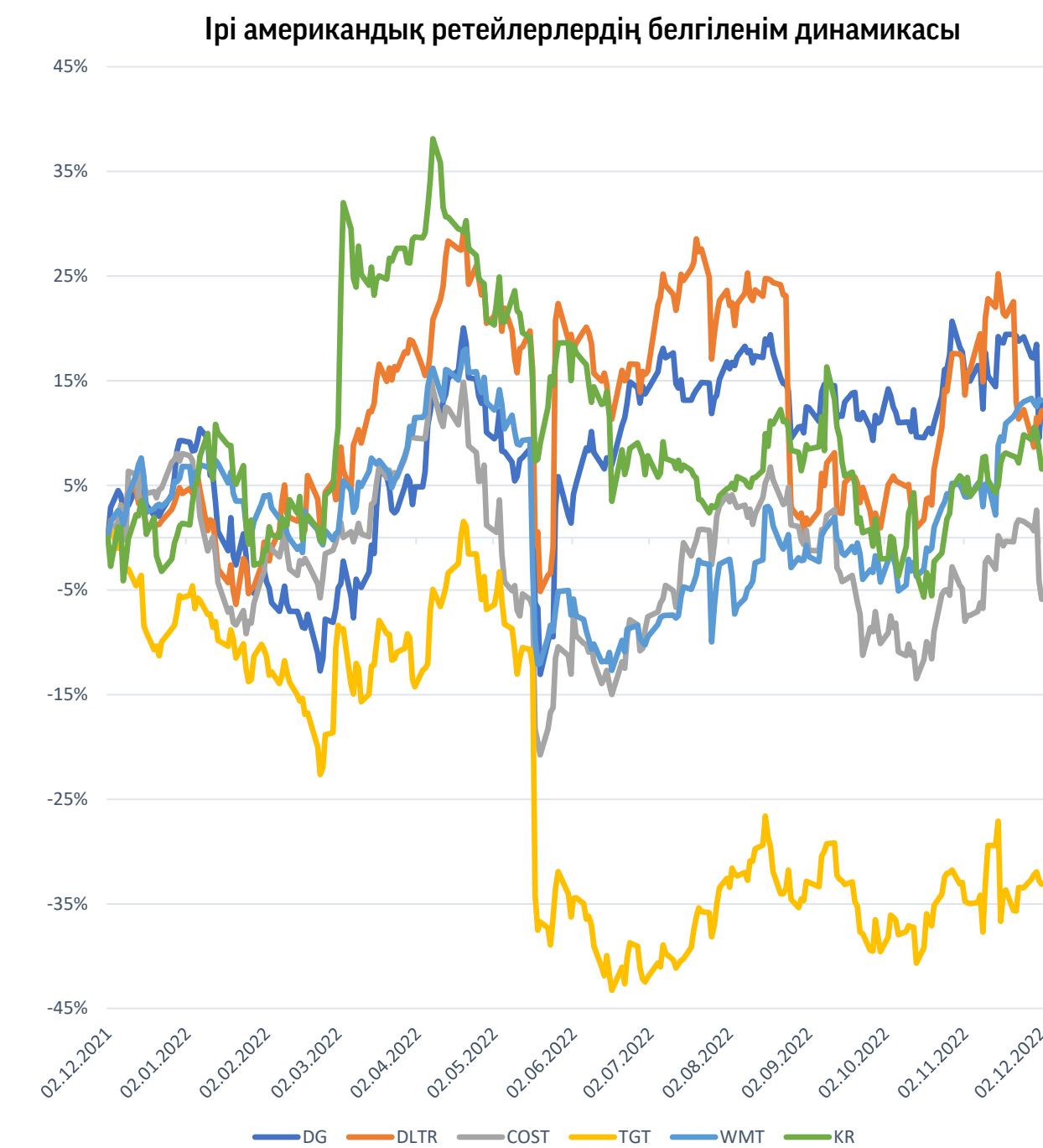
- Шағын форматтағы дискаунтерлер (Dollar Tree, Dollar General) ағымдағы кірістері мен LFL өсуін сақтайды, ал үлкен форматтағы бөлшек саудагерлер (Target, Walmart, Costco) жылдың екінші жартысында ғана айтарлықтай қаржылық жақсартуға қол жеткізе алады. Бірінші жартыжылдықта сатып алулар үшін Target пен Walmart-ты ұсынамыз 2023.
- Алкогольсіз сусындар (Coca-Cola, PepsiCo) және азық-түлік өнімдерін өндірушілер (General Mills, Mondelez) бағаны одан әрі көтеру мүмкіндіктерін тауысты десе де болады, нәтижесінде бұл эмитенттер маржаның төмендеуіне тап болады. Дегенмен, біз олардың қаржылық көрсеткіштерінің де айтарлықтай нашарлауын күтпейміз. Нәтижесінде бұл компаниялардың әлеуетінің жоғарылауы айтарлықтай шектелген.
- Біз сектордағы EPS өсімін шамамен 2%-ға болжап отырмыз.
- Секторға арналған ұсынысымыз: Dollar Tree (DLTR), таргет: \$165. Дискаунтер жоғары инфляцияның жәнге логикалық шығындардың айтарлықтай көтерілуінің салдарынан

Михаил Денисламов,
Freedom Finance Global
аға аналитигі



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Дереккөз: FactSet

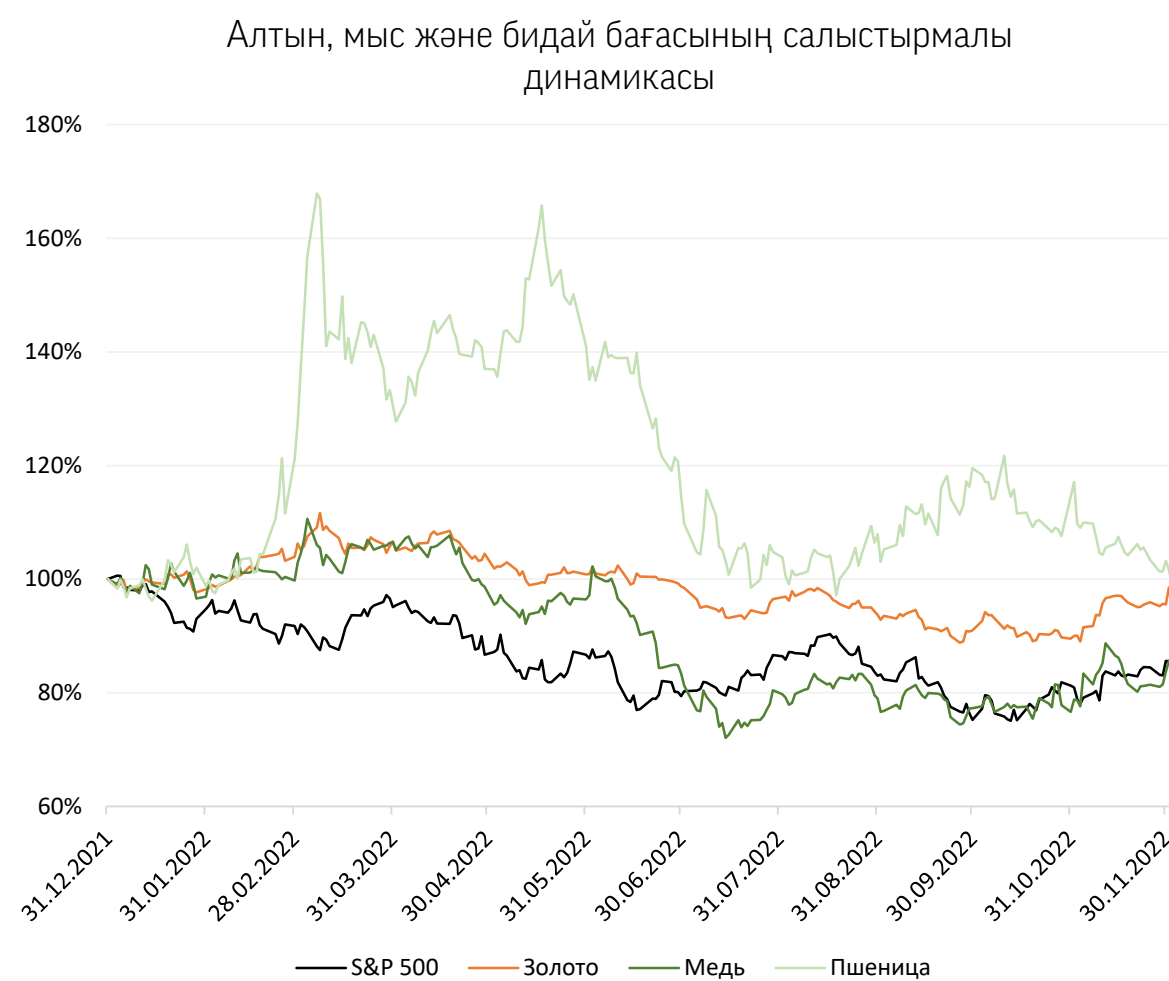
Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

Материалдар секторы

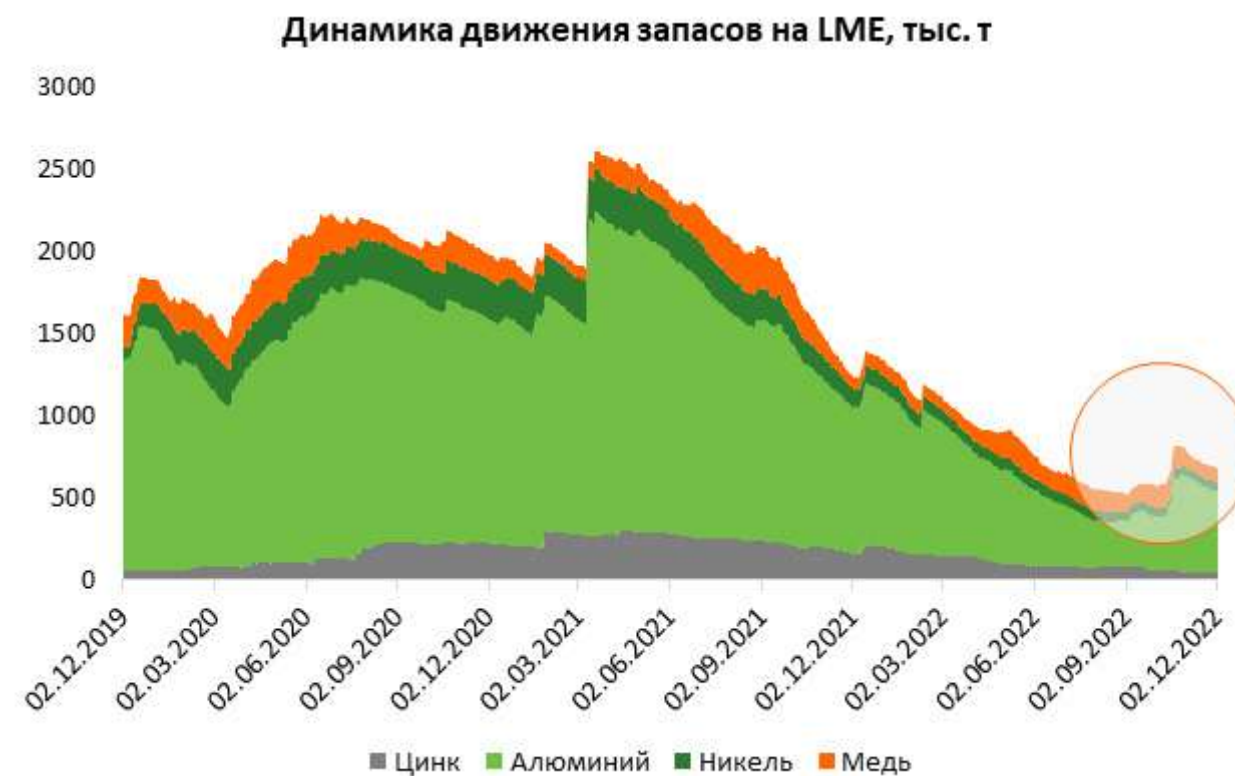
2022 жылдың негізгі үрдістері

- Тауар өндірушілері (XLB) қаңтар айының басынан бері тек 9%* түзетіліп, биылғы жылы кеңірек нарықтан асып түсті, ал S&P 500 16%-дан астам жоғалтты. Сала ішінде баға белгі-нелімдерінің қозғалысы көп бағытты болды.
- Алтын мен бидайдың құны жыл басындағы деңгейге оралды, көмір бұрын-соңды болмаған жоғары деңгейге көтерілді және өнеркәсіптік өндірістің жетекші көрсеткіші ретінде мыс 2022 жыл бойы S&P 500-мен корреляцияланды.
- Соңғы айларда барлық экономикалық дамыған елдерде өндірістік белсенділік индекстері нашарлағанын көрсетті. Осылайша, өндірістегі PMI секторы 50 тармақтан төмен түсті, бұл 2020 жылғы сәуір айынан бастап ең төменгі көрсеткіш болып табылады.



Дереккөз: FactSet

*2022 жылғы желтоқсанның басындағы



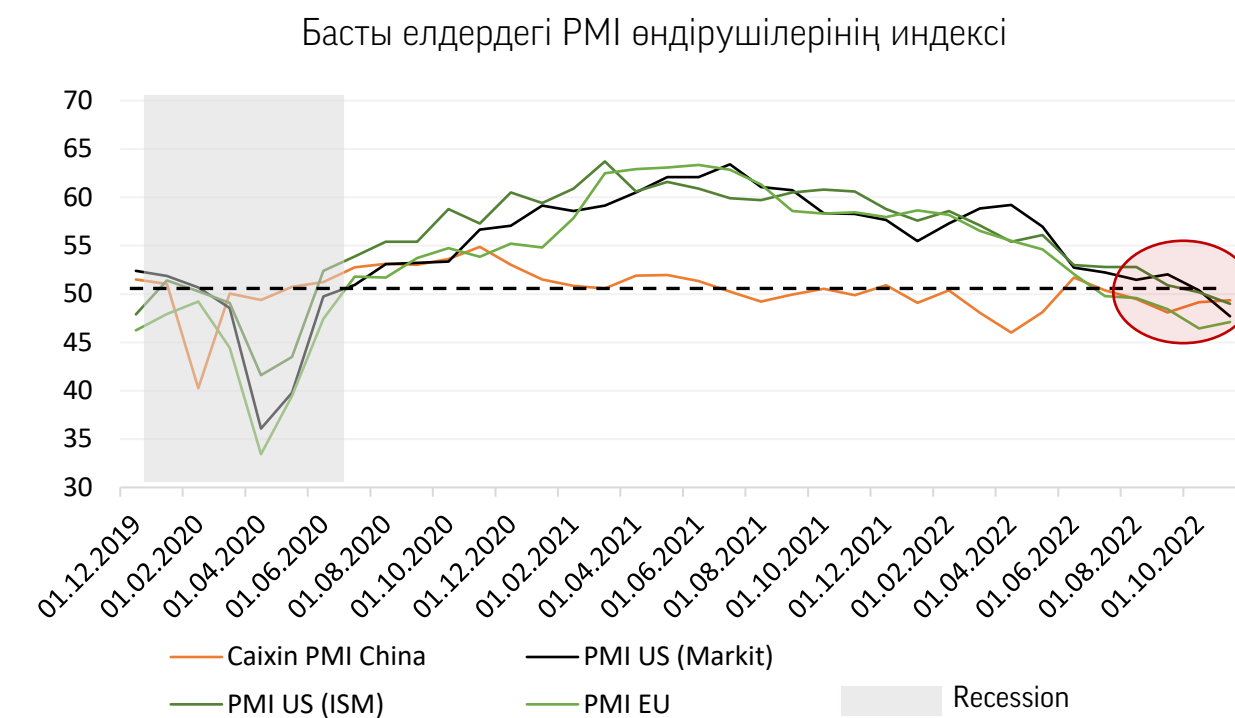
Дереккөз: LME

2023 жылға арналған күтулер

- ЕО экономикасы энергетикалық дағдарыспен, ал Қытайда COVID-19 ушығуымен күресуді жалғастырады. ЕО экономикасы энергетикалық дағдарыспен, ал Қытайда COVID-19 ушығуымен күресуді жалғастырады. АҚШ-та 2023 жылдың ішінде жоғары деңгейде сақталуы ықтимал пайыздық мөлшерлемелердің артуы жағдайында кәсіпорындардың шығынына қысым күшеюі жалғасады. Жалпы бұл жыл сектор үшін «бәсең» болатын тәрізді..
- Қарастырылып отырған өнеркәсіптің P/E форвардтық мәні 15,5x құрады, бұл он жылдық орташа көрсеткіштен 17x деңгейіндетөмен. Алайда, біздің ойымызша, мультипликатордың бұл мәнін сатып алу сигналы ретінде қарастыруға болмайды, өйткені салалық компаниялардың баға белгілеулерінің динамикасы негізінен шикізат бағасының қозғалысымен анықталады.
- Өнеркәсіптік металдар бағасының өсу әлеуеті іс жүзінде нөлгетен, алайда тапшы маңызды минералдар бағасының өсуі жоққа шығарылмайды.
- Біз ESG күн тәртібіне көбірек көңіл бөлеміз деп күтемізжа-

сылжобаларға инвестиция салу. Атап айтқанда, біздің фавориттеріміз Vale, Barrick, BHP және Rio Tinto портфельдерді энергияның жаңартылатын көздерінің (ЭЖК) сегментіндегі активтермен толықтыра отырып, оларды белсенді диверсификациялайды.

Біздің сектор үшін ұсынысымыз: Sibanye Stillwater (SBSW), таргет: \$13,13. Компания активтерінің ауқымды портфелі тау-кен және қайтаөңдеу кәсіпорындарын, сондай ақ бес континеттегі түрлі жобалардағы үлесті қамтиды. 2021 жылы компания түсімді көбіне платина тобының металлдары (ПТМ) мен сату көлемінің ұлғаюы есебінен \$11,6 млрд-қа (+35% ж/ж) арттырды. Біз ПТМ нарығындағы платина профициті автоөндірушілер тарапынан осы металлға сұраныстың айтарлықтай күшеюіне байланысты дефицитпен алмасады депесептейміз. Компанияның 35% түсімі родийге келеді. Палладий, алтын және т тағы 31%, 17% және сәйкесінше 12%-ды қамтамасыз етеді. Өтемділіктің пайыздық төлемдерін жабу коэффициенті 29,78x құрайды, бұл компанияның мықты баланстық көрсеткіштерін білдіреді. SBSW сондай ақ табыстылығы 9,15% жоғары дивидентті фишка болып табылады. Біздің бағалауымызға сәйкес, белгіленім әлеуетінің 12%-ға өсуінен қағаздың жалпы кірістілігі көкжиекте 21%-ды құрайды.



Дереккөз: IHS Markit, S&P Global, Caixin, ISM, расчеты аналитиков Freedom Broker



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Желтоқсан айының басына қарай XLF индексі (Financial Select sector SPDR) жазғы төменгі деңгеймен салыстырғанда 13% қосты.
- Қаржы секторы екінші жартыжылдықта күшті тұтынушылық сұраныспен қолдау тапты.
- Несиелеуді қалпына келтіру және көбейту арқылы ФРЖ мөлшерлемелері, банктердің таза пайыздық маржалары 2020 жылдың қаңтар айының деңгейлеріне қалпына келтірілді.
- Сонымен қатар, сала нарық жағдайының нашарлауына байланысты инвестициялық банктік кірістердің төмендеуінен ипотекаға сұраныстың азаюына тап болуда. Бұл факторлар келер жылы салалық ұйымдардың кірісіне қысым жасайды деп ойлаймыз.

2023 жылға арналған күтулер

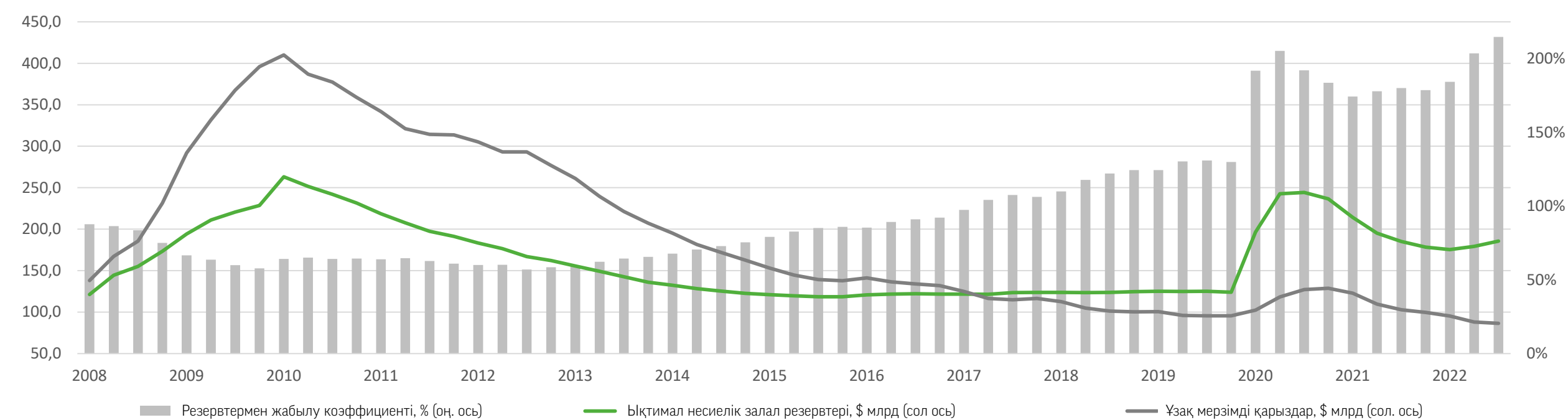
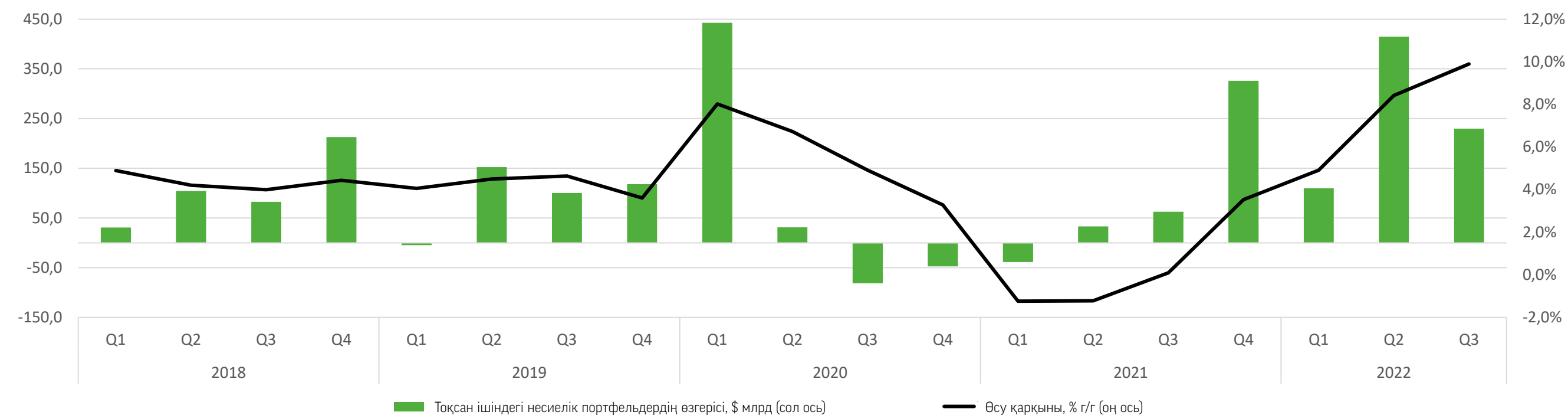
- NTM XLF-тің тікелей P/E еселігі 12,6х, бұл он жылдық орташа көрсеткіштен 14,6х төмен.
- NTM XLF-тің тікелей P/E еселігі 12,6х, бұл он жылдық орташа көрсеткіштен 14,6х төмен. Несиелеу деңгейінің төмендеуі және депозит мөлшерлемелерін қалпына келтіру 2019 деңгейіне дейін таза пайыздың қалыпты өсуіне аударылады.
- Банк секторы несиелік тәуекелдерді жоғары жабуға және капитал жеткіліктілігінің тұрақты коэффициенттеріне байланысты тұрақтылығын сақтайды, бұл мерзімі өткен несиелер үлесінің ұлғаюымен ықтимал шығындарды өтеуге және акцияларды сатып алу бағдарламаларын қолдауға мүмкіндік береді. Сектордағы ең тұрақтылар әртараптандырылған банктер болып табылады (Bank of America, JPMorgan Chase).
- Біз фактор ретінде банктердің сауда бөлімшелеріне (Goldman Sachs) және биржа саласына (CME Group) кірісті қолдау факторы ретінде жоғары құбылмалылықтың жалғасын күтеміз. Ғаламдық сұраныстың әлсіреуіне байланысты

төлеу жүйелерінің (Visa, Mastercard, American Express) өсуі, біздің бағалауымызша, 2022 жылғы 19% салыстырғанда 10%-ға дейін баяулайды.

- Қаржы секторының белгілемелері өсуінің перспективаларын бейтарап бағалаймыз.

Біздің сектор үшін ұсынысымыз: Чикаго тауар биржасы (CME), таргет: \$200. Ең ірі туынды биржаның операторы ретінде CME Group жаһандық орталық банктер және капитал нарықта-

рындағы құбылмалылықтың артуы болып табылады. Жыл басынан бері алаңдағы сауда көлемі жыл сайынғы 26%-ға өсті. Орта мерзімді перспективада компания туынды қаржы құралдарына инвесторлардың жоғары қызығушылығы мен нарықтық деректерге сұраныстың жоғары болуына байланысты өз жұмысын жақсартуды жалғастырады. CME шығындарды азайту арқылы маржиналдылықтың жоғары деңгейін (таза табыстың 53%) сақтайды. FactSet консенсусы 2023 жылы эмитент EPS-ті 12%-ға ұлғайта алатынын болжайды.



Дереккөз: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

Автопром

2022 жылғы негізгі үрдістер

- Жылдың екінші жартысында АҚШ-тағы автоөндірушілер өндіріс деңгейін біртіндеп қалпына келтірді. Қараша айының соңына қарай дайын көліктердің дилерлік қоры жыл сайын 70%-дан астам өсті, бірақ АҚШ-та жалпы жаңа сатылмаған автомобильдер әлі де айтарлықтай жетіспейді 2020 жылға дейін сақталған орташа тарихи мәндерге жетпейді (2,5–3 млн бірлік).
- Сату бағасы мен автомобильдерге сұраныс автотөлемдерінің өсуіне қарамастан жоғары болып қалуда, оның орташа мөлшерлемесі АҚШ-та бір жыл бұрынғы шамамен 2%-ға төмендегеннен кейін үшінші тоқсанда 7%-дан асты. Көліктердің жоғары бағасы автоөндірушілерді маржаның төмендеуінен құтқаруда, бірақ жеткізу тізбегіндегі мәселелер әлі реттелмеген.

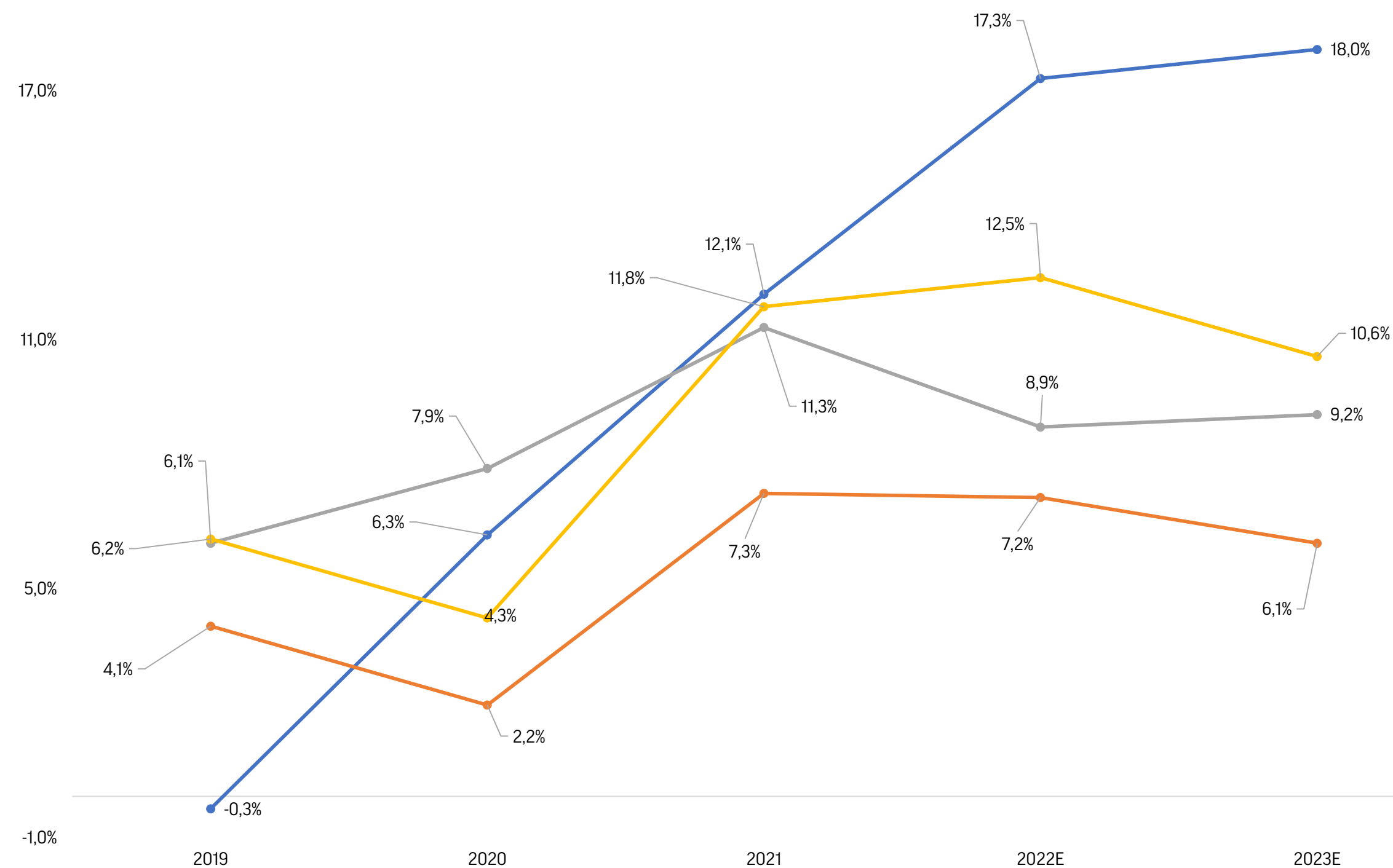
2023 жылға арналған күтулер

- Саладағы табыстың орташа өсімі өткен жылғы 3-5% ж/ж құрайды. 2022 жылдың соңындағы оң динамиканы ескере отырып, біз өндірушілер жеткізілімдерді ұлғайта береді деп сенеміз. Сонымен қатар, тарифтердің жоғарылауына байланысты автокөліктерге сұраныстың әлсіреуі салалық компанияларды сату бағасын төмендетуге мәжбүр етеді.
- Инфляциялық қысымдар мен логистикалық мәселелерге байланысты автоөндірушілердің таза пайдасы 2022 жылғы деңгейде қалуы мүмкін.
- Салалық компаниялар акцияларының ағымдағы бағалауын ескере отырып (медиана: 2023 жылға арналған 7 жылдық пайда болжамы), General Motors компаниясы (GM) акцияларын сатып алу үшін тартымды деп санаймыз.
- Сектор акциялары бойынша жалпы ұсыныс – «ұстап тұру».

Біздің сектор үшін ұсынысымыз: General Motors Company (GM), таргет: \$46. General Motors жария етілген стратегиясының аясында 2025 жылға таман бүкіл әлем бойынша 30 -дан кем емес электромобильдердің жаңа модельдерін шығаруды көздейді. Осы уақытқа дейін эмитенттің EV автомобильдерін сатудан түсетін кірісі жылына 1 миллион электромобиль шығарумен 50 миллиард доллардан астам болуы тиіс, ал

жалпы сатылым \$225 млрд асуы мүмкін (жылдық орташа өсу қарқыны шамамен 12%). Компания сондай ақ ақылды көліктерге арналған жаңа цифрлық платформаны іске қосуды жоспарлап отыр, бұл әрбір автокөлікті өндіруде \$ 2000 үнемдеуге мүмкіндік береді. Жеті жылдық пайданың ағымдағы нарықтық бағасы компанияның EV- сегментінің ауқымды өсу перспективаларын толық көрсетпеуі мүмкін.

компанияларының операциялық маржиналдығы **Tesla, Inc (TSLA)**, **Ford Motor Company (F)**, **General Motors Company (GM)**, **Stellantis N.V. (STLA)**



*Түзетілген операциялық пайда бойынша. Дереккөз: FactSet



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

Баламалы энергетика

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Жеткізу тізбегіндегі мәселелер жаңартылатын энергия көздерінен энергия өндіруді белсенді түрде арттыруға кедергі келтіреді.
- Батарея жасау үшін қолданылатын металдар және күн панельдері икемсіз жеткізіліммен сипатталады, бұл компанияларды ресурстар үшін күресуге мәжбүр етеді, бұл сала ойыншыларының маржасының қысқаруына және іске асырылып жатқан жобалар кезінде мәжбүрлі тоқтап қалуға алып келеді.

2023 жылға арналған күтулер

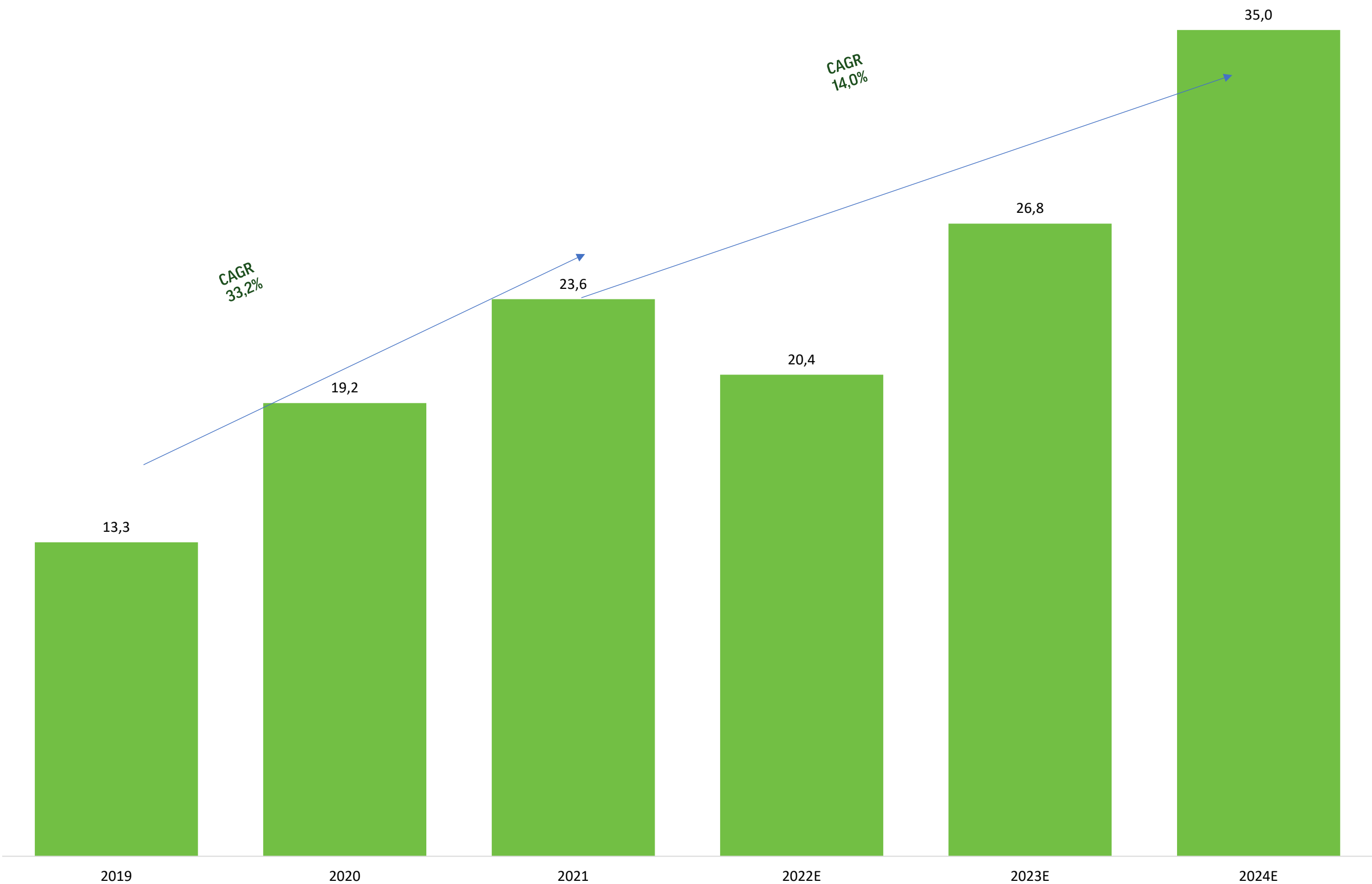
Баламалы энергияға деген сұраныс «Инфляцияны төмендету туралы» заңның қабылдануымен қолдау табады. Бұл нормативтік актінің маңызды пункттерінің бірі - үйлерінің энергия тиімділігін арттыратын азаматтарға 10 жылдық салықтық жеңілдіктер беру. Бұл бағдарламаны жүзеге асыру, Күн энергиясы индустриясы қауымдастығының (SEIA) есептеулеріне сәйкес, алдағы 10 жылда АҚШ-тағы күн қондырғылары заң күшіне енгенге дейінгі санының болжамды көлемдермен салыстырғанда 69%-ға ұлғаюына әкеледі.

- Өнеркәсіптік кәсіпорындардың сатылымы 30% ж/ж астамға өседі, оның ішінде ESG бағалауларын жақсарту бойынша белсенді жұмыс істеп жатқан АҚШ-тың ірі компанияларының сұранысының артуы есебінен. Өнеркәсіптегі EBITDA өсімі орта есеппен 60% ж/ж жетуі мүмкін.
- Жыл соңында сектордың акциялары плюсте болуы ықтимал.

Секторға арналған ұсынысымыз: Canadian Solar Inc. (CSIQ) және JinkoSolar Holding Co., Ltd. (JKS). Баламалы энергия компанияларының жалпы маржасы 2023 жылы қалпына келеді, дегенмен ол 2021 жылғы мәнінен асып түсуі екіталай. Бұл сценарий бойынша операциялық қызметін АҚШ-тан тыс жүр-

гізетін жаһандық компаниялардың акцияларын сатып алу әсіресе тартымды көрінеді.

АҚШ-тағы күн генерациясының анықталған қуаттылықтары, ГВт



CAGR – среднегодовые темпы роста. Источники: SEIA/Wood Mackenzie Power & Renewables U.S. Solar Market Insight report; расчеты аналитиков Freedom Broker



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

Денсаулық сақтау

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Сектордың бағалы қағаздары ФРЖ мөлшерлемелерін көтеру кезінде қорғаныс қасиеттерін көрсетті: жыл басынан бері XLV индексінің максималды төмендеуі 15% -дан аспады, ал желтоқсанда эталондық баға белгілеулері қаңтардағы мәндерден жоғары саудаланады.
- Саладағы ең жақсы серпінді ірі биотехнологиялық және фармацевтикалық компаниялар, сондай-ақ осы сегменттердегі сұраныстың төмен икемділігіне байланысты денсаулық сақтау провайдерлері көрсетті.
- Медициналық құрал-жабдықтарды өндірушілер инфляция мен жеткізу тізбегіндегі тұрақты проблемалардың қысымына ұшырады, бірақ бұл факторлардың теріс әсерінің шыңы бүкіл әлемде өтіп кеткенге ұқсайды.

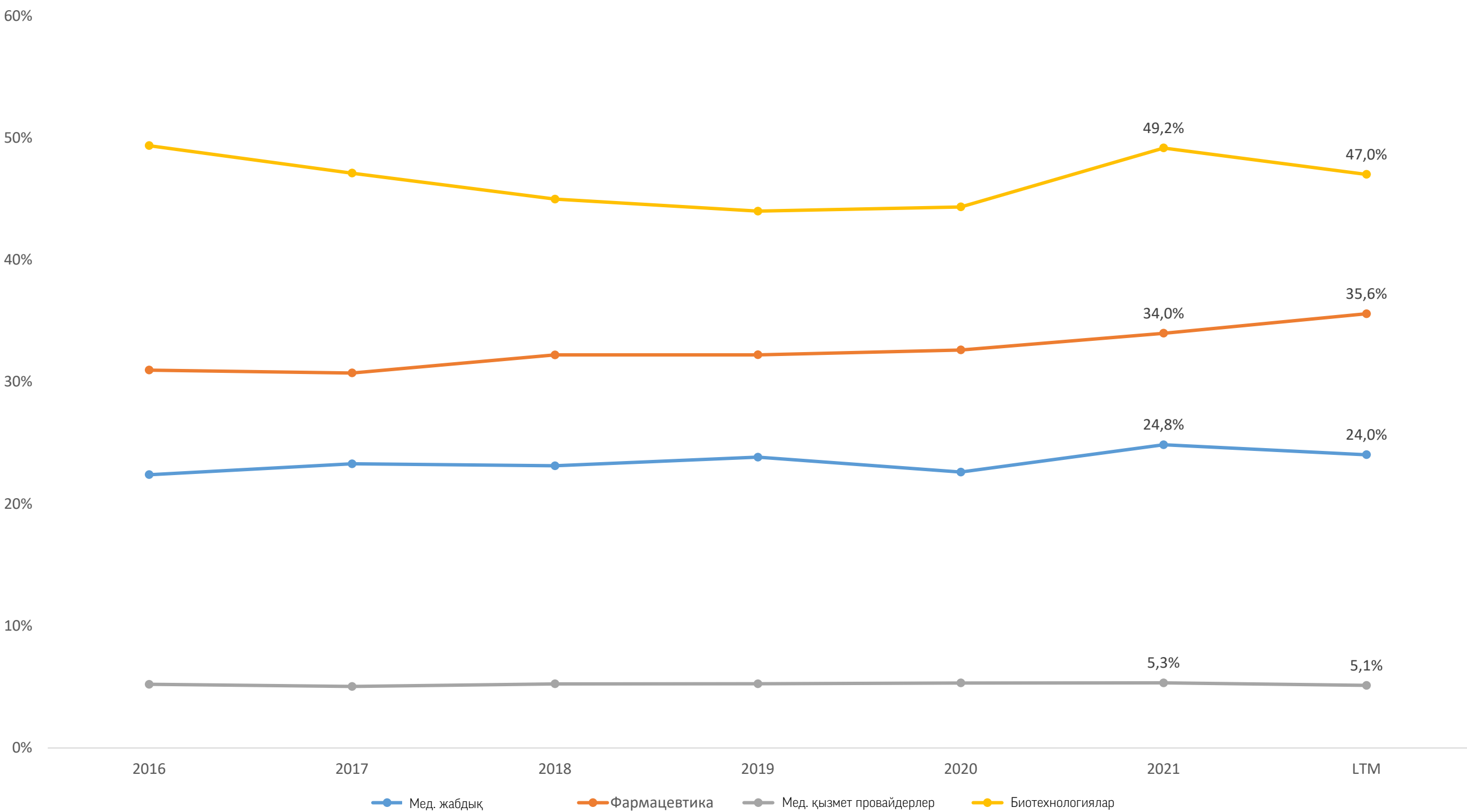
2023 жылға арналған күтулер

- COVID-19 сегментіндегі кіріс азаяды, бұл Pfizer және Merck компанияларына әсер етуі мүмкін. Дегенмен, басқа фармацевтикалық өнімдерді сатудан түсетін түсімдер 2-3% -ға өседі - тіпті құлдырау кезінде де, ол Бристол-Майерс Скуибб пен Джонсон және Джонсонның баға белгілемелеріне енгізілген. Биотехтар (Sarepta Therapeutics, Seagen) M&A мәмілелеріне жоғары қызығушылық танытуды жалғастырады. Біз фармацевтикалық өндірушілердің құжаттарындағы позицияларды қысқартуды және биотехнологиялық қағаздарды ұстауды ұсынамыз.
- Медициналық құрал-жабдықтарды өндірушілердің сатылымы COVID-19-ға байланысты кірістердің төмендеуіне және ауруханалардың жабдықты жаңартуға үнемдеуге ұмтылуына байланысты (+1%ж/ж) тоқырауы мүмкін. Қытайдағы антиковид саясатын жеңілдету жеткізу тізбегіндегі қысымды азайтады, бұл Intuitive Surgical, Medtronic
- Ауруханалар мен медициналық провайдерлер өсіп келе

жатқан шығындарды тоқтатуға тырысуда. Табыстың өсу қарқыны 6%-ға дейін баяулауы мүмкін, ал медициналық шығындардың арақатынасы (MCR) тарихи орташа көрсеткіштерге бейім болады. COVID-19 факторы сұранысқа айтарлықтай әсер етпейді. Сегмент кіріс пен EPS өсімі бойынша көшбасшылар қатарында болуы мүмкін. Ағымдағы позицияларды ұстауды ұсынамыз.перспективті препараттардың портфолиосын сәтті коммерциялайды. Эмитенттің өнімдеріне сұраныс әлі де күшті, ал қосымша тағайындаулар ұзақ мерзімді кірістердің өсу әлеуетін құрайды. Компания

2024 жылдың басында пайда әкелуі мүмкін, ал оның акциялары түбегейлі тартымды бағамен саудаланады. Merck тарапынан сатып алуы жоққа шығарылмайды.

Біздің секторға ұсынысымыз: Seagen (SGEN), таргет: \$173. Тәуелсіз және тез дамып келе жатқан биотехнология ретінде



Дереккөз: FactSet, Freedom Broker сарапшыларының есептері



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

Телеком және медиа

2023 жылға арналған күтулер

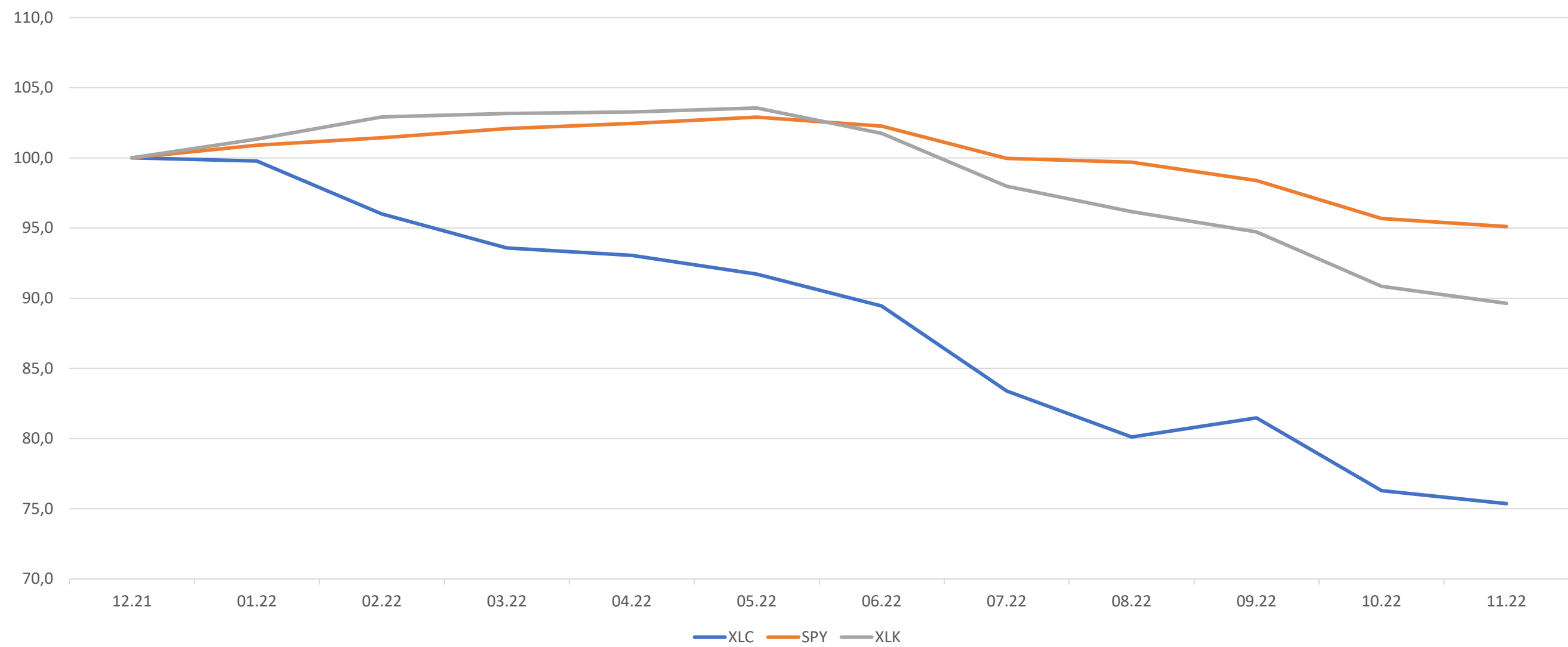
- Біз байланыс секторы (XLC) акцияларының өсу перспективаларын бәсең оң деп бағалаймыз. Біздің ойымызша, салалық бағалау инвесторларға біз болжап отырған қалыпты рецессия сценарийінде жеткілікті беріктікті қамтамасыз етеді. Басқаша айтқанда, форвардтық P/E одан әрі қысқаруы екіталай. 2023 жылдың екінші жартысында трейдерс кірістілігінің аздап төмендеуі бұл мультипликаторға 17X дейін қалпына келуге мүмкіндік береді.
- 2023 жылдың бірінші жартысы сектор үшін ең қиын болуы



Дереккөз: FactSet

мүмкінсектор үшін, өйткені кең жарнама нарығына әсер ету рецессия кезіндегі осалдықтың қосымша нүктесін жасайды. Дегенмен, XLC үшін 2022 жылға арналған консенсус күтулері кең нарық индексіне (SPY) және IT секторының индексіне (XLC) қарағанда айтарлықтай төмендегенін атап өтеміз. Бұдан әрі нашарлау тәуекелінің болжамдары шектеулі.

- Жылдың екінші жартысында интернет-жарнама нарығы тағы да өзінің кірісінің өсу қарқынын арттыра бастайды, бұл ең ірі ойыншылардың (Google, Meta Platforms**) акцияларын қолдайтын болады. Жарнама нарығының ең осал бөлігі - ағындық индустриядағы бәсекелестіктің күшеюімен бірге бейнеконтент жасаушылардың (Disney, Netflix, Paramount) үлестерінің болашағын бейтарап бағалауға мүмкіндік беретін теледидар сегменті.



Салыстырмалылықты арттыру мақсатында индекстелген, 2021 жылғы желтоқсан = 100. Дереккөз: FactSet

Біздің сектор бойынша ұсыныстарымыз: Take-Two (TTWO) және Elec- tronic Arts (EA), таргеттер: \$148 және сәйкесінше \$156. Тәуекел мен кірістің тартымды балансын бейне ойын индустриясында табуға болады. Біздің ойымызша, Take-Two және Electronic Arts бизнесі күшті операциялық тиімділік пен жаңа ойын шығарылымдарына арналған күшті орта мерзімді жоспарлардың арқасында таяз рецессия жағдайында да салыстырмалы тұрақтылық көрсетеді. Сонымен қатар, бұл компаниялардың қағаздары бағаланбаған көрінеді. TTWO-ның баға белгілеулері 2025 жылы барлық жанкүйерлер күтетін GTA VI шығарылымынан кейін белгілеменің өсу драйвері болуы мүмкін. EA акциялары компания бизнесіндегі ұялы сегменттің төмен үлесіне және спорт тренажерларының тұрақты портфолиосына байланысты консервативті инвесторлар үшін қолайлы.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

Өнеркәсіп

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Өткен жылы ETF XLI компаниялар салалық эталонының бөлігі болып табылатын түрлі бағыттағы динамиканы көрсетті.
- Жыл соңында өсудің көшбасшылары орташа өлшенген кіріс өсімі 59,8% болатын әуе тасымалдаушылары болуы мүмкін. Мұндай күшті динамика жолаушылар ағынының қалпына келуіне және билеттер құнының жоғары болуына байланысты. Бес XLI авиакомпаниясының төртеуі жылды пайдамен аяқтауды жоспарлап отыр.
- Жылдың аутсайдерлері аэроғарыш саласы және қорғаныс сегменттері болды, олар орташа өлшенген кірістің шамамен 3% өсуін көрсетеді және 1%-дан аз болды.

2023 жылға арналған күтулер

- Жолаушылар әуе тасымалы сегментінің өкілдері қаржылық көрсеткіштер бойынша саладағы жетекші позицияларын сақтайды: орташа алынған кіріс 10,7%-ға артады, ал пайда 2,5 есе ұлғаюы мүмкін.
- 2023 жылы аутсайдерлердің позициялары нақты өндірісті шамамен 4,5%-ға кеңейту есебінен нығайуы мүмкін. Қару-жарақтың кейбір түрлерінің сарқылуы АҚШ-тың 2023 қаржы жылына арналған әскери бюджетінің ұлғаюының себептерінің бірі болды: Қорғаныс министрлігінің шығыстары жыл сайын 8,1% ұлғайды. Нәтижесінде 2023 жылы сегменттегі орташа алынған кіріс өсімі 8,3%, пайда 37,9% құрайды. Соңғы көрсеткіштердің артуына ұшақтардың өндірісін арттырумен негізгі үлесті «Боинг» компаниясы белсенді түрде қосады. Оның қатысуынсыз сегменттегі кіріс пен пайданың өсуі 5,6% және тиісінше 8,7% деңгейінде күтілуде.

Біздің секторға ұсынысымыз: Delta Air Lines (DAL), таргет: \$42. Компанияның жолаушылар тасымалы пандемияға дейінгі деңгейге әлі қалпына келмесе де, кірісті айтарлықтай арттыра

алды. Халықаралық рейстерге сұраныс жоғары болып қала береді, ал Азия аймағындағы шектеулердің алынып тасталуы трафикті және қаржылық көрсеткіштерді жақсартуға көмектеседі. Іскерлік саяхат сегменті экономикалық құлдырау күткеніне қарамастан, 2023 жылы қалпына келуі мүмкін. Экономика сегментінде тұтынушылар үшін қызу күрес жүріп

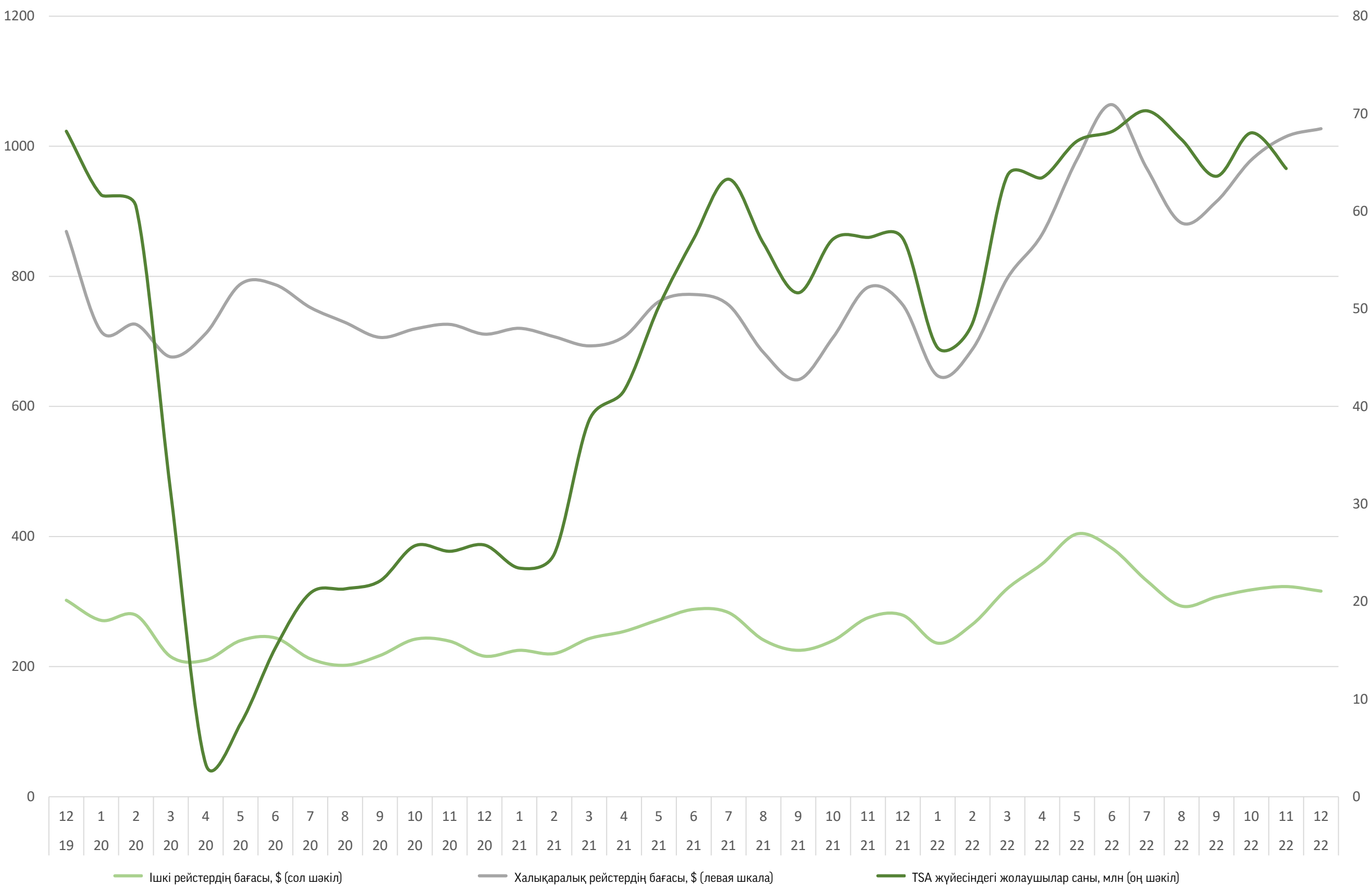
жатқанымен, компанияның премиум секторы кіріс құрылымындағы тарихи орташа динамика аясында жақсы көрсеткіштерді көрсетеді.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Дереккөз: TSA, Hopper Price Tracker

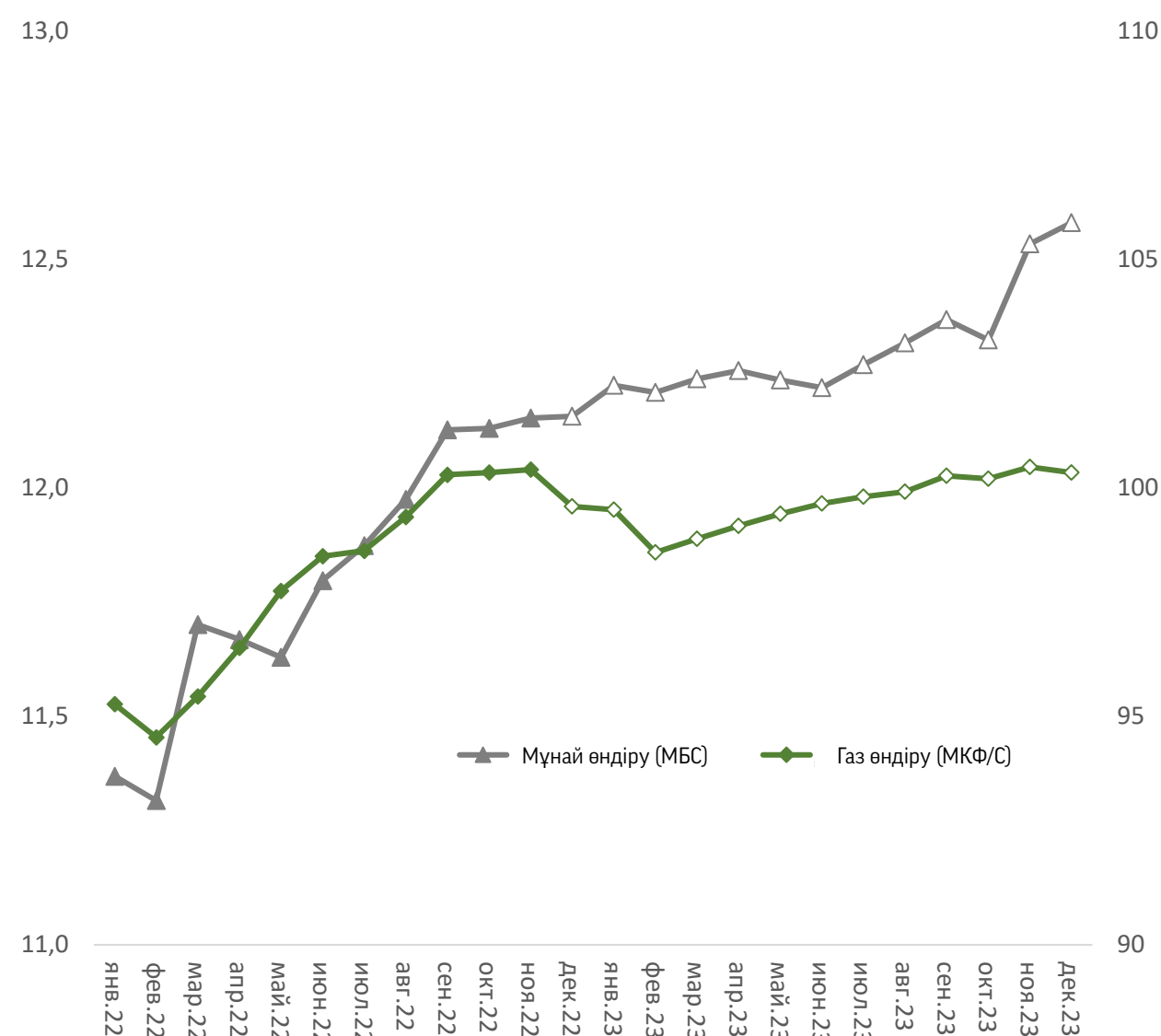
Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

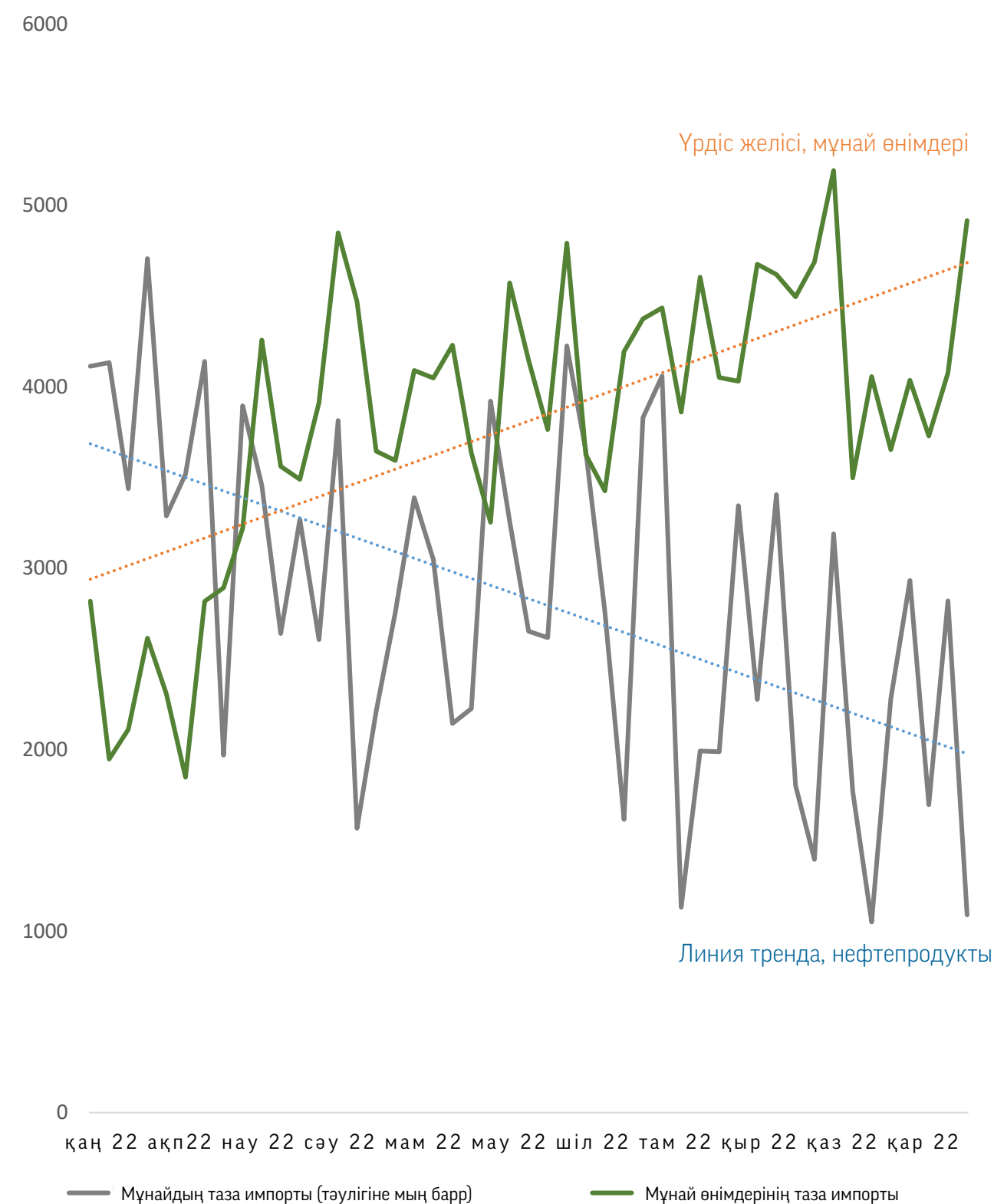
Мұнай-газ секторы

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Украинадағы жанжал және ОПЕК+ елдерінің өндірісті шектеуі WTI мұнайының орташа бағасының 40,5% ж/ж, \$95,7 дейін өсуіне алып келді (5 желтоқсандағы жағдай). АҚШ-тағы газ бағасы жыл сайынғы 77,4% ж/жөсіп, миллион британдық термалдық бірліктерге (BTU) \$6,6 дейін жетті.
- АҚШ-тағы мұнай өндіру жыл соңында 5,2%-ға өсіп, тәулігіне 11,8 млн баррельге дейін (MBR), содан кейін 2023 жылы тағы 4,1%-ға, 12,3 МБС дейін өседі. Газ өндіру 2022 жылы, 3,8ж/ж (2023 жылы +1,7%) қосып, 98 миллиард текше метр футке тәулігіне (МКФ/С) артады. Мұнай өнімдерін шығару 5,4% ж/ж, 15,9 МБС дейін артады (2023 жылы +0,6%).
- АҚШ-тан мұнай өнімдерінің таза экспорты жыл сайын 39%



ж/ж,3,8 МБС дейін өсті, мұнай импорты 12% ж/ж, 2,8 МБС дейін төмендеді.



- Әлемдегі белсенді бұрғылау қондырғыларының орташа саны 90 өткен жылы 1750-ге дейін артуы мүмкін (+28,6% ж/ж). Турасол көрсеткіш жеке АҚШ үшін 721 (+51,8%) құрауы мүмкін.

- 2023 жылға арналған күтулер Әлемдік экономиканың өсу қарқынының баяулауына байланысты энергия бағасы төмендейді. Базалық сценарий бойынша біз алдағы жылы WTI және АҚШ-тағы газ орташа есеппен \$70/барр (-30% жылдық) және тиісінше \$4,5/MMBTU (-25%) сатылады деп болжаймыз.
- Инфрақұрылымдық сегмент (құбыр және қойма операторлары) көмірсутектерді өндірудің өсуіне байланысты ең жақсы нәтижелерді көрсететін болады. Бес ірі тәуелсіз компанияның дивидендтік кірісі 6,6% құрайды.
- Біз мұнай кәсіпшілігіне қызмет көрсету секторының болашағын бейтарап деп бағалаймыз. Әлемдегі бұрғылау қондырғыларының белсенді паркі 8,6%-ға, 1900 бірлікке дейін кеңейе алады. АҚШ-та олардың саны 800-ге дейін артады (жылдық +11%).

Тау-кен өндіруші және өңдеуші кәсіпорындар өсу әлеуеті іске асырды. Олардың қаржылық жағдайының нашарлау тәуекелін, сондай ақ дивидендтер төлеудің және buy back көлемдерінің азаюын атап өтеміз.

Біздің секторға ұсынысымыз: Kinder Morgan (KMI), таргет: \$22,4. 2023 жылмұнай-газ секторының эмитенттерін қоса алғанда, циклдық компаниялар үшін оңайға түспейді. Компаниялар ішінде біз қамтыған инфрақұрылымдық Kinder Morgan компаниясы жақсы перспективаларымен сипатталады. Компанияның активтер портфелінде табиғи газды жинау, өңдеу және сақтаудың ірі жүйелері, ондай ақ сұйық көмірсутектерін тасымалдауға арналған инфрақұрылым объектілері бар. Kinder Morgan АҚШ-тағы СТГ қондырғыларына газ жеткізудің шамамен 50%-ын қамтамасыз етеді. Көмірсутектерді өндірудің артуы, мұнай өнімдері өндірісінің ұлғаюы және СТГ экспортының ұлғаюы 2023 жылы компанияға тоқсан сайынғы дивиденд төлемдерін 3%-ға, жылдық кірістілік 6,3%-ға дейін 0,285 долларға дейін ұлғайтуға мүмкіндік береді. KMI үшін біздің нысаналы болжамды бағамыз 23%. өсу әлеуетін көздейді.



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

Жылжымайтын мүлік

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Соңғы жартыжылда Green Street Commercial Property Price Index 13%-ға пандемия алдындағы кезеңге жақындады.
- Салалық қағаздар біркелкі емес динамика көрсетті. Аутсайдерлер орман алқаптарына иелік ететін қорлар болды: ағымдағы жылдың соңында WY кірісі (ETF XLRE бөлігі) номиналды мәнде іс жүзінде өзгеріссіз қалады және, ең алдымен, 2023 жылы тұрғын үй нарығында белсенділіктің әлсіреуі аясында азаяды. Travel-жылжымайтын мүлік сегменті ең жақсы серпінді көрсетеді: жыл соңында тиісті қордың кірісінің өсуі кейінге қалдырылған жоспарды жүзеге асыру аясында шамамен 70% құрайды.

2023 жылға арналған күтулер

- Жылжымайтын мүлік нарығы үшін негізгі тәуекел АНС қатайту болып қала береді, бұл капиталдандыру мөлшерлемесін ұлғайту болып табылады: бұл орташа нарықтық көрсеткіш шамамен 1 т.б. артуы мүмкін, бұл, өз кезегінде, мүлікті қайта бағалауға алып келеді және таза активтердің түзетілген құнына нарықтық сыйлықақыны қалыптастырады. Нәтижесінде бұл XLRE ETF-ті 10% аралығында төмендетуі мүмкін.
- Консенсус болжамына сәйкес, жақсырақ кіріс динамикасы көрсетілген барлық салалық активтердің ішінде (жылдық 28+%) Prologis траст компаниясы Duke Realty жойылғаннан

кейін жылжымайтын мүлік объектілерінің тізімін кеңейту есебінен алды.

Біздің секторға ұсынысымыз: Digital Realty Trust (DLR), таpгeт (консенсус): \$123. DLR – корпорациялар үшін сервер сыйымдылығы мен хост жабдықтарын қамтамасыз ететін жылжымайтын мүлік қоры. АНС одан әрі қатайтылуының өзінде акциялар оның түзетілген таза актив құнына жеңілдікпен сауда жасайды. Кейбір аналитиктердің сервер нарығының келешегі туралы қорқынышына қарамастан, 2023 жылға арналған консенсус болжамы бос үй-жайлар үлесінің 2022 жылы күтілетін 16,2%-дан 15,5%-ға дейін төмендеуін болжайды. DLR таза операциялық кірісі 9%-ға өседі деп күтілуде

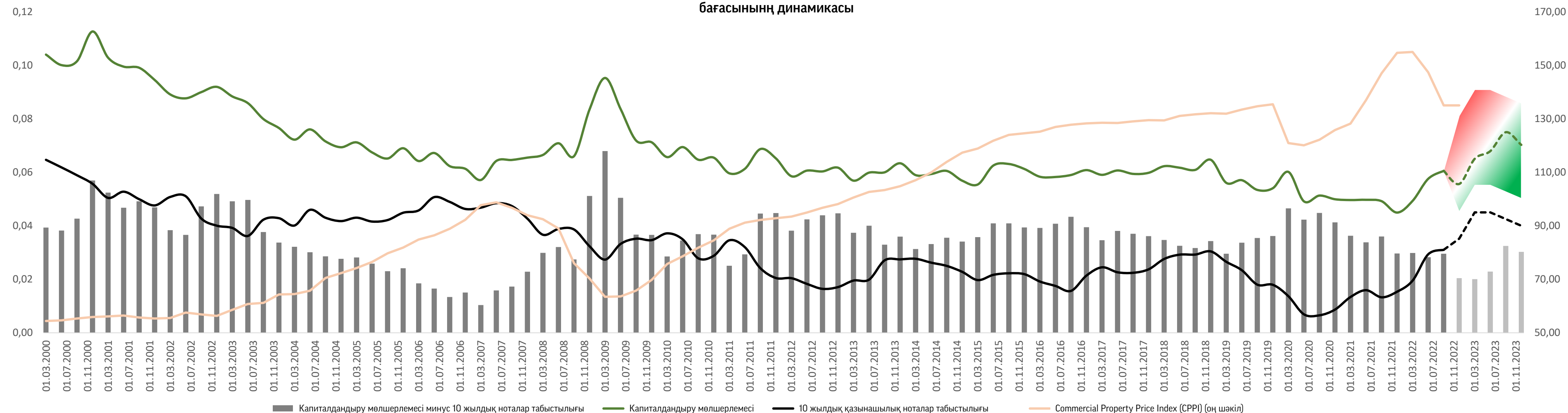


2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Капиталдандыру мөлшерлемесінің, 10 жылдық қазынашылық ноталар табыстылығының және жылжымайтын мүлік бағасының динамикасы



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

Технологиялық сектор

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Жыл қорытындысы бойынша АТ саласы S&P 500-дегі барлық салалар арасында 23,5% жоғалтып, кеңірек нарықта қарапайым құлдыраумен ең нашар нәтижелердің бірін көрсетті. Сегменттің негізгі қысымдары қатаң АНС, жеткізу тізбегіндегі үзілістер, Қытайдағы COVID-ке қарсы шектеулер, смартфондар мен компьютерлерге тұтынушылық сұраныстың нашарлауы, сондай-ақ жартылай өткізгіш өнімдер қорларының өсуі болып табылады.
- S&P 500-ге қатысты ІТ мультипликаторының сыйлықақысы 2020-2021 жылдардағы рекордтық деңгейден кейін төмендеуін жалға стыруда.

2023 жылға арналған күтулер

- Қазір P/E NTM және кең нарық сегменті жалпы алғанда 24 тарихи орташадан жоғары. 22 Нәтижесінде, біз бірінші жартыжылдықта АТ секторлары компанияларын бағалауларға қысым жасауды, одан кейін бейтарап динамика және бағалы қағаздар позициясының жақсаруын, соңына қарай S&P 500-ге қатысты саланың жақсаруын күтеміз. 16
- Инвесторлар осы эмитенттердің позициясындағы кіру нүктелерін нарық тәуекелдері іске асып, саланың преспективалары анықталған соң іздей бастайды. Сектордағы компаниялар кең нарыққа қарағанда орташа алғанда қаржылық тұрақтылықпен сипатталады және бұл үрдіс 2023 жылы сақталады.
- Саладағы орташа операциялық маржа соңғы 4 10 жыл жалпы нарық бойынша 15,6%-ға қарсы 26,3%-ды құрады. 2023 жылға болжам көрсеткіштердің 29,7%-ға дейін және сәйкесінше 17,1%-ға дейін артуын көрсетеді. 0
- АТ компаниялары S&P 500 салыстырғанда 2023 жылы кірісті жоғары қарқынмен өсіретін болады. Бұл ретте 2024 жылы орташа тарихи мән 8-9% ж/ж қайтуын күтуге болады.

EPS саласының компаниялары 1–3%-ға түзетіледі, яғни сектордағы кіріс динамикасы дакелесі жылы кең нарықтағыға қарағанда жақсырақ болады. Бұл басқа салалардың эмитенттеріне қарағанда сектордың маржаға қысыммен ертерек бате бет келуімен түсіндіріледі.

Біздің секторға ұсынысымыз: Palo Alto Networks (PANW). кибер- қауіпсіздік пенгибридті бұлтқа шоғырлану нарқында жетекші позицияларға ие. PANW өнімдік платформаны жыл-

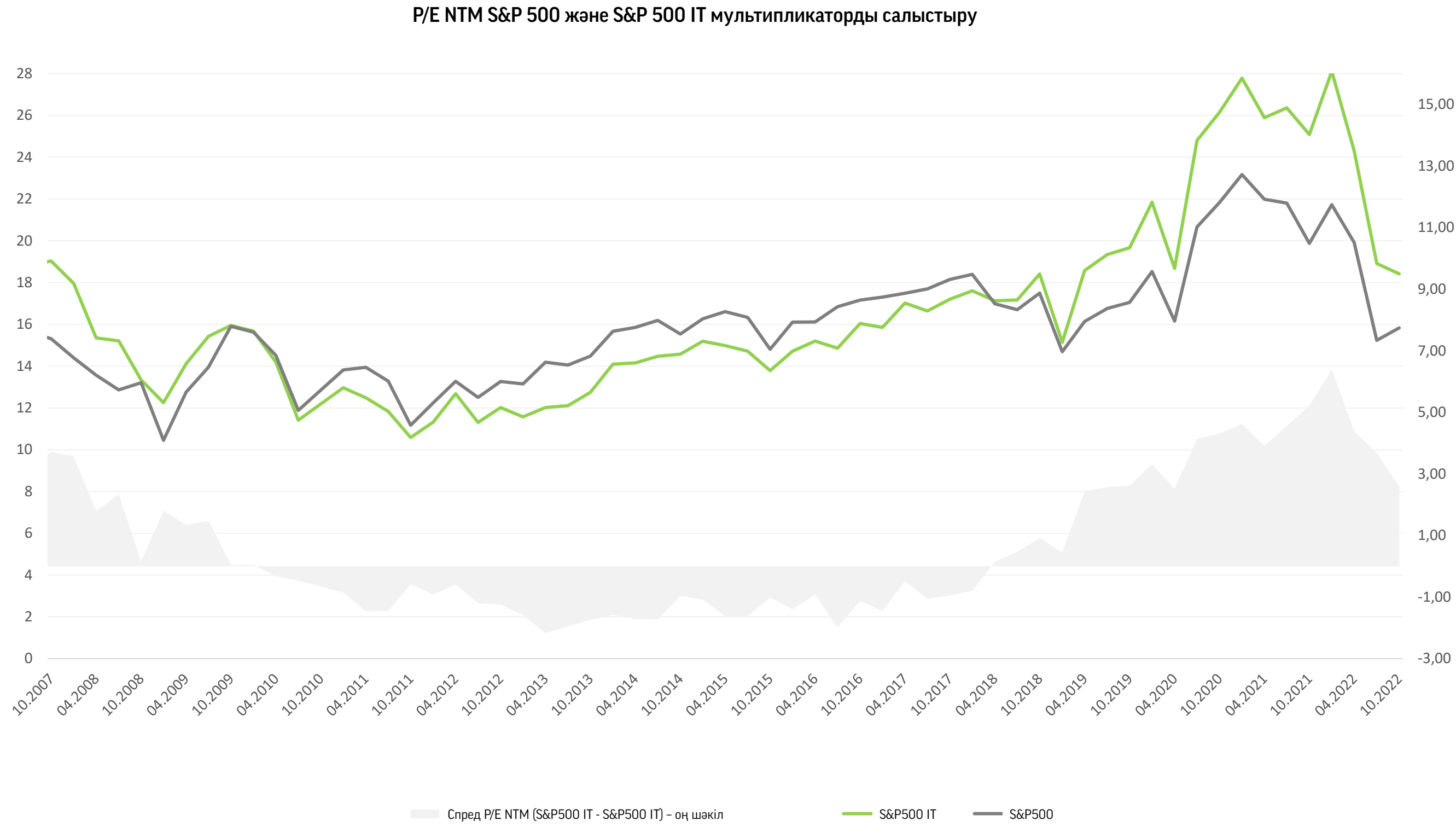
дам кеңейтеді және SASE-сегментте кросс-сатылымдар мен FireWall бағытындағы клиенттердің арқасында айтарлықтай әлеуетке ие. Менеджмент анағұрлым болашағы бар бағыттардағы M&A-мәмілелерінің нүктелік саясатын тиімді жүргізеді. Эмитент 20%-дан астам бизнесті жыл сайын арттыру әлеуетіне ие. Еркін ақша ағынының маржасы үшін бұл көрсеткіш 30%-дан астамды құрайды. Palo Alto Networks маржиналдықты тұрақты арттырады және 2023 жылдың өзінде S&P 500 құрамына кіруге барлық мүмкіндіктері бар.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Индустриялар мен секторлар бойынша болжам

Бейімделу кезеңі

Қытай нарығы

2022 жылдың негізгі үрдістері

- Жылдың айтарлықтай бөлігінде қытай эмитенттерінің акциялары Шығыс еліндегі елеулі әлеуметтік-экономикалық және геосаяси тәуекелдері аясында түзетілді. Алайда қараша айынан бастап жағдай күрт өзгерді: Қытай нарығы үкімет ковидке қарсы шектеулерді жеңілдетіп, құрылыс секторын қаржыландырудың жаңа пакетін жариялағаннан кейін қарқынды өсе бастады.
- Тайваньдағы қақтығыстың өршу тәуекелі де азайды, себебі Қытайды қолдайтын партия жергілікті сайлауда жеңіске жеткендіктен, Қытай мен АҚШ басшыларының қарашадағы кездесуі тараптар арасында санкциялар мен экономикалық ынтымақтастық мәселелері бойынша диалогқа үміт берді..
- Сонымен қатар, соңғы кездері Қытайдың технологиялық секторын мемлекеттік реттеу қатаңдатылған жоқ, АҚШ реттеушісі жүргізген тексерулерден кейін Қытай акцияларын АҚШ нарығынан делистинг тәуекелдері азайды.

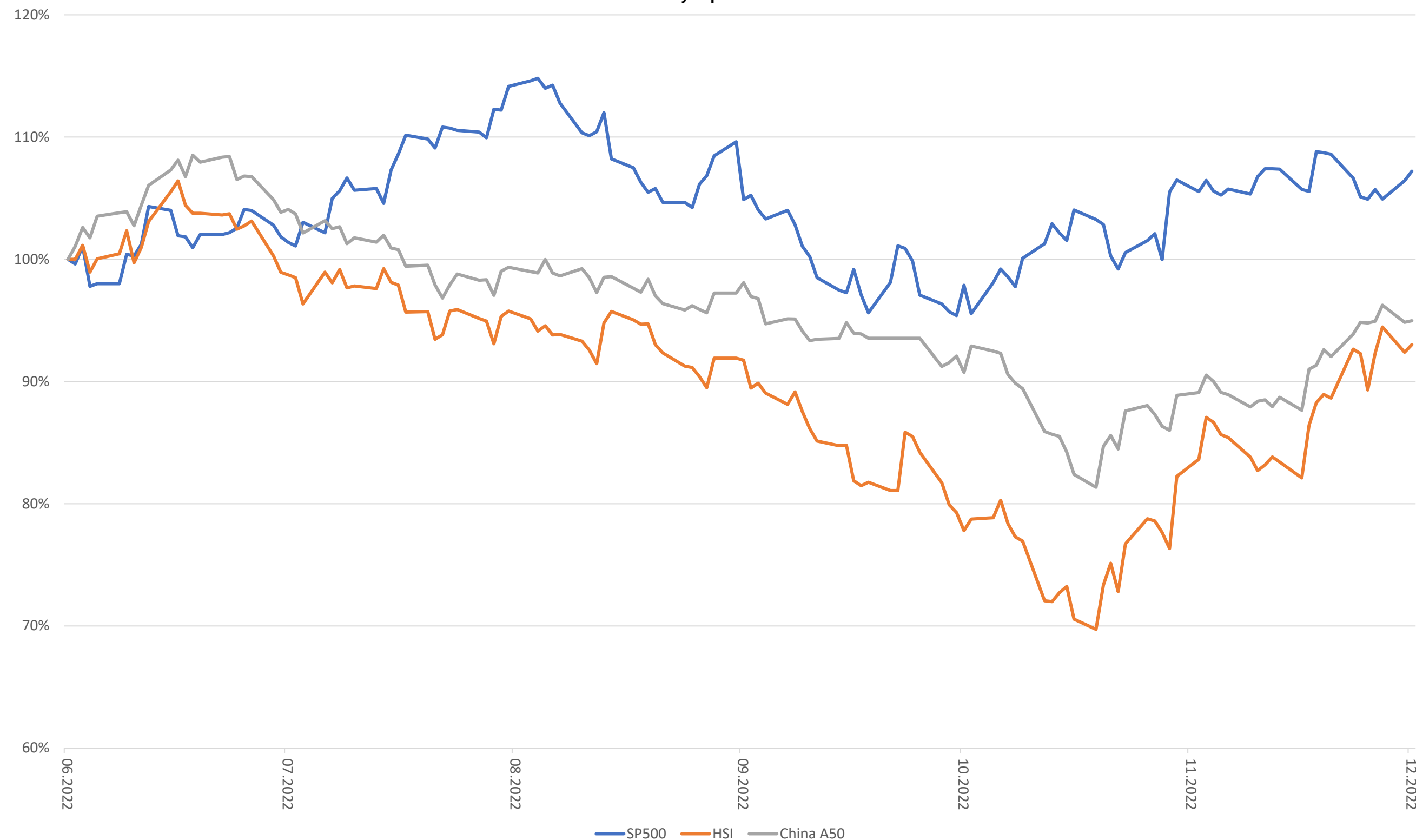
2023 жылға арналған күтулер

- Кең қытай нарығының өсуін болжаймыз: жарты жыл ішінде HSI индексінің P/E көрсеткіші 6,8-ден 8,5–9-ға дейін және EV/EBITDA 9,3-тен 11–11,5-ке дейін өсуі мүмкін, ал Қытайдың A50 индексі үшін біз P/E 12,1-ден 14–14,5-ке дейін және EV/EBITDA 12,3-тен 14,5–15-ке дейін көтеріледі деп күтеміз
- Нарықтағы динамиканы бөлшек саудагерлер, авиатасымалдаушылар, туризм, туризм және қоғамдық тамақтандыру сегменттерінің өкілдері көрсетеді.
- Мемлекет қолдау көрсететін инновациялық компаниялар (бағыттар: жасанды интеллект, жартылай өткізгіштер, күн энергиясы және электр көліктері) қағаздары тартымдылығын сақтайды.

Қытай нарығына біздің ұсынысымыз - Li Auto (LI). Біз ұзақ мерзімді тауарларға сұраныстың өсуіне банктік қызмет жасаймыз және үкімет қолдайтын компанияларға инвестицияларды қолдаймыз. Нәтижесінде Li Auto қағаздарын мұқият қарауды ұсынамыз. Автокөлік өндіруші гибридіт электромобильдерді сату рекордтарын жаңартып жатыр, ал антиковидке қарсы шектеулерді алып тастау өнімге сұранысты арттырып қана

қоймайды, сонымен қатар жеткізу тізбегіндегі жағдайға оң әсер етеді. Бәсекелестерге қарағанда жоғары маржиналдықпен біріктірілген мемлекеттік қолдау Li Auto-ға бұрын салғастырылған компаниялардан бұрын заласыздық нүктесіне шығуға мүмкіндік береді. Li Auto машиналарының кеңейтілген ассортименті оған әлсіз дамыған инфрақұрылымдары бар нарықтардағы үстем жағдайды береді.

Дереккөздер: Bloomberg, Freedom Broker аналитиктерінің есептеулері



Дереккөз: Bloomberg, расчеты аналитиков Freedom Broker

2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

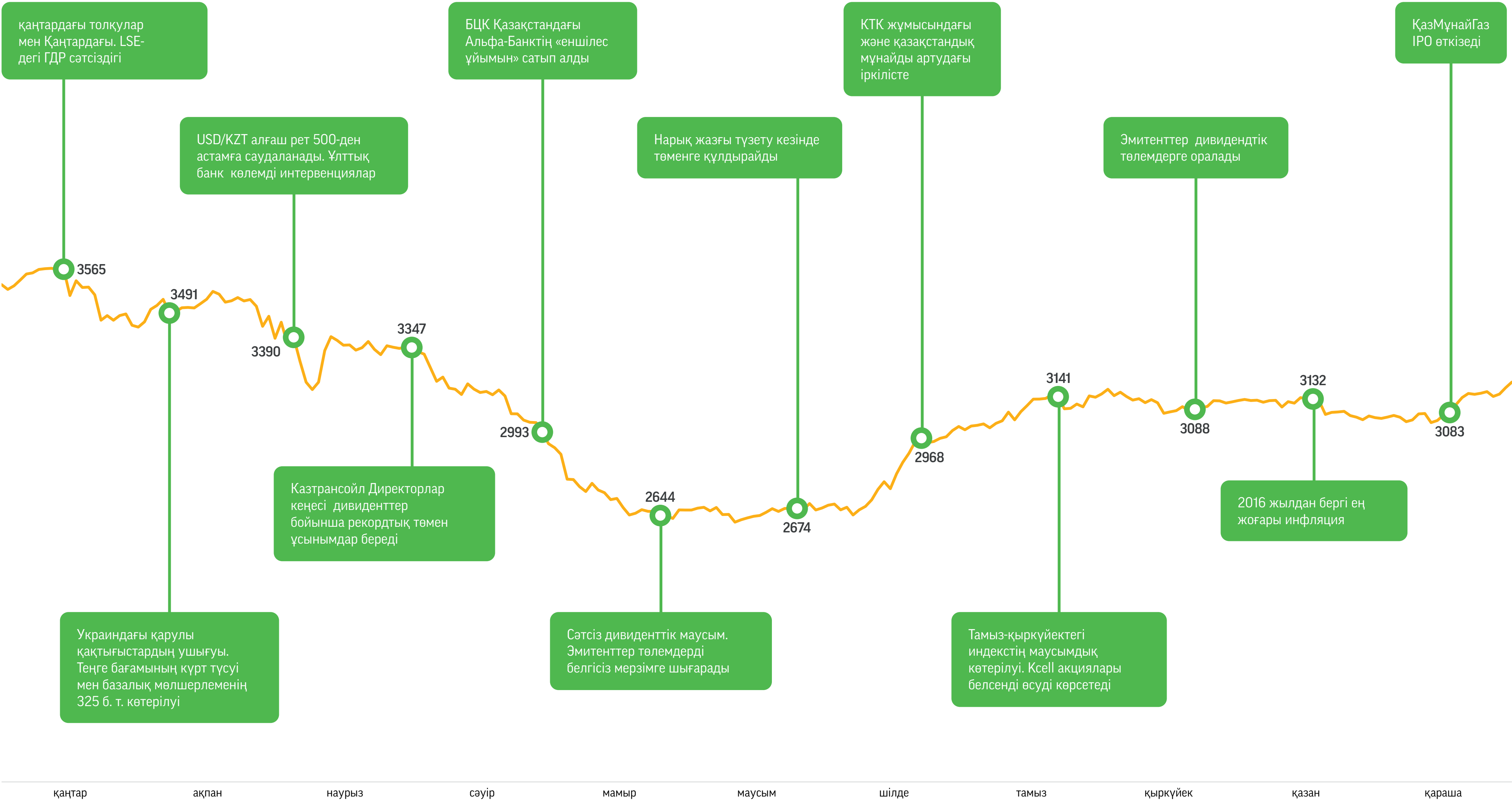


2022 жылғы Қазақстан нарығы (KASE индекс)

Маңызды жаңалықтар бір ақпараттық кескінде



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



Қазақстан нарығы. Жыл қорытындылары

Күрделі бастау – сенімді аяқтау

Макроэкономикалық қиындықтарға қарамастан теңгенің құнсыздануы және геосаяси жағдайдың шиеленісіне қарамастан, KASE сыртқы нарықтармен салыстырғанда аз құбылмалылық көрсетті, желтоқсанның ортасында 11,5%-ға түзетілді, ал S&P 500 17,5%-ға төмендеді

2022-жылғы кең нарық индексінің динамикасын келесі факторлар анықтады.

Монетарлық саясаттың қатаюы. 2022 жылдың басында-ақ инфляция әлемдік нарықтар үшін күрделі мәселеге айналады деген түсінік болды. Онымен күресу үшін бүкіл әлем бойынша орталық банктер мөлшерлемелерді көтеру циклін бастады, бұл көптеген активтердің құнына теріс әсер етті. АҚШ-тың қазынашылық кірістілігі мен күшті доллар жыл бойы дамып келе жатқан нарықтарға әсер етті.

Аймақтағы мөлшерлемелердің тез көтерілуінің тағы бір себебі Украинадағы қақтығыс болды. Наурызда әлсіреген теңгенің қысымы жергілікті нарықта байқалды: эмитенттер жылдағы пайда болжамын асығыс қайта қарай бастады. Нәтижесінде Қазақстандағы базалық мөлшерлеменің өсуі KASE индексіне де барлық дерлік эмитенттердің, әсіресе дивиденд фишкаларының капиталдануына кері әсерін тигізді.

Дивидендтер. Қолайсыз нарықтық жағдайларға байланысты наурыз-сәуір айларында және макроэкономикалық тәуекелдерге байланысты эмитенттердің көпшілігі өте сақтықпен әрекет етті, акционерлерге төлемдерді бекітуді тоқтатты немесе белгісіз мерзімге кейінге қалдырды. Соған қарамастан, кейінге қалдырылған дивидендтердің барлығы дерлік қазан-қараша айларында бөлінді, ал Қазақтелеком, Қазатомөнеркәсіп және Kaspi.kz төлемдер көлемін тіпті арттырды.

Маусымдылық. «Қара аққулардың» кезеңді түрде пайда болуына қарамастан, қазақстандық нарық кейбір жағдайларда дәстүрлі маусымдылықты көрсетті, атап айтқанда, дивидендтен кейінгі түзету және тамыз-қыркүйекте активтер белгіленімінің сенімді қалпына келуі.

Сыртқы нарықтармен салыстырғанда аз құбылмалылық. 2022 жыл ішінде KASE индексі 11,5%-ға төмендеді (8 желтоқ-

сандағы деректер), ал S&P 500 шамамен 17,5% жоғалтты. Көп жағдайда қазақстандық эталонның неғұрлым сенімді серпіні жергілікті қор биржалары сыртқы нарықтарға қарағанда тұрақты болып көрінген қыркүйектен желтоқсанға дейінгі күшті кезеңге байланысты болды. Бұл ретте теңге күшті долларға қарамастан төмен құбылмалылық танытты. Дегенмен, бұл негізінен ресейлік рубльмен корреляцияға байланысты, ол да қарастырылып отырған кезеңде тұрақты болды.

Оқиғалар хронологиялық тұрғыдан былай өрбіді. 2022 жылдың бірінші жартысы Қазақстан нарығы үшін айтарлықтай қиын болды. Қаңтардағы елдегі толқулар, интернеттің жабылуы, жұмыс істемейтін биржалар мен айырбастау пункттері күрделі сынаққа айналды, бірақ келесі айда жағдай одан сайын күрделене түсті. Өте қолайлы 2021 жылдан кейін инвесторлар ақпанның үшінші онкүндігінде келетін 2020 жылғы сияқты тағы бір «қара аққумен» бетпе-тек келуге мәжбүр болды. Украина аумағында қарулы қақтығыстың өршуінен кейін Қазақстанның ұлттық валютасы күрт әлсіреді: USD/KZT жұбы тарихта алғаш рет 500 шегін бұзды. Содан кейін Ұлттық банк бағамды күрт көтерді, өйткені бұл 2020 жылдың көктемінде болды. Нарықтағы тұрақсыздыққа Ресейге қарсы санкциялар Қазақстанға да әсер етуі мүмкін деген қауесеттер түрткі болды. Ақпан айының басында теңге құлдыраған рубльге сәйкес жылжыды, бірақ кейін «ресейлік» айтарлықтай нығайды, ал қазақтың ұлттық валютасы мұндай күшті динамика көрсете алмады. Нәтижесінде рубль мен теңге бұрынғы 5-6 емес, 7-ден жоғары деңгейде жаңа паритетке келді. Бұл фактор сыртқы экономикалық тәуекелдердің жоғарылауымен

Ансар Абуев,
Freedom Broker қаржылық талдау
департаментінің кіші аналитигі



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

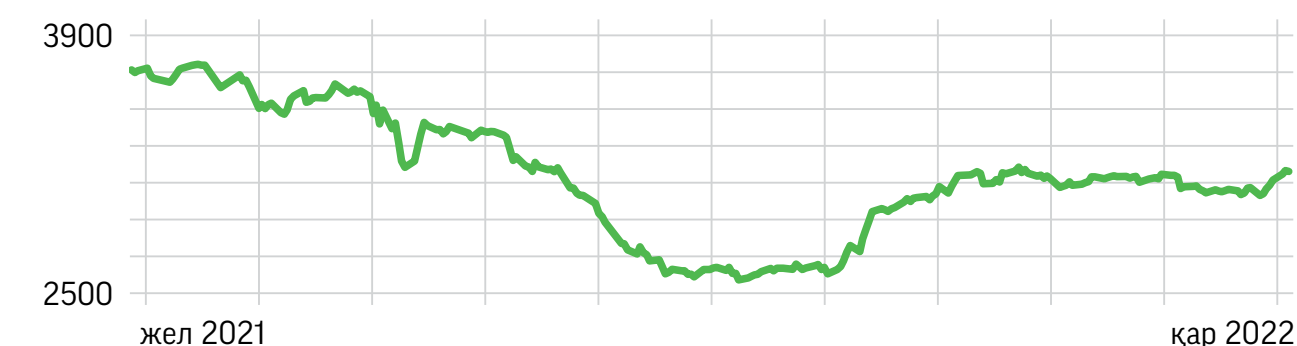
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

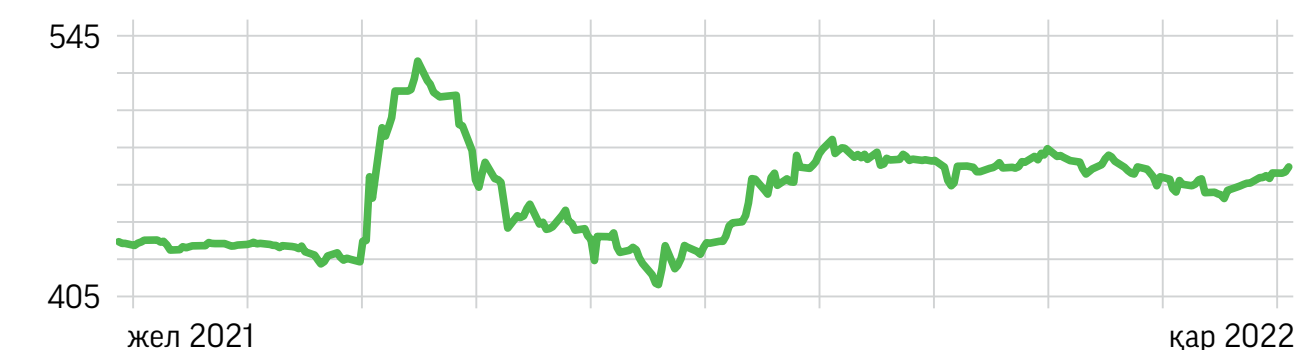
Жылдың басынан бергі акциялар динамикасы

Акция	05.01.2022 мәні	08.12.2022 мәні	Өзгеріс, %
KASE индексі	3 565,02	3 156,31	-11,5%
Банк ЦентрКредит (KASE)	407,00	619,52	52,2%
Kcell (KASE)	1 567,98	1 568,00	0,0%
Kaspi (GDR)	82,00	74,90	-8,7%
KEGOC (KASE)	1 860,01	1 600,00	-14,0%
Халык Банкі (GDR)	13,60	11,30	-16,9%
Казатомпром (KASE)	15 715,00	12 717,00	-19,1%
Қазақтелеком (KASE)	34 864,18	27 700,00	-20,5%
Қазатомпром (GDR)	37,50	28,86	-23,0%
Халык Банк (KASE)	175,02	128,89	-26,4%
Kaspi (KASE)	49 833,00	33 814,80	-32,1%
Казтрансойл (KASE)	1 065,06	605,99	-43,1%

KASE индексінің динамикасы, 1 жыл



USD/KZT динамикасы, 1 жыл



Қазақстан нарығы. Жыл қорытындылары

Күрделі бастау – сенімді аяқтау

бірге елдегі инфляцияның үдеуіне қосымша ықпал етті. Наурызда нарық теріс үрдісте болды, дегенмен бұл әдетте маусымдық күшті ай, өйткені дәл осы кезеңде KASE индексінің компаниялары дивидендтер бойынша шешім қабылдады. Дегенмен, 2022 жылы көптеген эмитенттер төлемдерден бас тарту немесе кейінге қалдыру арқылы сақтық танытты. Инвесторлар 2020 жылдың көктемінде де осындай жағдайға тап болды, сондықтан дивидендтердің айтарлықтай төмендеуі күтілмеді. Нарыққа ауыр соққы «Қазтрансойл» компаниясының рекордтық төмен төлемдерді бекіткен шешімі болды - акцияға бар болғаны 26 теңге. Қазақстандық дивиденд ақсүйектері үшін бұл өте төмен көлем болып табылады, бұл басқа дивиденд фишкалары үшін нарықтық күтуді төмендетуге алып келді. Жаз айларында KASE активтері осыған ұқсас 2018-2019 және 2021 жылдардағы үрдістерге сәйкес саудаланды. Белгілі оқиға Kcell акцияларының күрт құлдырауы болды, содан кейін қалпына келтіру болды, өйткені мұндай күшті қозғалыс жалпы нарықтық индекске айтарлықтай әсер етті. Маусым айының соңында төменгі деңгейдің жақындағанын мойындай отырып, біз тамыз айының соңында шарықтау шегіне жеткен және қыркүйекте әлсірей бастаған өсу толқынын ұстау үшін инвесторларға принципті тартымды бағалы қағаздарда ұзақ позицияларды ашуды ұсындық. Төртінші тоқсан бенчмарк үшін бейтарап болды, бірақ қазірдің өзінде біз келесі жылы өсудің белгілі бір резервін көріп отырмыз. Біріншіден, KASE индексінің ірі компаниялары (Kcell-ден басқа) кейінге қалдырылған дивидендті бөлді және олардың іргелі көрсеткіштері 2023 жылы төлемдерді ұлғайту мүмкіндігін көрсетеді. Екіншіден, 2022 жылдың соңына қарай индекс қыркүйек айындағы ең жоғары деңгейдің сынағымен келді және біз бұл деңгейдің бұзылуы келесі жылдың басында болады деп сенеміз. Үшіншіден, төртінші тоқсанда компаниялардың баға белгілеулерінің өсуі мен қалпына келуі іргелі мақсаттарға қол жеткізуге мүмкіндік береді. Айта кетейік, жыл KASE-де ресейлік бағалы қағаздар үшін

өте сәтсіз болды. Акциялардың саудасы тоқтатылды, активтерге тыйым салынды. Сбербанк пен ВТБ делистинг туралы шешім қабылдады. Сонымен бірге, 2022 жылы KASE Global платформасының әлеуеті толық ашыла бастады, мұнда NYSE, NASDAQ және Euronext-те негізгі листингі бар құралдардың саудасы басталды. Қаржылық нәтижелер. 2022 жылғы эмитент есептері аралас болды. Бірінші тоқсандағы күтпеген жағдай «KEGOC» АҚ-ның үкіметке табысты ЖЭК жөніндегі ҚЕАО ЖШС сыйға тартуы туралы жаңалық болды, бұл кірістің өсуіне қарамастан компанияның қаржылық көрсеткіштеріне айтарлықтай қысым жасады. Сонымен қоса, қаңтардағы толқулар мен наразылықтардың салдары мемлекеттік компаниялардағы повышение заражалақының өсуі болды. Атап айтқанда, «Қазтрансойл» компаниясында еңбекақы 34 пайызға өсіп,

өнімнің өзіндік құнын арттырып, табыстылықтың айтарлықтай төмендеуіне әкелді. Бұл үрдіс екінші тоқсанда жалғасты, нәтижесінде біз бағалы қағаздың мақсатты бағасын төмендеттік, сонымен қатар оны жабудың бүкіл кезеңінде бірінші рет «сату» туралы ұсынысымызды қайта қарадық. Қараша айында эмитенттің баға белгілеулері өзінің тарихи төменгі деңгейін жаңартқанын ескерген жөн. Бұл ретте Халық банкі, Kaspi, Қазақтелеком және Қазатомөнеркәсіп қаржылық нәтижелерін жақсартуды жалғастырды. Дегенмен, бұл бағалы қағаздардың баға белгіленімдері әрқашан оң есептерді толығымен қайтара алмады, осылайша қосымша құн өсу үшін жағдай туғыфзды.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



2023 жылғы Қазақстан нарығы

Қалпына келтіру аясында

Келесі жылдың басты үрдістері:

1. Сыртқы нарықтардағы оң динамика. Біздің болжауымызша, 2023 жыл әлемдік нарықтардағы құлдырау үрдісінің соңы болады. Бірінші жартыжылдықта, ең алдымен, ФРЖ мөлшерлемелерді көтеру циклін аяқтайды, бұл дамушы экономикаларға оң әсер етеді. Біздің ойымызша, Қазақстан үшін негізгі триггер нарықтың ішкі өсу әлеуеті болатынына қарамастан, қолайлы сыртқы экономикалық орта елеулі қолдау көрсете алады.

2. Дивидендтер. Халық банкі, Қазақтелеком және Kaspi наурызда тоқтатылғаннан кейін дивидендтерді бөлуді 2022 жылдың екінші жартысында қайта бастады. Төлемдер бастапқыда нарық күткеннен әлдеқайда қарапайым болғанымен, олар келесі жылы көтерілуі мүмкін. Бұл үшін Халық банкінің әлеуеті зор. «Қазақтелеком» да 2022 жылы еркін ақша қаражатының айтарлықтай өсуінен кейін Және шоттарда ақша қаражатының айтарлықтай саны жинақталған-

нан кейін дивидендтерін арттыруы мүмкін. Мұнымен қоса, Қазақстан нарығындағы жаңа Қазмұнайгаз болады.

3. Бастапқы орналастыру мен жаңа акциялар бенчмарк құрамында. KASE өкілдік тізіміне индекстегі тоғызыншы қағаз болып «Қазмұнайгаз» енетіні қазірдің өзінде белгілі. Біздің ойымызша, бұл жағымды сәт, өйткені жаңа жоғары сапалы актив нарыққа қаражат тартуға көмектеседі. 2022 жылдың мамыр айында Kaspi.kz акциялары индекске қосылды, ол KASE жазғы раллиі кезінде өсудің маңызды драйверлерінің бірі болды: шілденің ортасынан желтоқсанның басына дейін финтех баға белгілеулері 60%-ға өсті. 2023 жылы «Самұрық-Қазына» қоры активтерінің тізімінен тағы бірнеше ірі IPO күтілуде, дегенмен, қазіргі уақытта өзінің «Fly Arystan» дискаунтері арқылы «Эйр Астананың» орналастыруы ең қызық болып көрінеді.

4. Қолайлы техникалық және іргелі сурет. KASE индексінің қазан-қараша айларында шоғырланған бүйірлік дәлізден

шығуға дайын екендігінің белгілері бар. Арнаның жоғарғы шекарасының сәтті шығуымен кең нарықтың баға белгілеулері 20% -ға, 2021 жылдың қараша айындағы ең жоғары деңгейге дейін көтерілу мүмкіндігіне ие болады. KASE аясындағы барлық эмитенттердің іргелі талдауы 14,6% орташа мерзімді өсу әлеуетін көрсетеді%.

5. АНС жұмсарту. Қазақстандағы инфляцияның шыңы 2023 жылдың басында өтуі мүмкін, бұл реттеушіге базалық мөлшерлемені қазіргі 16,75%-дан төмендетуге мүмкіндік береді. Ақша-несие саясатын жұмсарту эмитенттер үшін дисконт мөлшерлемесін төмендетуге мүмкіндік береді, бұл оң KASE индексіндегі компаниялардың бағасына әсер етеді.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

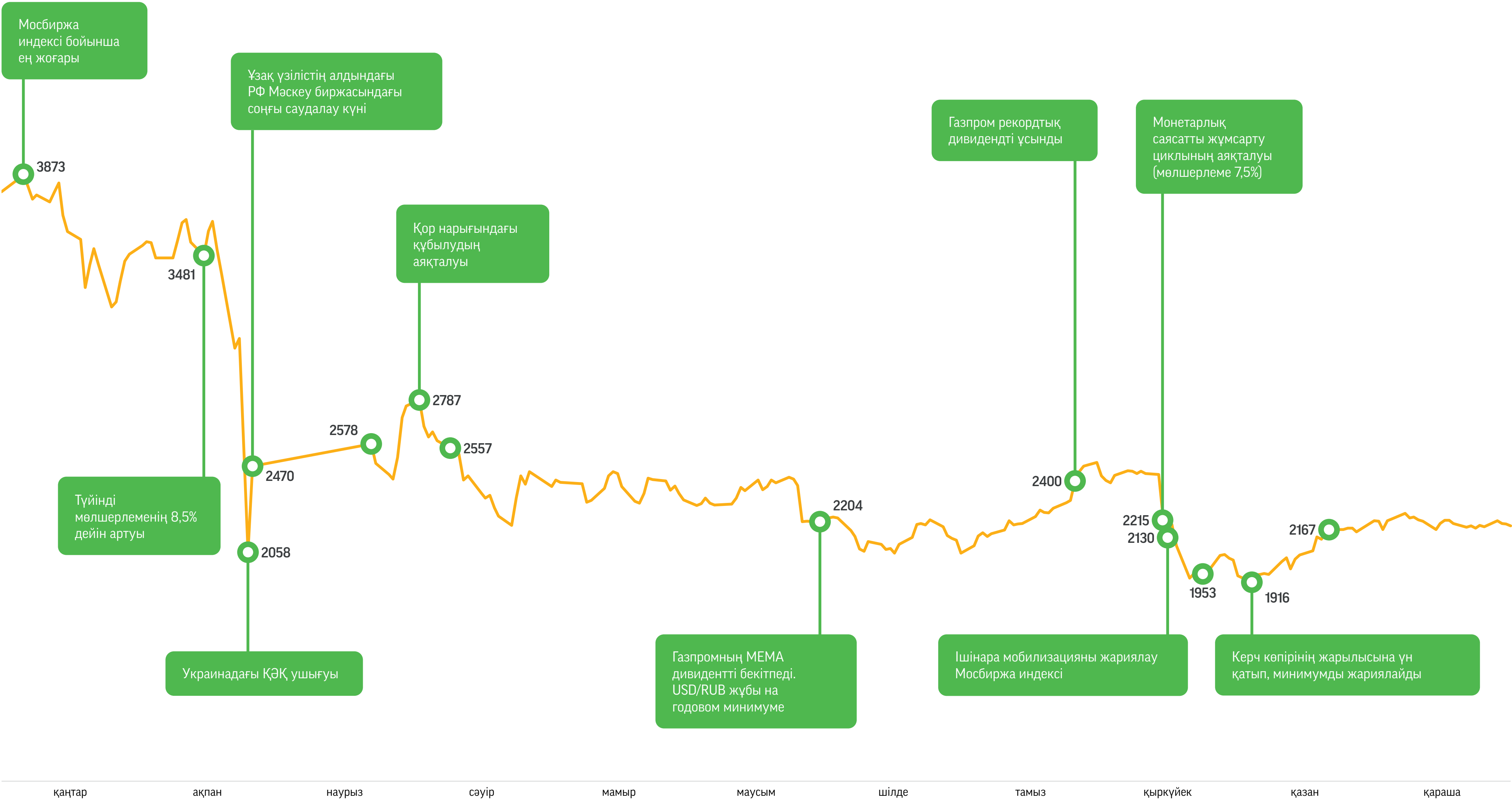


2022 жылғы Ресей нарығы (MOEX индекс)

Маңызды жаңалықтар бір ақпарат кесінінде



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



Ресей нарығы: жылдың қорытындылары мен перспективалары

Шок терапия

Өткен жыл отандық Биржаның соңғы тарихындағы ең қиын жылдардың бірі болды, бірақ жалпы қорқынышқа қарамастан, нарық құлдыраудан құтылып, көптеген күйзелістерден кейін қалпына келді

Өткен жылдың басында ресейлік нарық қиын жағдайға тап болды. Бір сауда күнінде Мәскеу биржалық индексі 45% жоғалтты, бұл 2008–2009 жылдары да болған жоқ. Кейбір сәттерде 14 жыл ішінде алғаш рет ресейлік қор нарығының бар-жоғы күмән туғызатын сияқты көрінді.

Мәскеу биржасында акциялар мен облигациялардың саудасы айға жуық тоқтап қалды. Тіпті әлемдік қаржы дағдарысы кезінде де мұндай ұзақ үзіліс болған жоқ. MOEX индексі соңғы алты жылдағы ең төменгі деңгейге дейін төмендеді. Оның үстіне осы кезеңде барлық жеке инвесторлардың 95 пайызы Ресей нарығына келген.

Биржалық мерекелер, қысқа сатылымдарға уақытша тыйым салу және шектеулі несие шегі нарықты тұрақтандыруға көмектесті. Жүйелік дағдарысты, сауда ұйымдастырушылары мен қатысушыларының, сондай ақ инвесторлардың жаппай банкроттығын болдырмау мүмкін болды,

Соққы қор нарығы ойыншыларына көп нәрсені үйреткен сияқты. Маңызды деп есептелмеген тәуекелдер жүзеге асырылды.

Халықаралық рейтингтер жүйесі жұмысын тоқтатты. Арбитраждық стратегиялар мүмкін емес болды, бұл еркін халықаралық капитал қозғалысы функцияларын пайдалануды білдіреді. Инвесторлардың сеніміне нұқсан келтірген басқа да оқиғалар болды. Атап айтқанда, «Газпром» акционерлерінің жиналысы күтпеген жерден ұсынылған дивидендті мақұлдамады. Нәтижесінде корпорацияның акциялары құлдырады, тіпті акционерлер дивидендті екі айдан кейін бекіткеннен кейін де оның баға белгілеулерін қалпына келтіру тек ішінара болды.

Ресей эмитенттері шетел алаңдарында сауда жасауды тоқтатты. Шетелдік компаниялар Мәскеу және Санкт-Петербург қор биржаларында листингін сақтап қалды, бірақ достықты емес елдерде тіркелген және Ресейде бизнесі жоқ бағалы қағаздар біліктілігі жоқ инвесторлар үшін қолжетімсіз болып қалды. 2022 жылы жеке инвесторлар ағыны азайды. Олардың саны жыл басынан бері шамамен 10%-ға өсті және бұл көп жылдардағы ең төменгі өсім. Екінші жағынан, шетелдік ойыншылардың нарықтан кетуіне байланысты үлес сегментіндегі айналымдағы жеке инвесторлардың үлесі 75–80%-ға жетті. Осының аясында эмитенттердің ақпаратты ашуға тыйым салуы нарыққа айтарлықтай әсер еткен жоқ, өйткені іргелі факторлар қарапайым инвесторларды тартпайды. Баға ұсыныстарының динамикасына негізгі әсерді жаңалықтар аясы мен техникалық көрініс қамтамасыз етеді.

Тағы бір соққыны туындатқан ішінара мобилизация туралы жариялау туралы жаңалық болды. Дегенмен, қыркүйек және қазан айларында ең төменгі деңгей негізгі индекстер бойынша ақпан айымен салыстырғанда жоғары болды. Инвесторлар төменгі нүктенің өткеніне сенімді



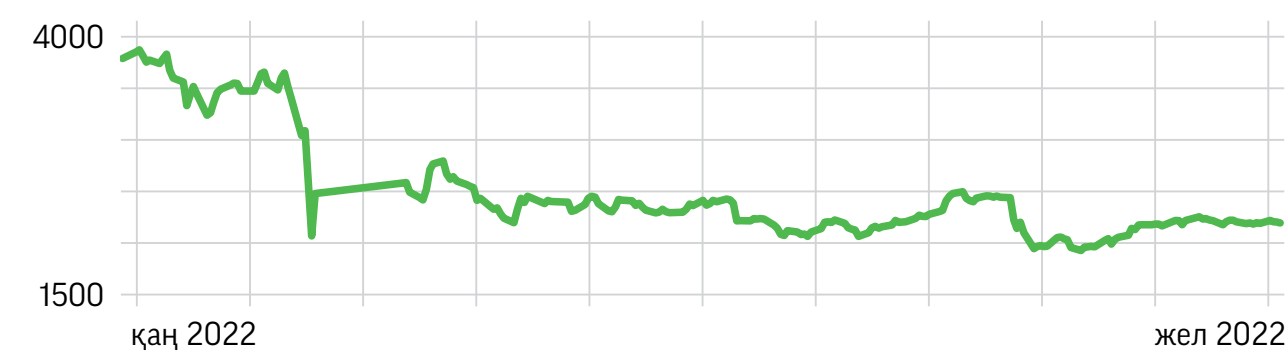
Георгий Ващенко,
Freedom Finance Global PLC Даму
және халықаралық ынтымақтастық
департаментінің кеңесшісі



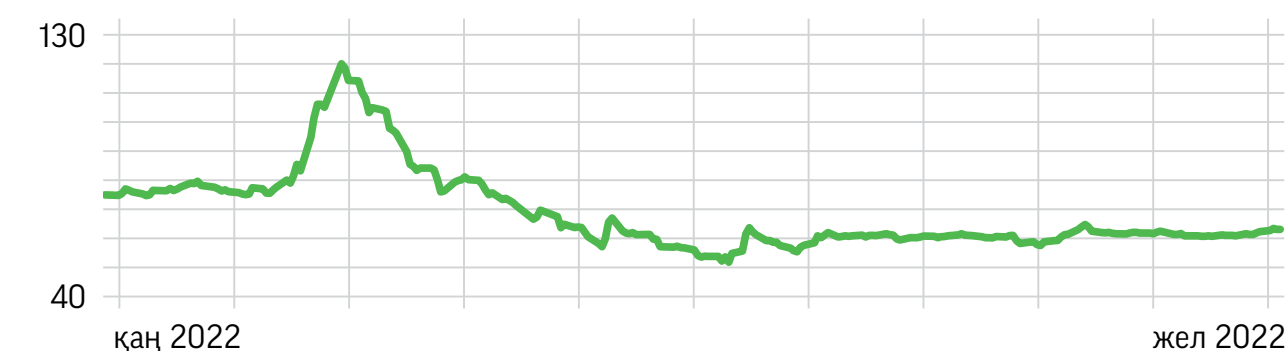
2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

MOEX индексінің динамикасы, 1 жыл



USD/RUB динамикасы, 1 жыл



бола бастады, RTS индексі 1000 тармақтан жоғары көтерілді. Жоғарыға баратын жол ұзақ болатыны анық. Бірақ бұл, қиын кезеңге қарамастан, ресей нарығының келешекте жақсы өсу перспективалары барына ешкім күмәнданбайды. Жыл салыстырмалы түрде оң нотада аяқталады. Айтарлықтай қалпына келтіру болмаса да, нарық тоқырауға ұшыраған жоқ. Жомарт дивидендтердің арқасында жеке инвесторлар инвестициясының болашағына сенім білдіруін жоғалтқан жоқ. Үлкен қорлардың кетуіне қарамастан, Мәскеу биржасында шамамен 6 миллиард рубль сомасына бір SPO және бір IPO сәтті аяқталды. Егер инвесторлар мен эмитенттер болашаққа сенімді болса, нарық болады.



Ресейдегі және әлемдегі қор индекстері

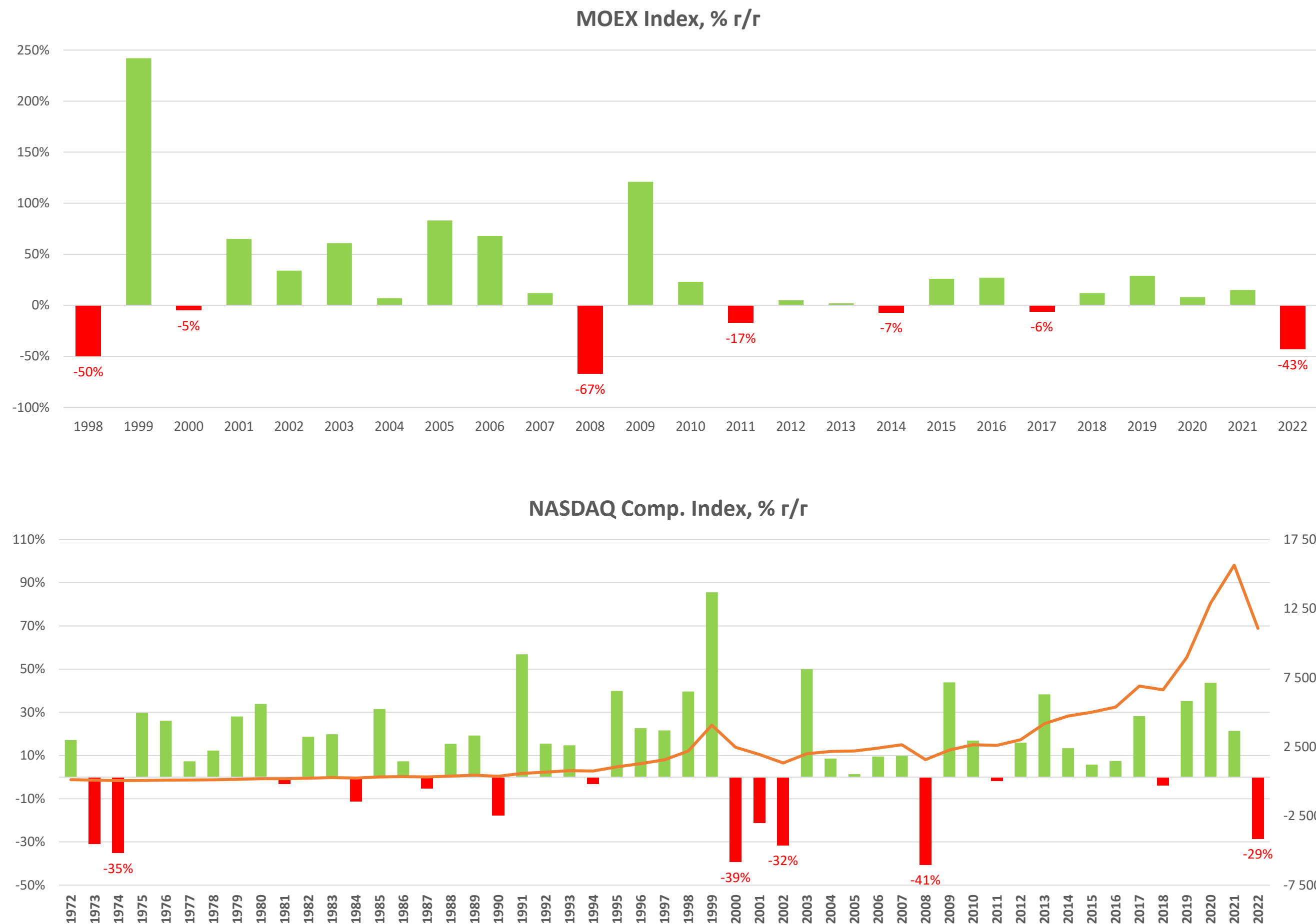


Геосаяси оқиғалар жаһандық қор нарықтарында 2020 жылы пандемия салған соққымен салыстыруға болатын күшті күйзеліс туғызды. Мәскеу биржалық индексінің максималды төмендеуі сол кезде 32% болды, бірақ жыл оң аумақта аяқталды. 2022 жылы ең көп жоғалту 50%-дан асты, нарық бұжан көп 1998 және 2008 жылдары

жоғалтқан болатын. Шығындарды қайтару мүмкін болмады: Мос Биржи индексі тарихта орын алған ең нашар нәтижелермен аяқтады. Негізгі отандық бенчмарк негізгі әлемдік қор индекстерінң арасында жылдың басынан бастап абсолютті аутсайдер болды. Бірақ, айтарлықтай құлдырауды

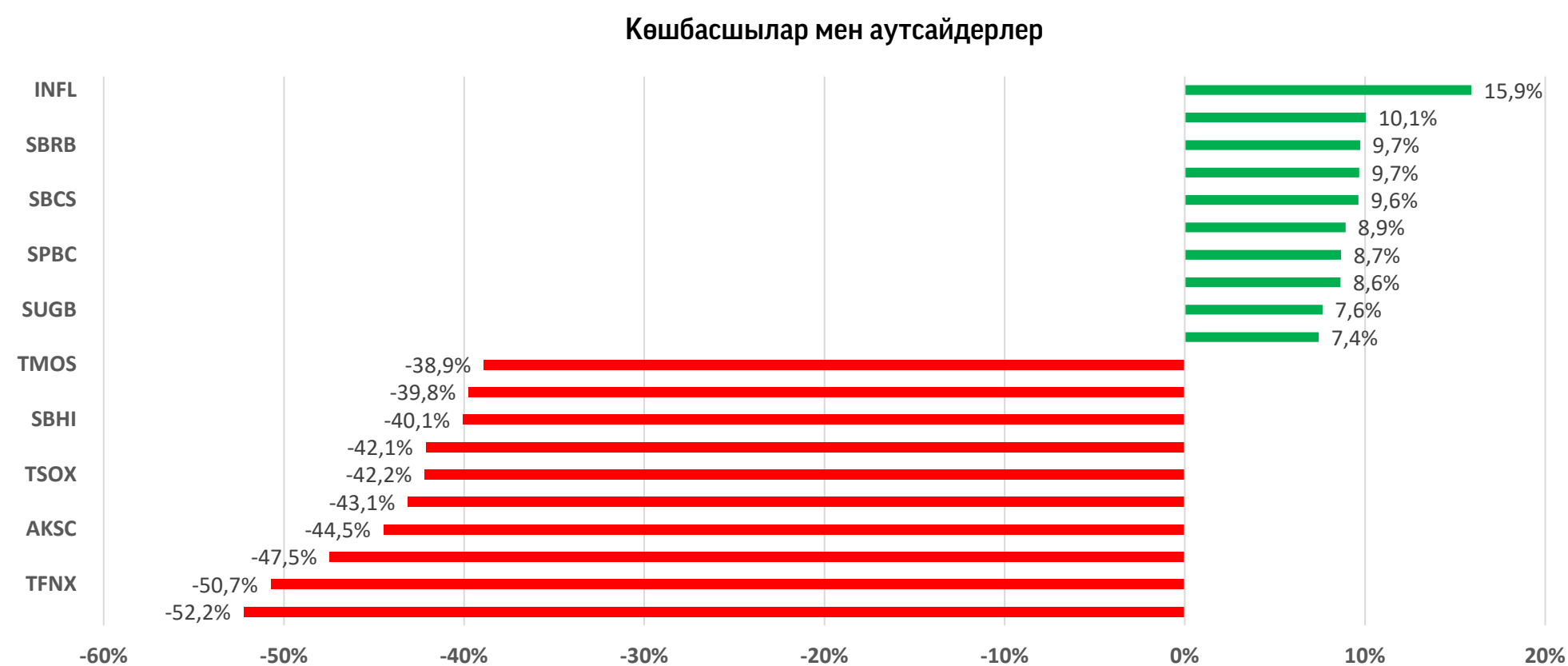
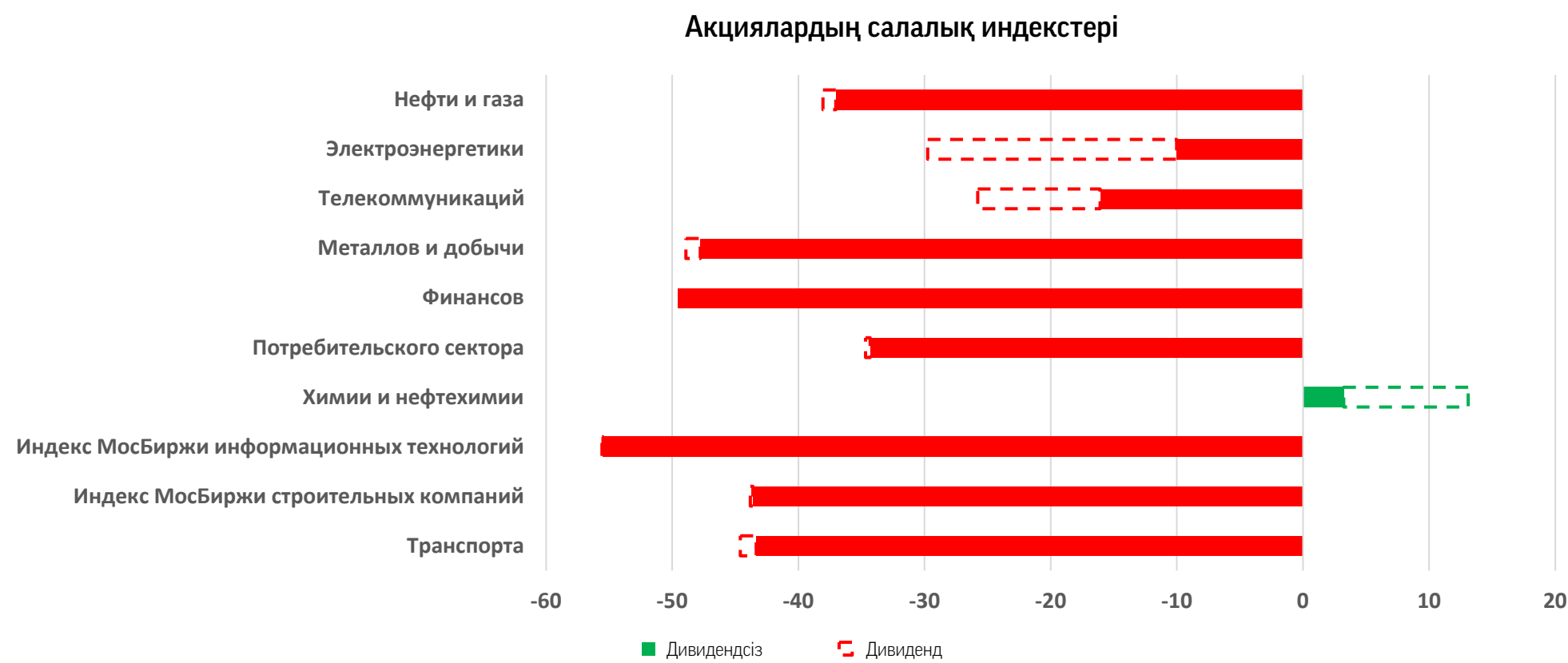
Көптеген жеткші қор алаңдары көрсетті. Өсудің абсолютті көшбасшысы түрік нарығы болды: Стамбул қор биржасының индексі жылдың басынан бастап 165%-ға артты. Бұл ретте, айта кетерлік жайт, бұл кезеңде лира долларға 40%-ға құнсызданып, ал инфляция 85%-ды құрады.

2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



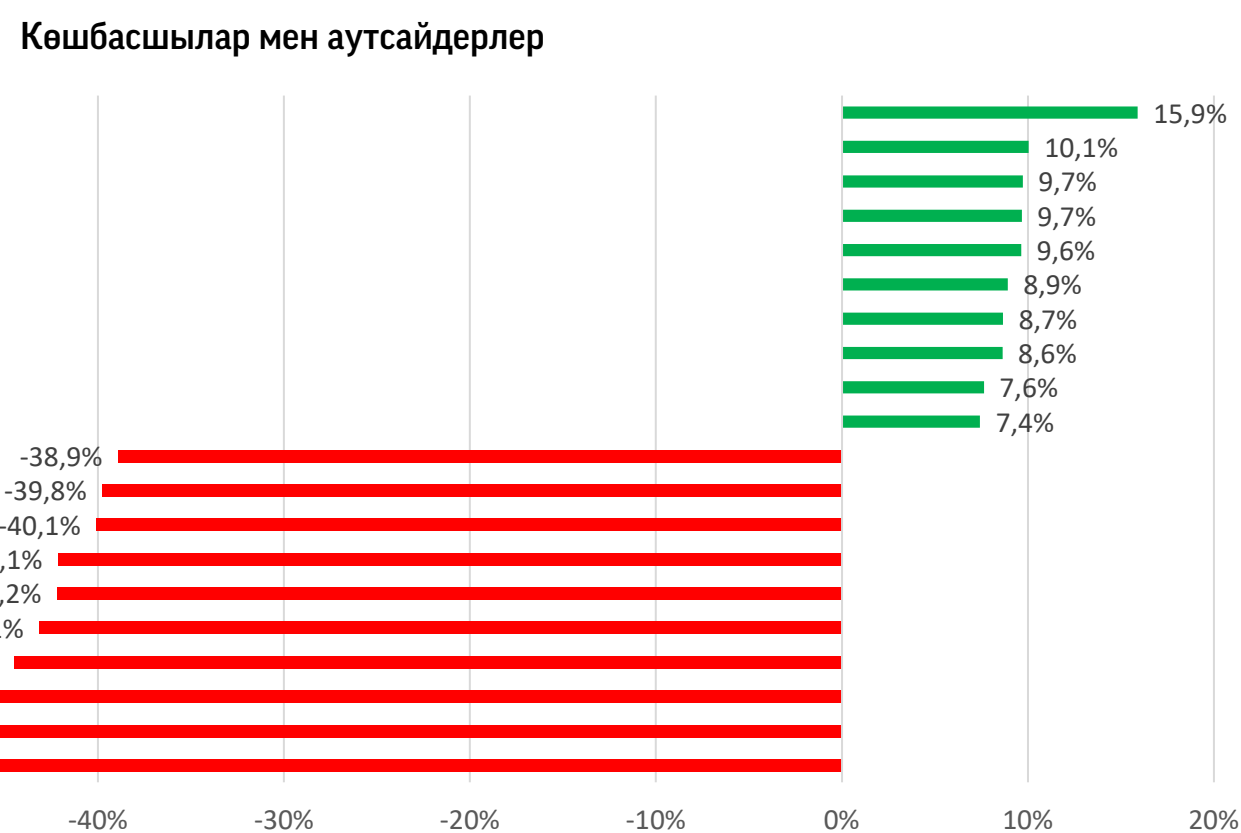
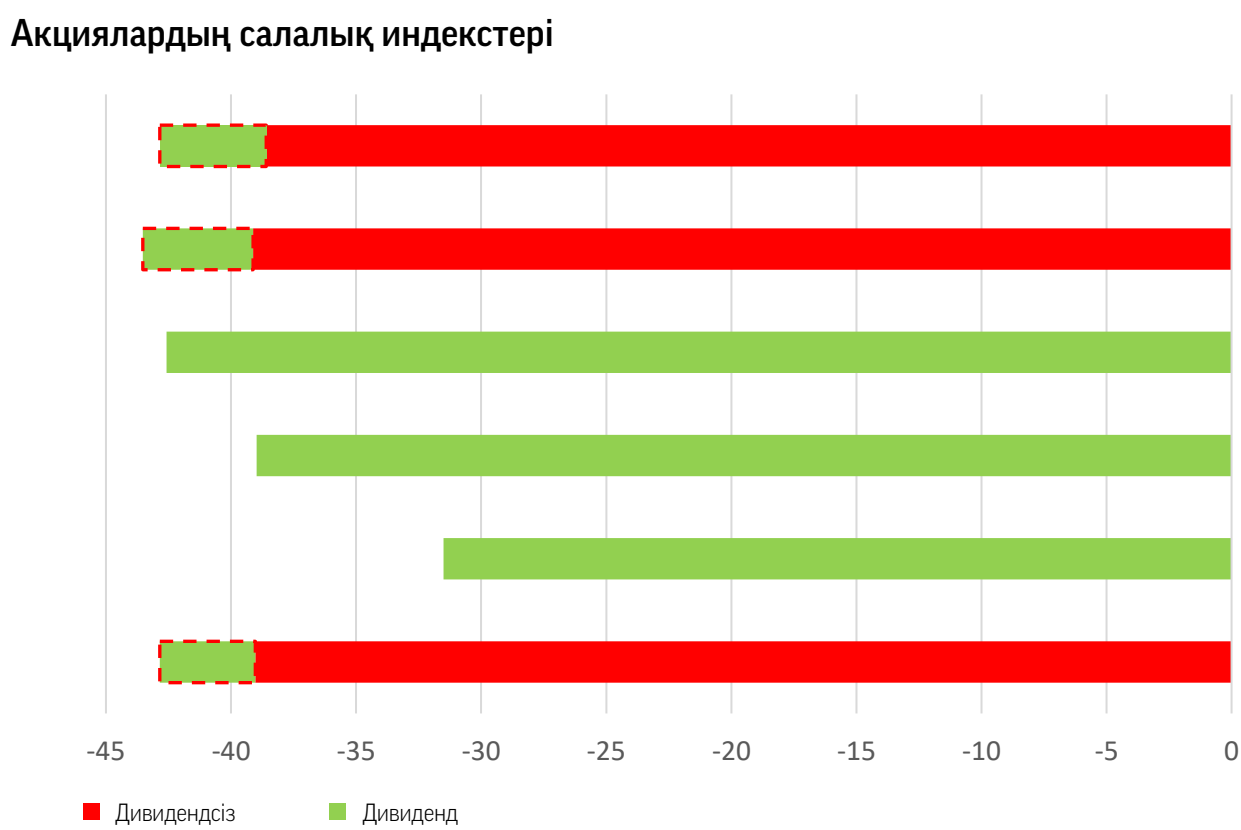
Акциялар мен секторлар индексі

Фосагро оң динамика көрсеткен (дивидендтерді есепке алмағанда) Мәскеу биржасы/РТС индекстеріне енгізілген жалғыз компания болды. Сонымен қатар, негізгі индекстерге енгізілген акциялардың ешқайсысы өсу көшбасшыларының 20-на кіре алмады. Мәскеу биржасы/РТС индекстерінің құрамдас бөліктерінің абсолютті аутсайдерлері жыл басынан бері өз құнының 70% -дан астамын жоғалтқан Polymetal қағаздары болды.



Осы бенчмарктерді есептеуге енгізілген бағалы қағаздардың төрттен бірінен астамы 50%-дан астам құлдырауды көрсетті (дивидендті есепке алмағанда). Үздік 10 аутсайдерлердің арасында Мәскеу биржасы / РТС индексінің екі өкілі бар: Банк ВТБ және Polymetal. Салалық тұрғыдан алғанда, жыл басынан бері тыңайтқыш өндірушілердің үлес индексі ғана оң динамика көрсетті. Ақпараттық технологиялар индексі аутсайдер болды.

Дивидендті есепке алғанда электр энергетикасы саласы ең аз шығынға ұшырады. Ұжымдық инвестициялық қорлардағы ұжымдық инвесторлардың жолы болмады. Өсу көшбасшылары бұрын аз инвестицияланған облигациялар мен ақша нарығы қорлары болды. Пассивті және белсенді басқарылатын үлестік қорлар құнының бір бөлігін айтарлықтай жоғалтты.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

fifin.global



Ағымдағы көрініс

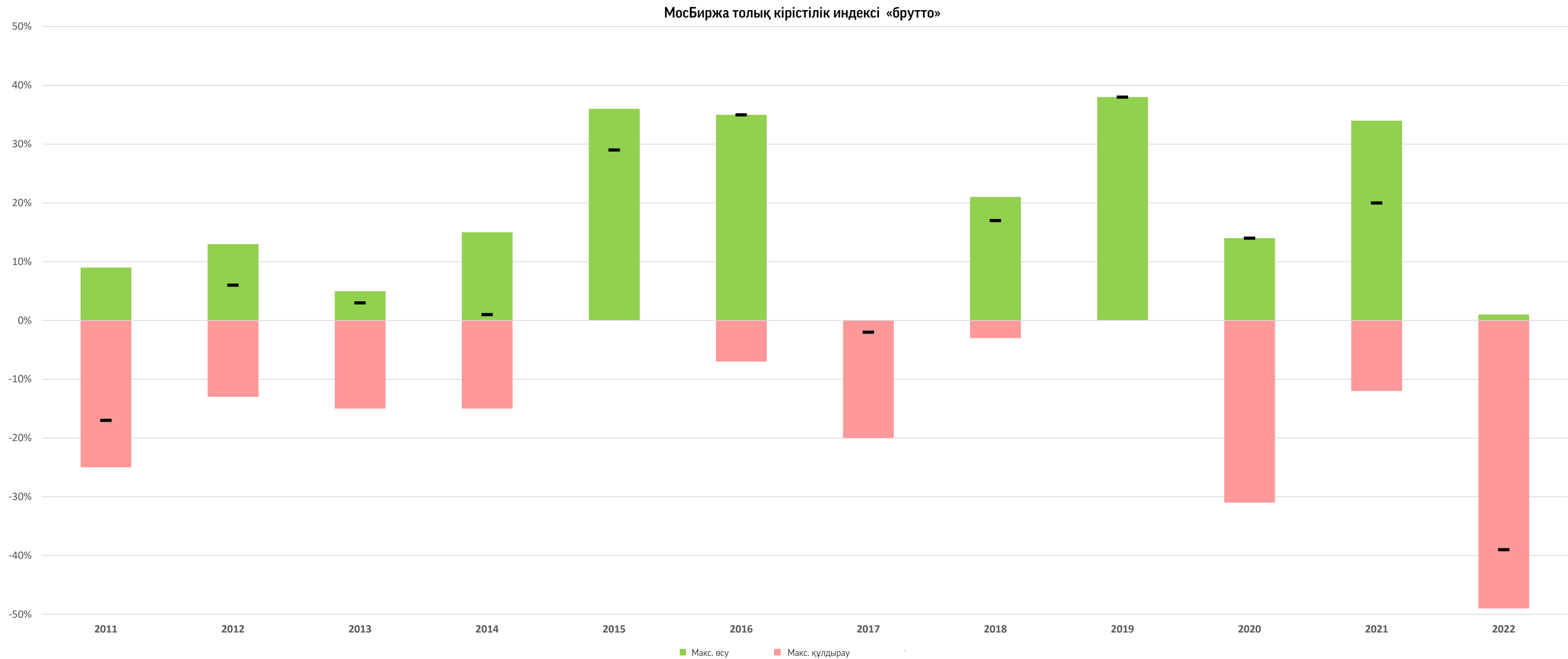
Қор нарығының құрылымы қатты өзгерді. Бұрынырақ бол-
сасауда көлемі негізінен ірі қаражат есебінен қалыптасты,
қазір сауда көлемінің 75–80%-ы жеке инвесторлардың үлесіне
тиеді. Үшінші тоқсанда қор нарығындағы айналымдар бір жыл
бұрынғыдан 25-40 пайызға төмен болды. Инвесторлар саны 22
миллионға жеткенімен, қаражаттың сыртқа шығуы байқалады.
Ресей нарығы бірінші рет негізгі әлемдік нарықтардың дина-
микасынан құтылды. Бұл ірі

инвесторлар – сыртқы аяғв сезімтал шетелдік қорлардың
кетуіне байланысты.
Шетелдік ойыншылардың активтері шетелде ресейлік заңды
және жеке тұлғаларға тиесілі бағалы қағаздарға тосқауыл қоюға
жауап ретінде бұғатталды. Нәтижесінде еркін айналымдағы
бағалы қағаздардың саны айтарлықтай қысқарды. Жеткілікті
жеткізудің болмауы бағаның күрт ауытқуын туындатады.
Сауда операцияларының көпшілігі қысқа мерзімді алыпса-

тарлық болып табылады деп қорытындылауға болады. Ұзақ
мерзімді инвестициялау идеялары бар, бірақ олар аз сұра-
нысқа ие. Білікті емес инвесторлар үшін достық емес елдердің
шетелдік бағалы қағаздарына тыйым салынады, бұл сондай-ақ
қол жетімді ресейлік құралдар арасында идеяларды іздеуді
ынталандырады.



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



Нарық перспективалары

Ресей қор нарығы 2023 жылы теріс динамика көрсете ала ма? Оның тарихында екі немесе одан да көп жыл қатарынан рубль бағамының құлдырауы әлі болған жоқ (1997-1998 жылдар кезеңін қоспағанда – МКВ индексін есептеу басталғаннан бері бір жарым жылдан аз). Бірақ прецеденттің болмауы мұндай болашақтағы оқиғалар мүмкін емес дегенді білдірмейді. Қор нарығының болжамы бірқатар факторларға байланысты. Экономикадағы жағдай, геосаяси жағдай, реттеуші шектеулер анықтаушы факторлар болатыны сөзсіз. Жағдайдың айтарлықтай нашарлауымен қор нарығы айтарлықтай өсуді көрсетуі мүмкін.

Инфляциялық сценарий. 2022 жылы Түркияда және 2019 жылы Иранда қор нарықтары қарқынды инфляция мен экономикадағы жағдайдың нашарлауы аясында айтарлықтай өсім көрсетті (Ислам Республикасында ол жүздеген пайызбен өлшенді). Егер мұндай сценарий Ресейде жүзеге асса, халық банктерден қаражатын алып, ықыласпен инвестиция салады, әсіресе экспорттаушы компаниялардың акцияларына. Нарыққа кемінде 6 трлн рубль ағыны оны қатты қыздырар еді. Біз оқиғалардың мұндай болжамын шынайы деп санаймыз, бірақ ол 2023 жылы орындалмауы мүмкін.

Инфляцияны жеделдету триггерлерінің бірі ақша массасының ЖІӨ-ге қатысты оны зарарсыздандыру үшін жеткілікті арналардың жоқтығынан асып түсуі болып табылады. Жыл ішінде ақша массасы 25%-ға өсіп, 75 трлн рубльге жетті, ал ЖІӨ 4%-ға қысқарды. Қазір мемлекет ішкі нарықта қарыз алу көлемін ұлғайтып отыр, бұл өсіп келе жатқан ақша массасын жинақтауға мүмкіндік береді. Бірақ мемлекеттік қарыз да өсіп жатыр. ФҚО көлемі қазірдің өзінде 16 триллион рубльден асты, қарыз ауыртпалығы ЖІӨ-нің 18% -на жетті, ал экономика әлі де қысқаруда. Егер бюджет тапшылығы өссе, онда оны қосымша несиелермен жабуға тура келеді, ол үшін мөлшерлеме көтерілуі керек. Ал бұл инфляциялық қысым факторларының бірі. Бұл сценарийді жүзеге асырудың драйверлері бағаның және экспорт көлемінің төмендеуі, санкциялық қысымның орын алуы мүмкін.

Төмен инфляция сценарийі. Оқиғалардың осындай дамуымен депозиттердің төмен мөлшерлемелері банктердегі ақшаны қор нарығына сығымдайды. Орта мерзімді ФҚО кірістілігі қазір жылына шамамен 10% құрайды. Экспорттық түсім көбейіп, мемлекеттік шығындар қысқарған жағдайда қарыз алу қажеттілігі төмендейді. Экономикадағы жағдайды жақсарту банктерді эмиссиялауға, ал қарыз алушыларды көбірек несие алуға ынталандырады. Оптимистік сценарийді жүзеге асыру аясында Мәскеу биржасының индексі 3000 тармаққа жетеді деп күтуге болады.

Халықаралық қатынастардағы жылыну сценарийі. Геосаяси жағдайдың айтарлықтай жақсаруы қор нарығын қысымға ұшыратқан кейбір шектеулердің алынып тасталуы мүмкін. Дос елдердің инвесторлары Ресейге инвестицияны санкциялық тәуекелдер болмаса, капитал қозғалысы еркін және айырбас бағамы жеткілікті түрде болжауға болады. Біз мұндай сценарийдің 2023 жылы жүзеге асу ықтималдығын төмен деп санаймыз.

Сыртқы аяның нашарлау сценарийі. Біз геосаяси тәуекелдердің айтарлықтай шиеленісуін жоққа шығармаймыз. Дәл солай (бұл болжамның орындалуы 63%-ға бағаланады) және еуроаймақтың бірқатар елдерінде АҚШ-тағы рецессия туындауы мүмкін. Бұл шикізат бағасының түзелуіне әкеліп қана қоймай, қор нарықтарында жаңа күйзелістерді де туғызады. Сирек кездесетін «қос түбі» сценарийі жүзеге асырылуда, қор индексі екі жыл қатарынан құлдырады, бұл бірінші жылғы терең құлдыраудан кейін. Оқиғалардың мұндай дамуы ресейлік қор нарығының динамикасына теріс әсер етуі мүмкін. Жалпы алғанда, ол сыртқы валюталық соққылардың әсерінен жақсы қорғалған.

Рубльдің келешегі көбінесе геосаяси факторларға байланысты. Биржа инфрақұрылымына қарсы санкциялардың болмауы ашық сауданың қажетті шарты болып табылады. Егер геосаяси тәуекелдер орын алып, биржалық сауда мүмкін болмаса, онда ұлттық валюта бағамын болжау

мүмкін болмайды. Біз USD/RUB бағамы 75-тен жоғары көтерілмейтін валюта бағамының бүйірлік динамикасының немесе рубльдің аздап әлсіреуі сценарийін негізгі деп санаймыз. Ұлттық валютаның бағамы толығымен еркін емес, өйткені капитал қозғалысы шектеулі. Мемлекет қазір рубльдің нығаюына немесе күрт әлсіреуіне мүдделі емес, сондықтан бүйірлік ең ықтималы.

Ұзақ мерзімді перспективада рубльге қысым артуы мүмкін. Бұл сыртқы сауда операцияларының көлемінің қысқаруы мен ақша массасының айтарлықтай өсуіне байланысты. Ресей Банкінің болжамы бойынша, 2023 жылы экспорт 7,5–11,5% төмендейді, импорт та төмендеуі мүмкін. Сонымен бірге қорғаныс активі ретіндегі валютаға деген сұраныс оны иеленудің геосаяси тәуекелдеріне байланысты төмен. Сонымен қатар, рубльдің күрт әлсіреуі қаупі, қажет болған жағдайда, реттеуші шектеулермен тоқтатылады. Осының бәрін ескере отырып, біз келесі жылы ұлттық валюта күйреуін күтпейміз.



Макроэкономика

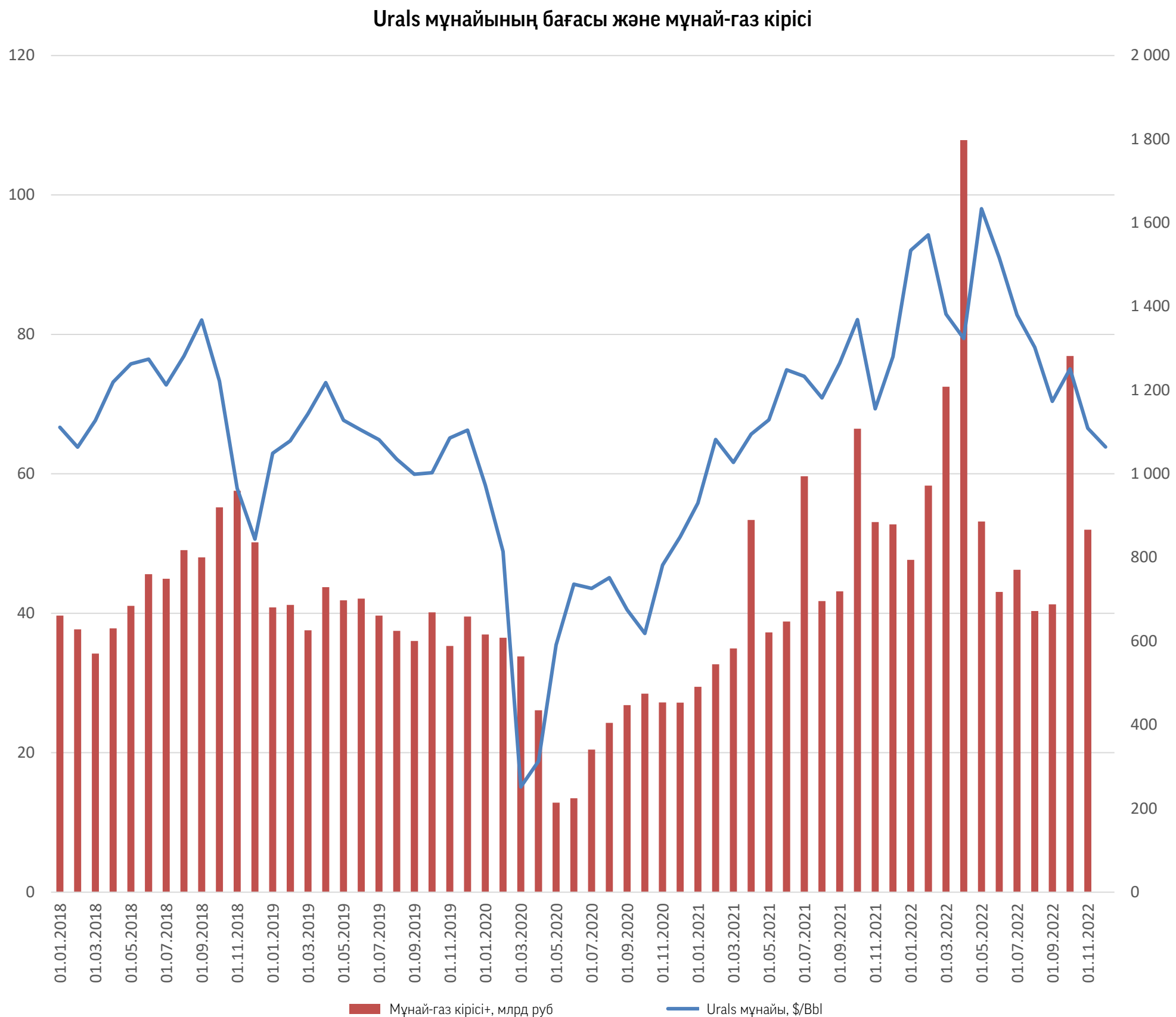
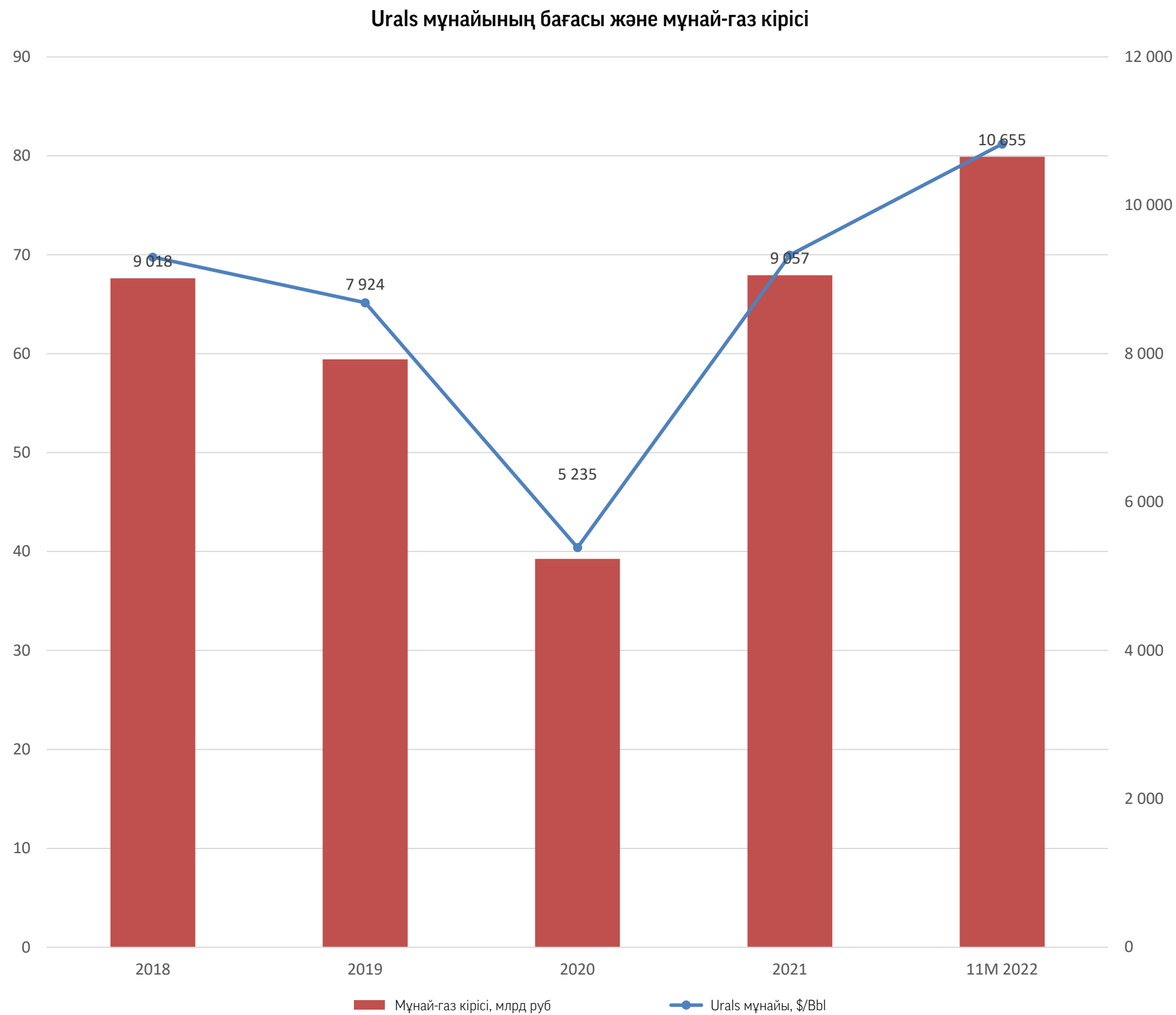


Экономика күрделі өзгерістер кезеңінде жоғары тұрақтылық көрсетті. Жалпы ішкі өнімнің төмендеуі 4 пайызды құрады. Ресей Банкінің болжамы бойынша, 2023 жылы рецессия бәсеңдей бастайды, ал 2024 жылы ЖІӨ 1,5–2,5% қосады. Дүниежүзілік банк оптимистік көзқараста және рецессиядан шығу 2023 жылдың екінші жартысында мүмкін деп есептейді. Экономиканың жандануы шикізат бағасының қолайлы конъюнктурасымен, инфляцияның баяулауымен және бюджеттік

қаражаттың құйылуымен қатар жүреді. Инфляция 4,5-6,5% шегінде төмендейді. Бұл ақша-несие саясатын жұмсартумен қатар жүреді. Мақсатты мөлшерлеме: 6,5–8,5%. Биыл 25%-ға жеткен ақша массасының өсу қарқыны 2023 жылы екі есе бәсеңдейді. Дегенмен, келер жыл қиын болатыны анық. Рецессия тереңдетілмесе де, ең алдымен, мемлекеттік шығындардың жоғарылауы мен ақша-несиенің жеңілдетілуіне байланысты - айтарлықтай санкциялық қысым сақталады.

Ол күшейе түсуі әбден мүмкін. Өнеркәсіптік сұранысты толық қанағаттандыру үшін параллель импорт пен импортты алмастыру жеткіліксіз. Жеке инвестицияның құлдырауы жалғасуы мүмкін. Тұтынушы сұранысы тұрақсыз болады. COVID-19 пандемиясы кезінде қатаң шектеулер жойылғаннан кейін жылдам көтерілу күтілмейді, қалпына келтіру процесі баяу болады.

2023 жылғы инвестициялық перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



Салалық бөлім

Мұнай мен газ

Әлемдік нарық айтарлықтай өзгерістерге ұшырауда. 2020 жылғы күйзелістен кейін, ОПЕК+ сұраныстың құлдырауы жағдайында өндірісті күрт қысқартуға мәжбүр болған кезде, өндірушілерді орта мерзімді перспективада квоталарды өзгертуге мәжбүр ететін белгісіздік қайта пайда болды. Ресейде мұнай өндіру 11 ай ішінде 2,2% ж/ж өсіп, 488 млн тоннаға дейін (тәулігіне 10 млн баррельге жуық) болды. Бірақ бұл бірінші жартыжылдықтағы көлемнің өсуінің нәтижесі болды. 2022 жылдың соңына қарай өндіріс 535 млн тоннаға жетуі мүмкін. Желтоқсан айында дос емес елдер теңіз арқылы экспортталатын ресейлік мұнай бағасының бір баррелі үшін \$60 жоғарылау туралы келісімге келді. Қажет болған жағдайда бұл шектеу екі ай сайын қайта қаралады. Шешім қабылданған кезде Urals экспорттық сортының бағасы белгіленген лимиттен шамамен 10%-ға жоғары болды.

Қысқа мерзімді перспективада бағаның шегі мұнайға да, рубльге де әсер етпейді. Жағдайды ұзақ мерзімді перспективада болжау мүмкін емес. Батыс елдерінің Ресейден мұнай экспортын тәулігіне 4 миллион баррельден астам қысқарту мақсатына қол жеткізу мүмкін емес сияқты: мұндай көлемді басқа аймақтардан жеткізіліммен тез өтеуге болмайды, ал ұзақ мерзімді перспективада сұраныс күшейе түседі.

Қысқа мерзімді перспективада бағаның шегі мұнайға да, рубльге де әсер етпейді. Жағдайды ұзақ мерзімді перспективада болжау мүмкін емес. Батыс елдерінің Ресейден мұнай экспортын тәулігіне 4 миллион баррельден астам қысқарту мақсатына қол жеткізу мүмкін емес сияқты: мұндай көлемді басқа аймақтардан жеткізіліммен тез өтеуге болмайды, ал ұзақ мерзімді перспективада сұраныс күшейе түседі.

Отандық мұнай-газ секторының үлесі әртүрлі бағытталған динамика. Газпром нефть, ЛУКОЙЛ, Башнефть және Роснефть компанияларының баға белгілемелері қыркүйек айының соңында құлдырады десе де болады. ЕОВАТЭК пен Сургутнефтегаз акциялары әлі толық қалпына келген жоқ. Татнефть мен Газпромның акциялары сектор аутсайдерлері болып табылады. Мемлекеттік корпорацияның бағасы Солтүстік ағындар жойылғаннан кейін

2023 жылы Еуропаға экспорт көлемінің белгісіздігімен ауырлап отыр, нәтижесінде компанияның ескі әлем нарығындағы үлесі 40%-дан 10%-ға дейін төмендеді. Келесі жылдың дивидендтері әлі де мәселелі күйінде қалып отыр, сонымен қатар, корпорация салықтың өсуіне тап болуы мүмкін. Бұл ретте Еуропадағы газ тапшылығына байланысты келесі жылдың бірінші жартыжылдығында газ бағасының көтерілетіні күмән тудырмайды.

Металлургия

Өтіп бара жатқан жыл қара металлургия кәсіпорындары үшін өте қиын болды. 2021 жылы олардың экспорты пандемияға дейінгі 43,5 млн тоннаға дейін қалпына келді, ал 2022 жылы ірі өндірушілер қайтадан қиын жағдайға тап болды. ЕО-ның импортқа тыйым салуы мен квоталары және азиялық нарықтардағы қолайсыз баға конъюнктурасы (-25%) салалардағы қуаттарды пайдаланудың 80%-ға дейін төмендеуіне алып келді. Екінші жартыжылдықта жағдай жақсара бастады. Ішкі сұраныстың күшеюіне байланысты металлургия өнімдерін шығару өндірістік процестер бойынша қолайлы деңгейде сақталды. Жыл соңында өндірістің төмендеуі шамамен 8%-ды құрайды, дегенмен жазда берілген болжамдар нашарлау болды: ол кезде өндірістің кем дегенде 15%-ға қысқаруы күтіліп, домна пештерінің жаңадан тоқтап қалуы да жоққа шығарылмады. Ішкі нарықтың көлемі қаңтардан қыркүйекке дейін 4,8%-ға өсті. Сұраныс өсуінің драйверлері құрылыс және құбыр өнеркәсібі болып табылады.

Металлургиялық компаниялар маңызды өндірістік және қаржылық көрсеткіштерді ашуды, сондай-ақ дивидендтер төлеуді тоқтатты, бұл іргелі талдауды мүмкін емес етеді және сектордың бағалы қағаздарының инвестициялық тартымдылығын төмендетеді. Сыртқы тәуекелдер толығымен тоқтатылмаған. Жекелеген елдерде тереңдей түскен рецессия жағдайында санкциялардың кеңеюін, сондай-ақ сыртқы нарықтардағы жағдайдың нашарлауын жоққа шығару мүмкін емес.

ММК акциялары екінші жартыжылдықта сектордағы ең жақсы серпінді көрсетті, олар қазан айының басындағыдан жоғары сатылды. Бұл компания 2022 жылдың алғашқы тоғыз айында

салыстырмалы түрде табысты нәтиже көрсеткенімен байланысты. Сату көлемінің 83%-ы өз өңірлерінде болса, премиум өнімдердің үлесі 44%-ға жетті. ММК АА+ рейтингін алды Қыркүйек деңгейіне және Северстальдың тырнақшаларына қалпына келтірілді. Тоғыз айдың қорытындысы бойынша шойын өндірісі 2021 жылдың 8% деңгейіне жеткізілді, ал болат өндірісі төмендеді. Болаттан жасалған бұйымдарды сату 2%-ға өсті. Темір рудасының экспорты 46%-ға төмендеді.

Қара металлургия акционерлері дивидендтерді біраз уақытқа ұмытуға мәжбүр болуы ықтимал. Болат өндірушілерге инвестиция салу тәуекелді болады, өйткені олардың бизнесі ішкі нарыққа өте тәуелді.

Түсті металлургия секторында жағдай біршама қолайлы болды. Санкциялар кем дегенде болат өңдеушілер жасаған ауқымда оған әсер етпеді, Қазір алтынның бағасы бір унция үшін \$1800 құрайды, алюминий, никель және палладийге сұраныс тұрақты. ГМК, Русал, Полюс акциялары 2023 жылыда инвесторлар арасында жоғары сұранысқа ие болады, олардың өсуінің қосымша драйвері дивидендтер болады.

Құрылыс

2022 жыл бойы ірі қоғамдық құрылыс салушылардың акциялары ұқсас динамика көрсетті. Ақпандағы құлдырау 50%-дан азырақ өтелді, ал қазан айындағы жылдық минимумға жаңа құлдырау әлі көтерілумен ауыстырылған жоқ. Инвесторлар девелоперлердің акцияларына аз қызығушылық танытады. Қаңтар-қыркүйек аралығында Ресейде тұрғын үй құрылысының көлемі жыл сайын 26%-ға өсіп, 79 млн шаршы метрді құрады. Сонымен қатар жаңа жобалардың саны азайды. Күшті ипотекалық несие нарығында сілкініс болды: мамырда берілген тұрғын үй несиелерінің саны көпжылдық ең төменгі деңгейге дейін төмендеп, 49 мыңға дейін (жылдың -75% ж/ж), ал маусымда 36 мыңға дейін төмендеді. Тек 6% субсидияланған ипотека жағдайды жақсартуға көмектесті. Мемлекеттік қолдау бағдарламасы бойынша жағдайды сақтап қалу үшін соның арқасында несиелер бойынша орташа алынған мөлшерлеме қысқа уақытқа 7%-дан төмен түсті, бұл да бірнеше жылдағы

2023 жылғы инвестициялық перспективалар

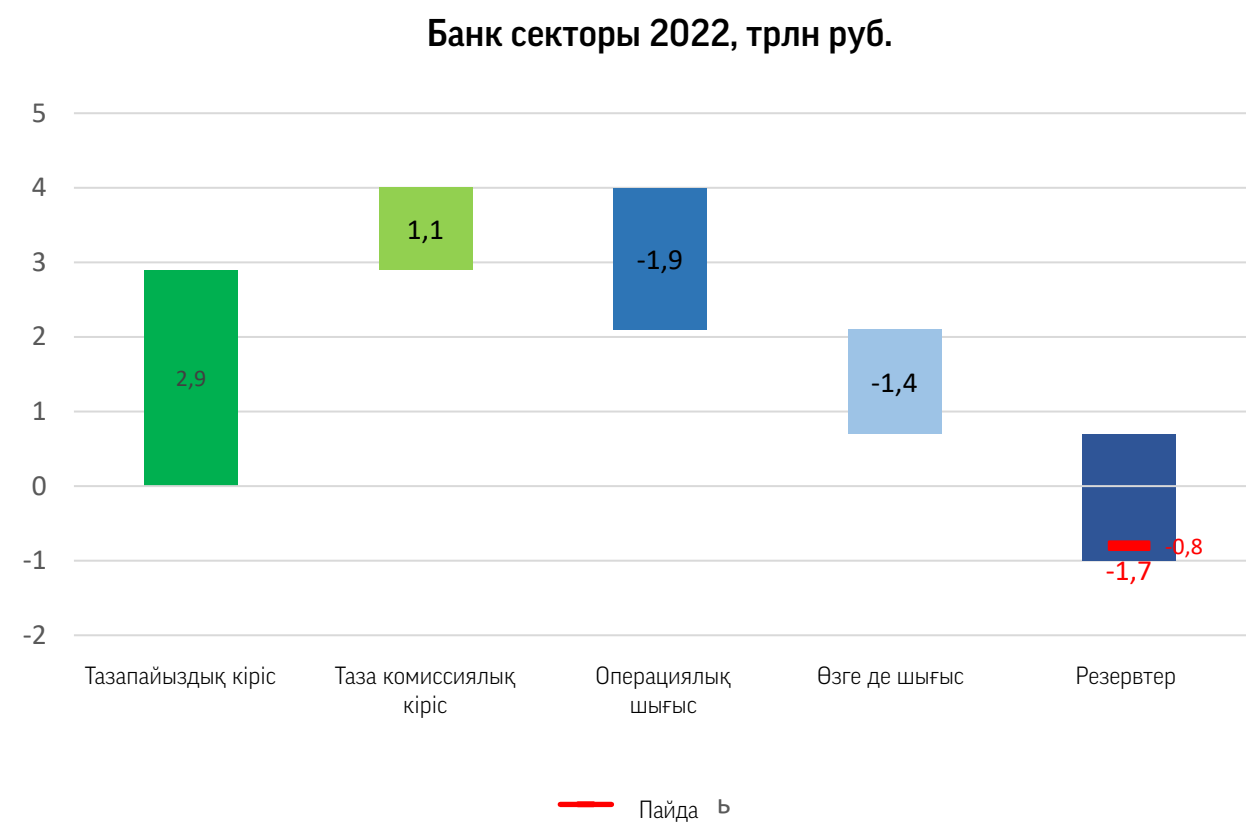
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

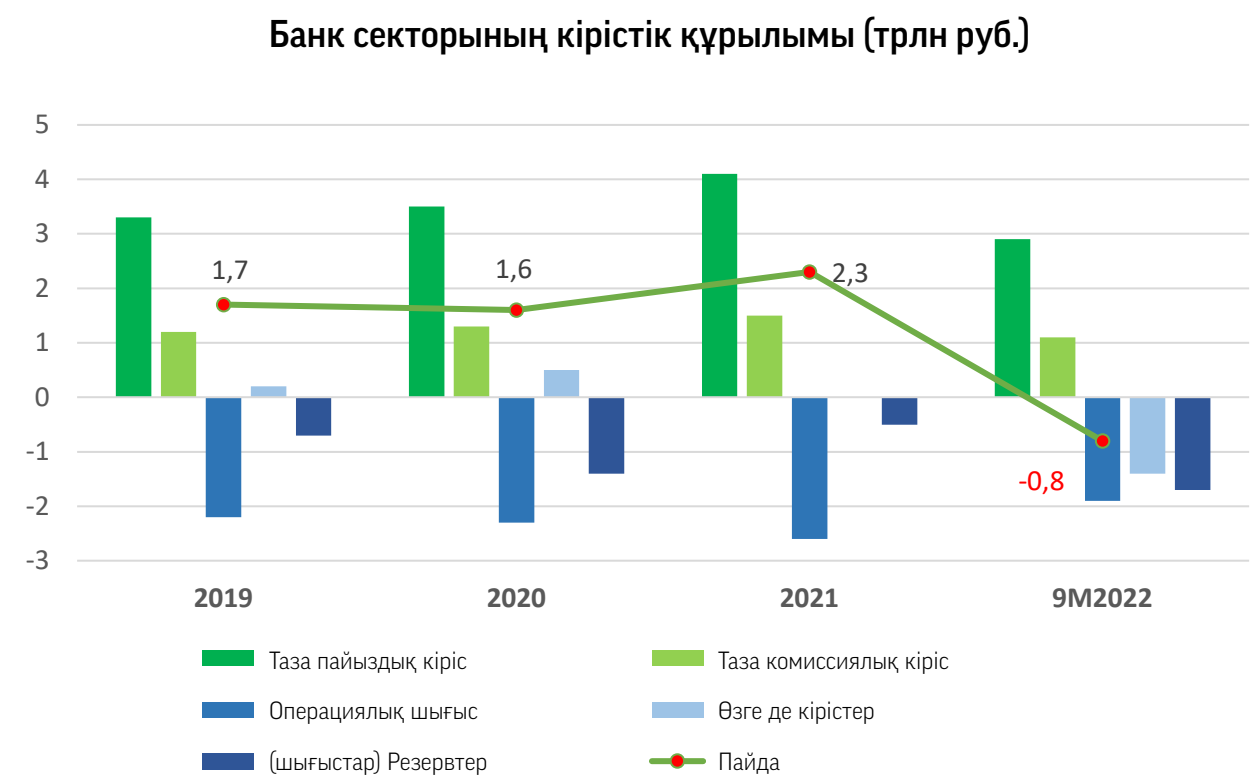


Салалық бөлім

ең төмен мәндерге сәйкес. Тамыз-қазан айларында берілген несиелер саны айына 120–130 мыңға дейін өсті, бірақ бұл 2021 жылмен салыстырғанда шамамен 20%-ға төмен. Ішінара жұмылдыру салдарының бірі тұрғын үй нарығындағы белсенділіктің төмендеуі болуы мүмкін. Бұл ретте сұранысты жеңілдетілген ипотекалық бағдарламаны ұзарту арқылы қамтамасыз етуде. Құрылыс индустриясындағы жағдай көп жағдайда мемлекеттік қолдауға байланысты болады. Жеңілдікті ипотеканы ұзарту туралы шешім қабылданды. Бұл сегмент несиелердің 80%-ын құрайды және мөлшерлемені 10%-ға дейін көтеру қарыз алушылардың айтарлықтай бөлігін іркілтуі мүмкін,сеебі бұл жағдайда айлық төлем күрт артады. Төртінші тоқсанда Ресей Банкі АНС жеңілдетуді тоқтата тұрды, нәтижесінде орташа ұсыныс ипотека бойынша 7%-дан жоғары өсті. Ағымдағы жағдайда банктер ипотекадан бас тартуды көздемесе де, қарыз алушыларды қатаң бағалайды. Реттеуші сатушының есебінен жеңілдікті ипотека беру тәжірибесімен күресуді жоспарлап отыр. Құрылыс салушылар өз тарапынан жаңа жобалар көлемін қысқартады. Тұрғын үйдің нарығының бірінші тәуекелі екіншісі тарапынан қысым көреді. Көптеген өңірлерде жоғары бағадағы жылжымайтын мүліктің бағасы арзандай бастады, бұл құрылыс салушыларды ұсынысты реттеуге мәжбүр етеді.



2023 жылғы сектордағы ең шынайы сценарий ірі ойыншылардың Сатуды 15-20%-ға қысқарта отырып, төмен бюджетті тұрғын үйдің үлесін кеңейтуін көздейді. Бүгінгі таңда инвесторлар құрылыс салушылар акцияларын қандай да бір скептицизммен бағалайды.



Қаржылық сектор

Қатты күйзелістерге қарамастан, қаржы секторы табандылық танытты. Оған кіретін компаниялардың 2022 жылдың соңында пайыздық кірісі өткен жылдың деңгейінде қалады, ал комиссиялық сыйақылар олардан асып түседі. Қаңтар-қазан айларында банк секторының шығыны 400 млрд рубльді құрады. Бұл 1,7 триллион рубль мөлшерінде резервтерді құруға байланысты. (бұл көлем 2020 жылмен салыстырғанда жоғары). Тәуекел сценарийі банктерге 700 миллиард рубльге қосымша капиталдандыру қажет болуы мүмкін деп болжайды. Ресей Банкі жаңа жылдан бастап несиелік ұйымдардың бағалы қағаздарын және валюталық міндеттемелерін қайта бағалауға байланысты концессияларды жоюды жоспарлап отыр. Бұл жағдайда жүйе тұрақты болып қалады. Сонымен қатар, капиталға түсетін жүктеменің артуы банктерді несиелік және инвестициялық саясаттарын қатаңдатуға мәжбүр етеді. Негізгі

мөлшерлеменің төмендеуі депозиттерден қор нарығына қаражат ағынының факторларының біріне айналуы мүмкін, дегенмен оның әсері айтарлықтай айқын болмайды. Негізгі мөлшерлемені төмендету қаржының депозиттен қор нарығына қайта ығысу факторларының бірі болуы мүмкін, дегенмен мұның әсері соншалықты айқын болмайды. Банк секторындағы жағдай тұтынушылық және өндірістік сұранысқа, инфляция деңгейіне байланысты және инфляция нашар динамиканы көрсетеді. Консервативті сценарий капиталға қысым жағдайында несиелеуді және корпоративтік қағаздарға инвестициялауды қысқартуды көздейді. Сонымен қатар, капиталдандыру ағымдағы қажеттіліктерді ғана қамтамасыз етеді, бірақ несиелеу көлемін айтарлықтай ұлғайтуға мүмкіндік бермейді. Қарыз қаражатына сұраныс та өткен жылғы деңгейге дейін қалпына келмейді. 2023 жылы бөлшек және корпоративтік клиенттерге арналған мөлшерлемелердің көтерілуіне байланысты тәуекелдік сыйлықақылардың негізгі мөлшерлемеден аз төмендеуі мүмкін. Инвесторлар Сбербанктің акцияларына ғана сұранысқа ие болуы мүмкін. Отандық банк секторының көшбасшысы активтер мен клиенттер қаражатының көлемінің өсуін көрсете отырып, кейбір қаржылық нәтижелерді ашып көрсетеді. TCS және Qiwi Миноритарлық қағаз иеленушілері үшін олардың шетелдік құрылыммен байланыстырылған өз тәуекелдері болады. Бұл осы акцияларға ірі ойыншылардың тарапынан мүдделілікті бәсеңдетеді.

АТ-секторы

Ресейлік IT нарығының ландшафты күрт өзгерді. Шетелдік ойыншылардың барлығы дерлік оны тастап кетті, бұл кейбір сегменттерде жабдық пен бағдарламалық қамтамасыз етудің жетіспеушілігін тудырды. Қиын кездерде бюджетті қысқартудың орнына тұтынушыларға оларды ұлғайтуға тура келіп отыр. Ақпараттық қауіпсіздік саласындағы 2022 жылғы өсу көшбасшыларының ішінде Жетекшілерінің бірі Positive Technologies акциялары артты. Компаниялардың түсімі үшінші тоқсанда бүкіл жартыжылдықтағы нәтижеден де асып түсті. Компания



Салалық бөлім

шамамен 1 млрд рубльге SPO өткізді. Сектордың перспективаларына қарамастан, өзге де жария компаниялардың акциялары нашар динамиканы көрсетеді. Яндекстің қағаздары жылдың басынан бастап 55%-дан астамға қысқарды, VK белгілемелері құлдырады.

Бұл сектор айтарлықтай трансформациядан өтуде. Бір жағынан салада, дамуда белгілі бір тауашалар бар, бұл компаниялардың кірісін арттырады.

Екінші жағынан, сектор бұрын-соңды болмаған қиындықтарға тап болды. Компаниялар жабдықтар мен бағдарламалық қамтамасыз етуді импорттауда ең күрделі қиындықтарды бастан кешіреді. Тағы бір келеңсіз жайт – мамандардың кетуі. Осы факторлардың әсерінен сала басшылары бірінші жартыжылдықта айтарлықтай шығынға ұшырады. Соңғы уақытта АТ-компанияларға мемлекеттің ықпалы айтарлықтай артты. Бұл шетелдік сияқты миноритарлық акционерлер үшін тәуекелдер тудырады юрисдикция негізгі акционерлер ғана емес, сонымен қатар ресейлік бизнеске иелік ететін АТ корпорациялары да тіркелген. Төтенше күрделі нарықтық жағдайларға байланысты ақпараттық технологиялар индексі барлық салалық бенчмаркьяр арасында ең нашар динамика көрсетті.

Тұтынушы секторы

Әдетте, тұтынушылар секторындағы компаниялардың акциялары дағдарыстың өткір кезеңінен өткеннен кейін қалпына келетін. Алайда, бұл өткен жылы болған жоқ. Оның басты себебі – инвестициялық белсенділіктің төмендеуі. Ірі қорлар инвестицияны қысқартты, жеке инвесторлардың ағыны саланың баға белгілеулерін көтеру үшін жеткіліксіз болып шықты. Саладағы жағдай біркелкі емес, бірақ тұтастай алғанда салыстырмалы түрде жақсы. Көптеген бөлшек саудагерлер, басқа секторлардағы компаниялардан айырмашылығы, мәлімдемелерді бірдей форматта жариялауды жалғастыруда. Азық-түлік сегментіндегі көшбасшылар орташа түсімнің өсуіне ғана емес, сонымен қатар жаңа дүкендердің ашылуына байланысты екі таңбалы кіріс өсімін жариялады. Сату тиімділігі өткен жылдың деңгейінде сақталды. Осының аясында азық-түлік бөлшек

сауда желілерінің баға белгілеулері азырақ төмендеуді және жақсы қалпына келтіруді көрсетті. Fix Price және Ozon күшті операциялық және қаржылық нәтижелерді жариялады, онлайн нарық оның баға белгілеулерін қолдайтын оң EBITDA маржасын жариялады. М.видео және Деткий мир акциялары аутсайдер болды. Олар операциялық және қаржылық ақпаратты ашуды дерлік тоқтатты.

Балалар тауарларын сататын дүкендер желісінің акционерлері компания мәртебесін жеке компанияға қайтаруды ұйғарып, миноритарлық акционерлердің акцияларын сатып алатынын жариялады.

Менің ойымша, тұтыну секторының келесі жылы қалпына келу мүмкіндігі жоғары. Компаниялар ағымдағы операциялық табыстылық деңгейін сақтайды және өздерінің қарыз жүктемесін арттырмайды. Инфляцияның төмендеуі тұтынушылық сұранысқа және қарызға қызмет көрсету құнына оң әсер етеді. Ozon және Fix Price үшін ең қолайлы перспективалар. Біз клиенттер санының өсуін және орташа түсімнің өсуін күтеміз. Миноритарлық акционерлер үшін негізгі тәуекел ойыншылардың көпшілігінің шетелдік меншік құрылымы болып табылады. Осыған байланысты 100% отандық Магнит азық-түлік бөлшек сауда сегментінде көшбасшы болады.

Біздің саудалық идеяларымыз

Ресей нарығында ұзақ мерзімді инвестициялау мүмкіндігі әлі де аз деп есептейміз. Бірқатар сценарийлерді жүзеге асыру кезінде «сатып алу және ұстау» стратегиясы тиімсіз болуы мүмкін, сондықтан кез келген жағдайда белсенді басқаруға артықшылық беру керек. Іргелі көрсеткіштер болмаған жағдайда, жаңалықтардың аясын мұқият бақылап, техникалық көріністі талдау қажет. Сауда операцияларының сипаты үш аптадан аспайтын позицияларды ұстау көкжиегін білдіруі тиіс. Ашық позицияларда үлкен шығындарға жол бермеу керек.

Нарықты шартты түрде алты сегментке бөлуге болад

Дивидендтік және кірістік

Бұл санатқа ең алдымен ФСК, Русгидро, Рустелеком және МТС

акциялары кіреді. Бұл эмитенттердің корпоративтік ақпаратты ашуына қарамастан, олардың сенімді қаржылық жағдайына негізді түрде сенуге болады. Төрт компания да магистральдық компаниялардың қатарына кіреді. Мемлекет оларға тарифтерді индексациялауға және осы эмитенттердің экономикалық тәуекелдерін болдырмайтындай олардың салық жүктемесін реттеуге мүмкіндік береді.

Тұрақты дивидендке сенім артуға болады (мемлекеттік компаниялар бойынша – пайданың 50% дейін). Дивидендтердің кірістілігі және баға белгіленімдерінің өсу қарқыны тым жоғары болмауы мүмкін. Дегенмен, жоғары ықтималдықпен бұл бағалы қағаздар 2023 жылы оң аумақта болады.

Тұрақты

Бұл тізімге негізінен X5 Group, Ozon, Fix Price, Яндекс, VK, TCS, Магнит және Мосбиржа жетекші IT-компаниялары мен ретейлерлердің қағаздары кіреді. Олардың бизнесіне қауіп төніп тұрған жоқ, тіпті нақты экономикалық құлдырау жағдайында да олар пайданың өсуін көрсетеді. Миноритарлық акционерлер үшін бірден-бір маңызды тәуекел листингтегі көптеген эмитенттердің шетелдік меншік құрылымымен байланысты. Шетелдік компаниялардың бизнесіне мемлекет тарапынан қатаң талаптар қоюы меншік және басқару құрылымын Ресейге беру (қайта домициляция) қажеттілігін тудыруы мүмкін. Дегенмен, юрисдикция өзгерген жағдайда миноритарлық акционерлер қолайсыз болады. Осының аясында депозитарлық қолхаттардың баға белгілеулері жоғары құбылмалылықты көрсетеді. Бірақ Ресейде бизнес жүргізуге қатысты белгісіздік жойылғаннан кейін бұл бағалы қағаздардың тым жоғары көтерілуі ықтимал

Қозғалмалы

Шикізат секторындағы баға белгілемінің динамикасы экспорттық тауарлардың бағасына, геосаяси факторларға және мемлекеттің салық саясатына айтарлықтай тәуелді болады. Русал, ГМК Норникель, Роснефть, Полюс, Фосагро, Татнефть, ЛУКОЙЛ және басқа да ірі экспорттаушылардың акцияларына инвестициялаудың тәуекелдік ықтималдығы жоғары болып қалуда. Дивидендтердің кірістілігін болжау мүмкін емес. Ақпаратты

2023 жылғы инвестициялық перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Салалық бөлім

ашу ашықтықты арттырады, бірақ ұзақ мерзімді өсу әлеуетіне назар аударудың пайдасы жоқ. Ең жақсы тактика орта мерзімді көкжиегі бар операция болады.

Алып-сатарлық

Бұл топта негізінен көк фишкалар тұр: Сбербанк, Газпром, ВТБ, Сургутнефтегаз. Олардың белгіленім динамикалары үшін іргелі факторлар қосалқы болып табылады. Толық немесе ішінара қаржылық есептілікті жариялау да бағалы қағаздар қозғалысына айтарлықтай әсер етпейді, тек қысқа мерзімді алыпсатарлыққа себеп болады. Жаңалықтар аясы техникалық көрініске қарағанда осы акциялардың динамикасын белсендірек анықтайды. Листингілік эмитенттердің бағалы қағаздары негізінен қысқа және орта мерзімді инвестициялар үшін пайдаланылуы тиіс. Бұл ретте алыпсатарлықтан жол берілетін шығын мөлшерін қатаң шектеу қажет

Тәуекелдік

Қазіргі уақытта ең үлкен тәуекелдер, біздің ойымызша, құрылыс және қара металлургия секторларында шоғырланған. Ақпаратты ашу жалпы көріністі біршама айқындай алады, бірақ ол сыртқы тәуекелдерді жоймайды және бұл құралдардың инвестициялық тартымдылығын арттырмайды. Оптимистік сценарий дамитын болса, бұл секторлардың бағалы қағаздары үшін оң драйверлер нарық конъюнктурасының жақсаруы, санкциялардың жойылуы, салық ауыртпалығы болуы мүмкін.

Ашық емес

Стратегиялық мемлекет бақылауындағы компаниялар акцияларының динамикасын (Аэрофлот, Транснефть, ВСМПО, КАМАЗ) іс жүзінде болжау мүмкін емес. Уақыт өте келе олардың кейбіреулері жария емес болып қалуы мүмкін, ал миноритарлық акционерлер, мүмкін, жомарт өтемақыға сенбегені жөн. Аталған корпорациялар төңірегінде жаңалықтардың аясы нашар, ал өтімділік салыстырмалы түрде төмен. Жеке инвесторлар геосаяси жағдай айтарлықтай жақсармайынша және санкцияларды алып тастағанша, осы бағалы қағаздарға ұзақ мерзімді инвестициялаудан аулақ болғаны жөн.



2022 жылғы Өзбекстан нарығы (EqRe Blue индексі)

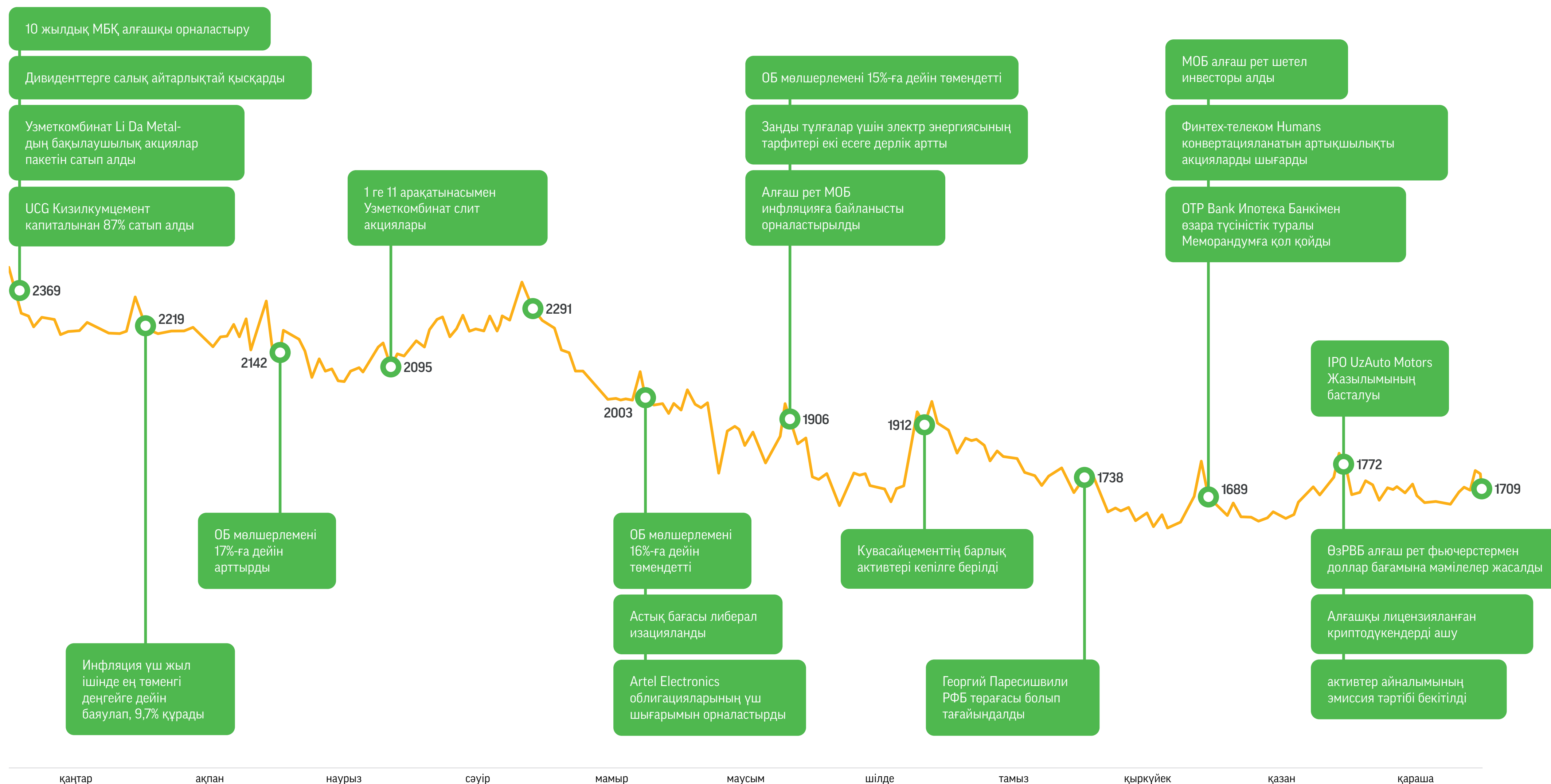
Маңызды жаңалықтар бір ақпараттық кескінде



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



Өзбекстан нарығы. Жыл қорытындылары

Оқиғалар толқынында

2022 жыл EqRe Blue үшін қиын жыл болды, ол қазан айына дейін төмендеу тенденциясы бойынша 1700 тармақты бұзумен тұрақты болды. Дегенмен, билік тарапынан қабылданған бірқатар шаралар 2023 жылы біртіндеп қалпына келеді деп үміттенуге мүмкіндік береді

Қаңтар айында Өзбекстанның қор нарығы үшін маңызды оқиға президент Шавкат Мирзиёевтің «Капитал нарығын қолдаудың тиімді тетіктерін енгізу жөніндегі қосымша шаралар туралы» қаулысы болды. Осы құжатқа сәйкес жеке инвесторлар дивидендтерге салықтан босатылса, резидент емес заңды тұлғалар үшін ол 10%-дан 5%-ға дейін төмендетілді. Сол айда заңды тұлғаларға түсетін салықтық жүктемені азайтқан тағы бір құқықтық акт күшіне енді. Атап айтқанда, корпоративтік мүлік салығының мөлшерлемесі 2%-дан 1,5%-ға, ал аяқталмаған құрылыс объектілері бойынша бюджетке төленетін төлемдер 4%-дан 3%-ға дейін төмендетілді. Маңызды M&A оқиғаларының ішінде біз Өзметкомбинаттың капиталындағы 51% Li Da Metal Technology фитингтерін шығаратын зауыттың өндірістік қуаты 200%-ын сатып алуын атап өтеміз.



Бұл мәміле эмитентке эмиссия көлемін 20%-ға арттыруға мүмкіндік берді. Өзбекстандағы ең ірі Кизилкумцемент цемент зауытының 86,92% мемлекеттік акциясы Кипр холдингі United Cement Group-ке (UCG) 1,89 триллион сум немесе \$175 млн сатылды. Ақпан айынан бастап жергілікті бөлшек саудагерлер, сондай-ақ шетелдік инвесторлар мемлекеттік бағалы қағаздарды сатып ала бастады. Сол айда 2022 жылдың соңына дейін шетелдік автокөліктерді әкелу баж салығын екі есе азайту туралы шешім қабылданды, бірақ 2023 жылы оның мөлшері бұрынғы мәндеріне оралады, дегенмен қосымша коэффициент төмендейді. Өзметкомбинат акцияларын 1-ден 11-ге дейін ұсақтау сәуір айында өтті. Бөлінгеннен кейінгі бірінші күні сауда алдыңғы жабылу бағасынан 10,86%-ға жоғары бағамен басталды.

Искандар Шералиев,
FREEDOM FINANCE ААҚ ЖК
инвестициялық аналитигі



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

Жылдың басынан бастап акциялар динамикасы

Акция	30.12.2021мәні	09.12.2022мәні	Өзгеріс, %
EqRe Blue	2364	1732	-26,73%
KVTS	4171	3300	-20,88%
QZSM	6500	3409	-47,55%
SQBN	13,00	10,69	-17,77%
URTS	25500	19998	-21,58%
UZMK	9686	7799	-19,48%
KSCM	610000	245010	-59,83%
HMKV	43,00	90	109,30%
IPTB	1,42	0,79	-44,37%
UIRM	14000	7000	-50,00%

USD/UZS динамикасы, 1 жыл



Өзбекстан нарығы. Жыл қорытындылары

Оқиғалар толқынында

Мамыр айында крипто-активтердің қозғалысын реттеу мақсатында жүргізілген заңнамалық реформалар майнерлерді заңды тұлға ретінде тіркелуге және электр энергиясы үшін жоғары тарифтермен төлеуге міндеттеді. Осы талаптардың орындалуын Жетілдірілген жобалар жөніндегі ұлттық агенттік бақылайды (NAPP).

Маусым айында астық бағасын ырықтандыру болды, содан кейін жалпы сатып алу бағасы 1,55 млн-нан 3 млн сумға дейін өсті. Фермерлер тауар биржасы арқылы өнімді комиссиясыз өткізуге мүмкіндік алды. Сондай-ақ жаздың бірінші айында Орталық Азиядағы ең ірі электроника өндірушісі Artel Electronics кірістілігі 21% (ұзақтығы: 365 күн), 21,5% (ұзақтығы: 30 мерзімінен бұрын өтеуімен 543 күн) 12 және 15 айдан кейінгі шығарылым %) және 22,5% (ұзақтығы: 543 күн) жоғары үш облигация шығарылымын орналастырды.

Шілде айында Өзбекстан Республикалық валюта биржасының (ӨзРВБ) кезекті электронды аукциондары алғаш рет инфляцияға байланысты 111 млрд сум (10 миллион доллар) сомасына екі жылдық мемлекеттік облигацияларды сатты. Бұл облигациялар бойынша купондық төлем «тұтыну бағасының индексі плюс 6%» формуласы бойынша есептеледі. Осылайша, флуттерлер үшін алғашқы бенчмарк құрылды. Сол айда заңды тұлғалар үшін электр энергиясы мен табиғи газға тарифтер көтерілді. Атап айтқанда, АГМК, ҰГМК және бюджеттік ұйымдар үшін тарифтер екі есе өсті. Бұл шешім 2026 жылға қарай энергия бағасын ырықтандыру жоспарларына сәйкес қабылданды. Тамыз айында шын мәнінде Кувасайцемент пен Бекабадцементке иелік ететін UCG осы зауыттардың барлық активтерімен қамтамасыз етілген \$100 млн қарызын жинады. Мәміле жасалғаннан кейін кәсіпорындардың акцияларын нарықтық бағалармен сатып алу туралы хабарланды.

Қыркүйекте Георгий Паресишвили Ташкент Республикалық

қор биржасының басқарма төрағасы қызметіне кірісті.

Ташкент. Бұған дейін кәсіпкер Грузия қор биржасын басқарып, Грузияның Орталық депозитарийі бақылау кеңесінің төрағасы қызметін атқарған. Қор нарығындағы мәмілелерді реттейтін нормативтік-құқықтық актілерге енгізілген өзгерістердің арқасында қазан айында ӨзРВБ-да шетелдік заңды тұлғаның мемлекеттік бағалы қағаздарды бірінші сатып алуы тіркелді. Мәміле дилер – биржа мүшесі арқылы жасалды. Күздің екінші айының тағы бір маңызды оқиғасы Humans телекоммуникациялық финтех стартапының алдын ала IPO-сы болды. Компания бастапқы құнының 25%-ын құрайтын тіркелген дивиденд кірісімен үш жыл өтеу мерзімімен \$5 млн. 50 мың айырбасталатын артықшылықты акцияларды орналастырды. Компания қараша айында Ипотекалық банк капиталында жылына екі рет қағазға 125 000 сум төлейтін болады.

UzRCE-де валюталық фьючерстік келісімшарттардың алғашқы саудасы басталды. Мәмілелер Асакабанк және Кишлок курилиш банктің қатысуымен жасалған. Күздің соңғы айында НАПП Өзбекстанда криптографиялық активтерді шығару және айналым тәртібін бекітті. Осылайша, тек заңды тұлғалар мен жеке кәсіпкерлер - Өзбекстанның резиденттері токендерді шығаруға құқылы. Сонымен қатар, жеке тұлғалар тек қана жеңілдетілмеген токендерді (NFTs) шығара алады. Сонымен қатар, алғашқы ресми крипто дүкендері ашылды: Crypto Trade NET және Crypto Market жарғылық капиталы \$9 мың және тиісінше \$180 мың. Сондай-ақ қараша айының соңында ТМД-дағы ең ірі автоөндіруші UzAuto Motors-тың IPO-ға өтінімдерді қабылдау басталды. Компания \$6,47-7,28 баға диапазоны бар акциялардың 5% дейін сатып алуды ұсынады. Біздің қағаздағы мақсатымыз \$8,09. Компания таза пайданың 30%-ын дивидендтер түрінде төлеуге міндеттенеді. Орналастыру көлемі \$109 млн. дейін құрауы мүмкін.



2023 жылғы Өзбекстан нарығы

Әлемдік үрдістер арнасында

Келесі жылдың негізгі үрдістері:

- 1. Жылжымайтын мүлік нарығын қолдау.** Өзбекстан экономикасының ең жылдам дамып келе жатқан секторы құрылыс секторы болып табылады. Субсидияланған ипотека мен урбанизация деңгейінің жоғарылауының арқасында соңғы бірнеше жылда елдің жылжымайтын мүлік нарығы қарқынды түрде өсуде. Мысалы, 2022 жылдың қыркүйегінде жыл басымен салыстырғанда тұрғын үйді сату 8,5%-ға өсті. Бұл үрдіс 2023 жылы да жалғасады деп күтеміз. Мұның көп бөлігіне ипотекалық несиелерді секьюритилендіру, құрылыс салушылар үшін салықты азайту түріндегі мемлекеттік ынталандыруды кеңейту және жаңа тұрғын үй сатып алуға субсидиялар беру арқылы қол жеткізіледі.
- 2. Жасыл экономикаға алғашқы қадамдар.** Өзбекстанның негізгі міндеттерінің бірі – дәстүрлі энергия көздерінен жаңартылатын көздерге жылдам көшу. 2022–2026 жылдарға арналған даму стратегиясына сәйкес, осы кезеңнің соңына дейін елімізде тұтынылатын электр энергиясының

25% экологиялық таза көздер есебінен қамтылатын болады. Нәтижесінде шетелдік инвестицияның едәуір бөлігі осы салаға бағытталуда. 2023 жылдың 1 маусымынан бастап экологиялық таза технологияларды қолдану арқылы өнім өндіруді растайтын «жасыл сертификаттар» жүйесі енгізіледі.

- 3. Мемлекеттік компаниялардың биржаға шығарылуы.** Биылғы жылдың тамыз айында Өзбекстан Республикасының Министрлер Кабинеті 2022-2023 жылдарға арналған мемлекеттік ұйымдардың IPO және SPO мерзімін бекітті. Қаулыға сәйкес, келесі жылы бізді 15-ке жуық негізгі және қосымша орналастыру орындары күтіп тұр, оның ішінде Uzbekistan Airways, Узтрансгаз, Кишлок курилиш банк, Узбекнефтегаз, Узметкомбинат, Узбектелеком бар
- 4. Әлеуметтік-экономикалық реформаларды жалғастыру.** Жеке меншікті қорғау, азаматтардың тұрақты табыс көздерін құру және сот жүйесінің сапасын арттыру бойынша одан әрі шаралар қабылданатын болады. Бұл өзгерістердің

негізгі мақсаты – халықтың әл-ауқатын арттыру және инвестиция тарту үшін қолайлы ландшафт қалыптастыру. Атап айтқанда, 2023 жылдың 1 қаңтарынан бастап ҚҚС мөлшерлемесі қазіргі 15%-дан 12%-ға дейін төмендетіліп, жеке кәсіпкерлікке тиімді әсер етеді. Сондай-ақ құны \$17,34 млрд болатын күрделі жобалар жүзеге асырылады, оның \$7,06 млрд тікелей шетелдік инвестиция есебінен тартылады.

- 5. Капитал нарығын либерализациялау.** Жеке меншікті қорғау, азаматтардың тұрақты табыс көздерін құру және сот жүйесінің сапасын арттыру бойынша одан әрі шаралар қабылданатын болады. Бұл өзгерістердің негізгі мақсаты – халықтың әл-ауқатын арттыру және инвестиция тарту үшін қолайлы ландшафт қалыптастыру. Атап айтқанда, 2023 жылдың 1 қаңтарынан бастап ҚҚС мөлшерлемесі қазіргі 15%-дан 12%-ға дейін төмендетіліп, жеке кәсіпкерлікке тиімді әсер етеді. Сондай-ақ құны \$17,34 млрд болатын күрделі жобалар жүзеге асырылады, оның \$7,06 млрд тікелей шетелдік инвестиция есебінен тартылады.

Тимур Норматов,
FREEDOM FINANCE ААҚ ЖК
Инвестициялық аналитигі



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global



2022 жылғы Германия нарығы (DAX индексі))

Маңызды жаңалықтар бір ақпараттық кескінде



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар
2022 жылғы 23 желтоқсан
ffin.global



Германия нарығы. Жыл қорытындылары

Кез келген мәселенің шешімі бар!

Жаһандық экономиканың пандемиядан кейінгі қалпына келуі аясында DAX барлық уақыттағы жаңа ең жоғары деңгейге жеткен 2021 жылдың сәттілігінен кейін 2022 жылдың басты сын-қатерлері инфляция болды, ол көптеген жылдар бойы рекордтық көрсеткіш болып табылады, бұл дүниежүзілік реттеушілердің ақша-несие шарттарын қатайтуына, сондай-ақ Еуропадағы энергетикалық дағдарысқа алып келді

2022 жылдың бірінші тоқсаны бірден теріс тенденцияны белгіледі, онда неміс нарығы жылдың айтарлықтай бөлігінде жылжыды. Алайда бұл инвесторларға біраз уақыттан кейін ғана түсінікті болды. Қаңтар айында индекс дәстүрлі түрде әбден қолайлы 2,6%-ға түзетілгенде, көпшілікке бұл өсу тенденциясының құлдырауының кезекті толқыны болып көрінді. Дегенмен, ақпан айының соңында бірқатар сарапшылар бірнеше ай бойы ескерткен Ресей мен Украина арасындағы қақтығыс өрши бастады, бірақ реакцияға қарағанда, нарықтар әлі де оған сенбеді. Нәтижесінде энергия бағасының айтарлықтай өсуіне әкелетін оқиғалардың тізбекті реакциясы басталды, бұл өз кезегінде сол кездегі айтарлықтай инфляцияны тудырды. Сонымен қатар, еуроның әлсіреуі, оның ішінде, долларлық активтерге капитал ағыны аясының ұзаққа созылған циклі басталды. Осы факторлардың барлығы Еуропада және тұтастай алғанда әлемде монетарлық шарттарды қатайту бойынша айтарлықтай агрессивті әрекеттерге әкелді, бұл, оның ішінде инфляция және бизнестің нашарлауы салдарынан тұтынушылардың сатып алу қабілетінің күтілетін төмендеуі аясында акциялар бағасының төмендеуіне алып келді. Нәтижесінде, DAX 2020 жылдың қараша айынан бастап жаңа минимумға жетті, тоқсанда 9,3% жоғалтты, ал инфляция наурызда 1981 жылдан бері рекордтық 7,6% -ға дейін өсті. Екінші тоқсанда және одан кейінгі жазда жағдайдың нашарлауы жалғасты.

Нарықтар біршама тұрақтанғанымен, көптеген, инвесторлар еуропалық экономика бетпе-бет келуге мәжбүр болған бағаның өсуінің айтарлықтай жеделдеуіне дайын болмады. Шілденің аяғында ЕОБ 2011 жылдан бері алғаш рет мөлшерлемені

арттыру циклын бастады. 2011 жылдан бері алғаш рет мөлшерлеме көтерілді. Желтоқсан айының басындағы үш өсімнен кейін ол қарашада еуроаймақтағы инфляция 10% болғанда 2%-ға жетті. Атап айтқанда, Германияда ИБИ қазан айына дейін көтеріліп, 10,4% жетті және күздің соңғы айында аздап төмендеді. Жаздың тағы бір маңызды оқиғасы энергетикалық дағдарыстың басталуы болды. Газ бағасының өсуі аясында нарықтар бір жыл ішінде акциялары он есеге жуық құлдыраған көгілдір отынның негізгі неміс импорттаушысы Uniperді құтқарудан кейін болды. Сонымен қатар, Германияда іскерлік көңіл-күйдің нашарлауы тіркелді: жалпы іскерлік белсенділік индексі (ИБИ) ақпандағы 55,6 тармақтан қыркүйекте 45,7-ге дейін төмендеді. Күзде жағдай тұрақталды. Егер жаздың аяғында DAX жыл басындағы деңгейлермен салыстырғанда 19,2% жоғалтқан болса, онда индекс шығынның айтарлықтай бөлігін қайтара алды: қазан-қарашада нарық баға өскеннен кейін 9%-ға өсті. АҚШ-та, содан кейін Еуропада баяулай бастады. Инфляцияның мұндай динамикасы жүргізіліп жатқан ақша-несие саясатына қатысты күтуге, сондай-ақ төрт айлық құлдыраудан кейін қарашаның аяғында айтарлықтай қалпына келген еуроның қозғалысына оң әсер етті. Ұлыбританиядағы кішігірім саяси дағдарыс, сондай-ақ Солтүстік ағынның тоқтатылуы Германияның кең нарықтық индексіне бұдан былай айтарлықтай әсер етпеді, өйткені табиғи газ бағасы тамыз айының соңынан күрт төмендей бастады және 2021 жылдың желтоқсанындағы деңгейіне оралды. Нәтижесінде 2022 жылдың қазан айы DAX үшін екі жылдағы ең жақсы ай болды.

Данияр Оразбаев,
Freedom Broker Қаржылық талдау
департаментінің аналитигі



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

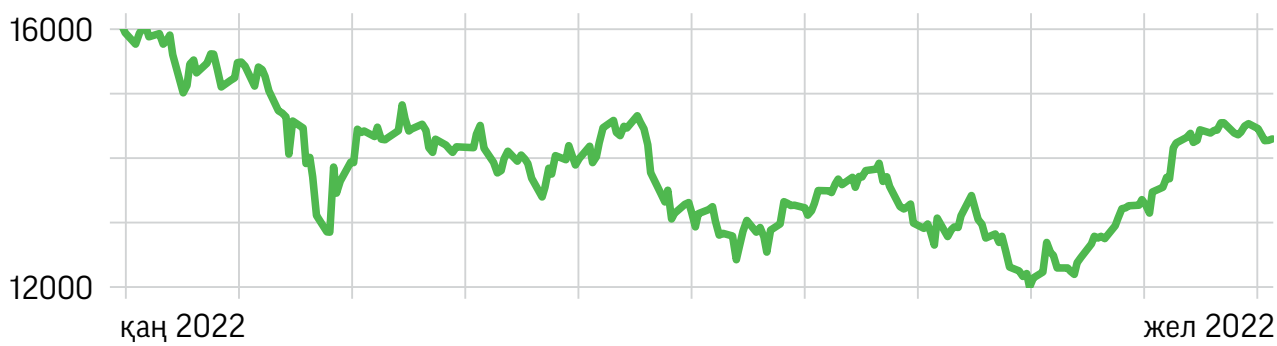
2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

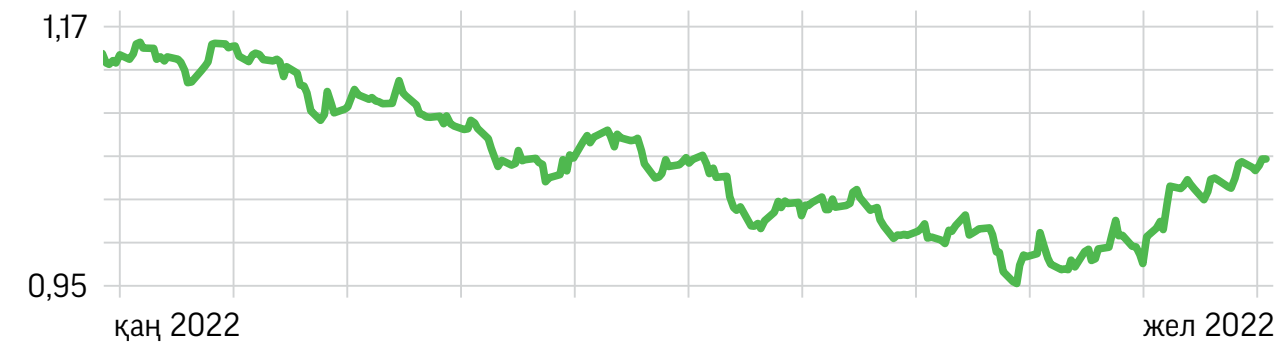
Жыл басынан бастап акциялар динамикасы

Акция	30.12.2021мәні	09.12.2022мәні	Өзгеріс, %
DAX INDEX	15 884,86	14 289,97	-10,0%
LHA GR Equity	6,18	7,71	24,7%
RWE GR Equity	35,72	42,18	18,1%
CBK GR Equity	6,69	7,89	17,9%
BEI GR Equity	90,38	106,65	18,0%
DTE GR Equity	16,30	19,25	18,1%
MUV2 GR Equity	260,50	306,50	17,7%
DB1 GR Equity	147,10	172,05	17,0%
MTX GR Equity	179,40	203,90	13,7%
BAYN GR Equity	47,00	52,50	11,7%
HNR1 GR Equity	167,15	186,60	11,6%
BMW3 GR Equity	73,30	79,30	8,2%
BOSS GR Equity	53,50	52,68	-1,5%
ALV GR Equity	207,65	203,95	-1,8%

DAX индексінің динамикасы, 1 жыл



EUR/USD динамикасы, 1 жыл



2023 жылғы Германия нарығы

Оптимизм үшін жаңа себептермен

Келесі жылдың негізгі үрдістері:

1. Инфляцияға қарсы күрес. Екінші жыл қатарынан әлемдік экономикалардың көпшілігі, соның ішінде Германия үшін басты жаһандық сынақ бағаның өсу қарқынының артуы болып табылады. Ағымдағы мәселенің тамыры 2020-2021 жылдарға барып тіреледі, бұл кезде жеткізілім тізбегінде айтарлықтай үзілістер орын алып, пандемия кезінде жүргізілген бос ақша-несие саясатының салдарынан нарыққа өтімділік көбірек кірді. 2022 жылы энергетика және азық-түлік нарықтарындағы құрылымдық өзгерістер баға өсімінің қосымша драйверлеріне айналды. Алайда, содан кейін инфляцияны тежеу үшін ЕОБ монетарлық шарттарды жүйелі түрде қатайта бастады және, ең алдымен, 2023 жылдың бірінші тоқсанында мөлшерлемені көтеруді жалғастырады. Сонымен қатар, энергия бағасы да біртіндеп қалыпқа келеді: желтоқсанға қарай олар 2022 жылдың басындағы деңгейге қайта түсті. Жүргізіліп жатқан АНС бірге бұл инфляцияны 6%-дан төмен түсіруі мүмкін. Дегенмен, бұл біраз уақыт алуы мүмкін. Атап айтқанда, Еуропалық комиссияның күтуіне сәйкес, еуроаймақтағы ИБИ 2023 жылы 6,1%-ды құрайды. Дегенмен, инфляцияның шыңына 2022 жылдың күзінде өту ықтималдығы айтарлықтай жоғары..

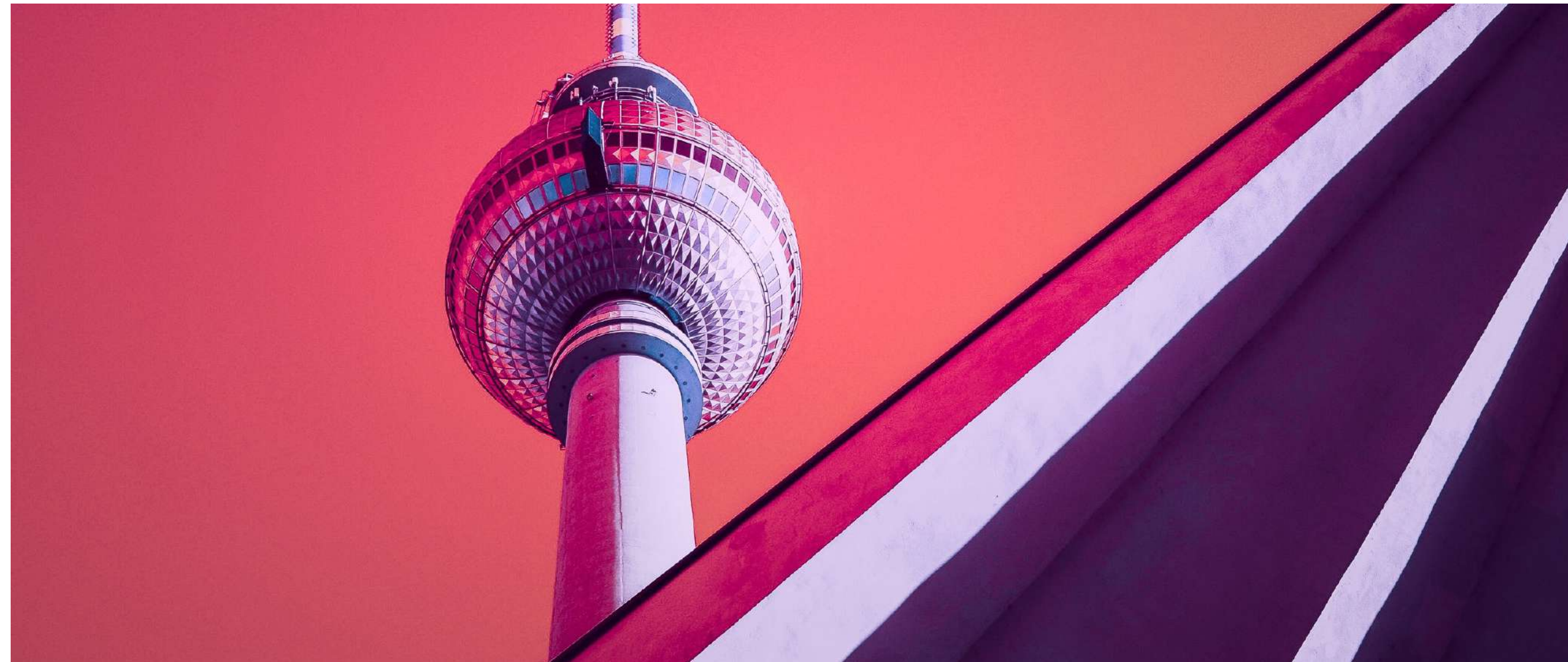
2. Монетарлық саясатты қатаңдатуды жалғастыру. ЕОБ 2011 жылдан бері алғаш рет пайыздық мөлшерлемелерді көтерді. Желтоқсандағы кездесуде мөлшерлеме 50 т.б. көтерілді, ал сарапшылар келесі жылы кем дегенде тағы бір мөлшерлеменің көтерілуін болжайды. Бұл ретте реттеушінің кейбір өкілдері 2023 жылы АНС қатайтуды бәсеңдетуді жақтап та үлгерді. Дегенмен, келесі жылы ЕОБ толық ауқымды сандық қатайтуды жүзеге асыруға ниетті. Бұл алдағы бірнеше айда инвесторлар инфляция динамикасын мұқият бақылауы керек дегенді білдіреді, өйткені шешімдер соған байланысты болады.

3. Рецессия мүмкіндігі. Еуропалық комиссия 2023 жылы Германияның ЖІӨ Ресей Федерациясына жоғары энергетикалық тәуелділігіне байланысты 0,6%-ға төмендейді деп күтеді. Ifo ғылыми-зерттеу институты экономиканың 0,3% қысқаруын, одан кейін 2024 жылы 1,8% өсуді болжайды. Ағымдағы бағалаулар негізінен инфляцияға байланысты пессимистік болып көрінеді, бұл қаржы реттеушісін монетарлық шарттарды қатайтуға мәжбүр етеді.

4. Еуроның нығаюы. Классикалық экономикалық теория тұрғысынан ECB мөлшерлемелерінің жоғарылауы еуропалық валютаға оң әсер етуі керек. Дегенмен, АҚШ қазір еуроға қысым көрсетуі мүмкін монетарлық шарттарды да қатайтып жатыр. Атап айтқанда, АҚШ доллары 2022 жылы басқа резервтік валюталармен салыстырғанда Мықты позицияда болды, сеебі дәстүрлі түрде қорғаныс активі ретінде қарастырылады.

Сондықтан, егер нарықтардағы жағдай қалыпқа келе берсе, 2023 жылы еуро бағамының ауқымды қалпына келуін күтуге болады.

5. Энергетикалық дағдарысты реттеу. Бұдан басқа еуропалық елдерге қарағанда Германия көбірек зардап шеккендіктен, үкімет бұл мәселені шешу үшін 2023 жылы жаңа несиелер көлемін бұрынғы 17,2 миллиард еуро жоспарының орнына 45,6 миллиард еуроға дейін ұлғайтуды көздеп отыр. Сонымен қатар, 2024 жылдың сәуір айына дейін жеке тұлғалар мен кәсіпорындар үшін электр энергиясы мен газға тарифтерді бекіту және олардың өсуіне жол бермеу үшін 99 миллиард еуро жұмсалады. Бұл шаралар инфляциямен күресуге және тұтынушылық сұранысты қолдауға көмектеседі.



2022 жылғы IPO нарығының қорытындылары

Аз болса да сапалы

Бірыңғай нарықтық жағдайларға қарамастан, соңғы екі жылда орналастырылған кейбір компаниялар баға белгіленімдерінің сенімді көтерілуін көрсете алды.

IPO нарығындағы жағдай және оның 2022 жылы төмен белсенділігінің себептері

Алдыңғы екі жылда IPO-ға шыққан компаниялар айтарлықтай өсім көрсетті, бірақ 2021 жылдың қарашасында нарық құлдырап кетті және инфляцияның күрт өсуіне және ФРЖ мөлшерлемелерінің жоғарылауына байланысты бұл қозғалыс одан әрі күшейді. Нәтижесінде терең және жаппай түзету дамыды, ол жоғары құбылмалылықпен бірге жүрді.

2022 жылы инфляцияның үдеуі жалғасты, нарыққа қатысушылар ФРЖ ақша-несие саясатын қатайту қарқындылығы мен негізгі мөлшерлеменің мақсатты диапазонына қатысты барған сайын шешуші болжамдар жасады. Осының аясында АҚШ-тың 10 жылдық қазынашылық облигацияларының кірістілігі 2021 жылдың желтоқсанындағы 1,3%-дан өткен жылдың сол айында 3,46%-ға дейін өсті. Өз кезегінде, ЖИБҚ Қоры баға белгілеулері өткен жылдың қарашасынан осы жылдың 5 желтоқсанына дейін 61,21%-ға, ал Nasdaq 30%-ға төмендеді.

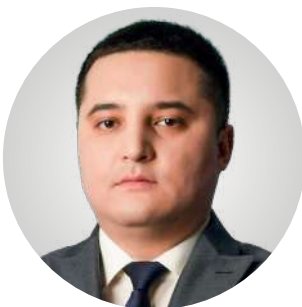
Жоғары ставкалар жағдайында қор биржасына шығуды жоспарлаған компаниялардың бағалауы төмендеді. Бұл әсіресе күшті үрдіс IPO нарығындағы ең үлкен үлесті алатын жылдам дамып келе жатқан эмитенттерде байқалды. Осыған байланысты, көптеген компаниялар жоспарланған бастапқы орналастырудан бас тартты және олардың саны 2022 жылы соңғы 25 жылдағы ең төмен болды (жалғыз ерекшелік 2008 жылғы дағдарыс болды).

Соған қарамастан кіруге шешім қабылдаған эмитенттердің баға белгілеулері ақша-несие саясатын қатайту аясында IPO терең құлдырауды көрсетті. 2020-2022 жылдары компаниялар, әдетте, қоғамдық, болу мәртебесін алды. Тек 2020 жылы акцияларын ашық нарыққа шығарған компаниялардың 15%-ы IPO-дан кейінгі бірінші тоқсанда таза кіріс көрсетті.

(Салыстыру үшін: 1995 жылдан бері бұл үлес 43% болды.) Дегенмен, өткен жылдардағы рекордтық төмен көрсеткіштер инвесторларға ұзақ мерзімді эмитенттің өсу әлеуеті перспективаға басымдық беруге мүмкіндік берді. Кейбір жас компаниялар қолайсыз макроэкономикалық ортаға қарамастан, табыс пен маржаны ұлғайту арқылы тұрақтылықты әлі де көрсете білді.

- MongoDB (MDB) акциялары 2023 жылғы қаржылық есептерді шығарғаннан кейін 25%-ға құлдырады, оның 2023 FY EPS болжамы -\$0,28-0,35 диапазонында болды, жалпы нарықтық консенсус -\$0,23. Дегенмен, үшінші тоқсанда компания күтілген - \$0,17-ге қарсы \$0,23 мөлшерінде EPS өндіре алды. Бұл менеджментке 23 қаржылық жылдағы акцияға шаққандағы пайда бойынша нұсқауды -\$0,31 консенсустан \$0,29-0,31 дейін жақсартуға мүмкіндік берді.
- ShockWave Medical (SWAV) белгіленімдері мамыр айындағы ең төменгі деңгейінен 95% -дан астам жоғары кіріске байланысты (компания өзінің толық жылдық нұсқауларын екі есе арттырды).
- Array Technologies (ARRY) акциялары мамырдағы ең төменгі деңгейінен көтеріліп, 230%-ға өсті. Бұл бағалы қағаздар АҚШ-та экономиканы декарбонизациялау туралы заңның қабылдануымен қолдау тапты. Компанияның ең соңғы қаржылық есебінде берген кіріс пен акцияға шаққандағы пайда болжамынарықтың орташа күтіуінен жоғары болды.

Ерлан Абдикаримов,
Freedom Broker Қаржылық талдау
департаментінің директоры



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

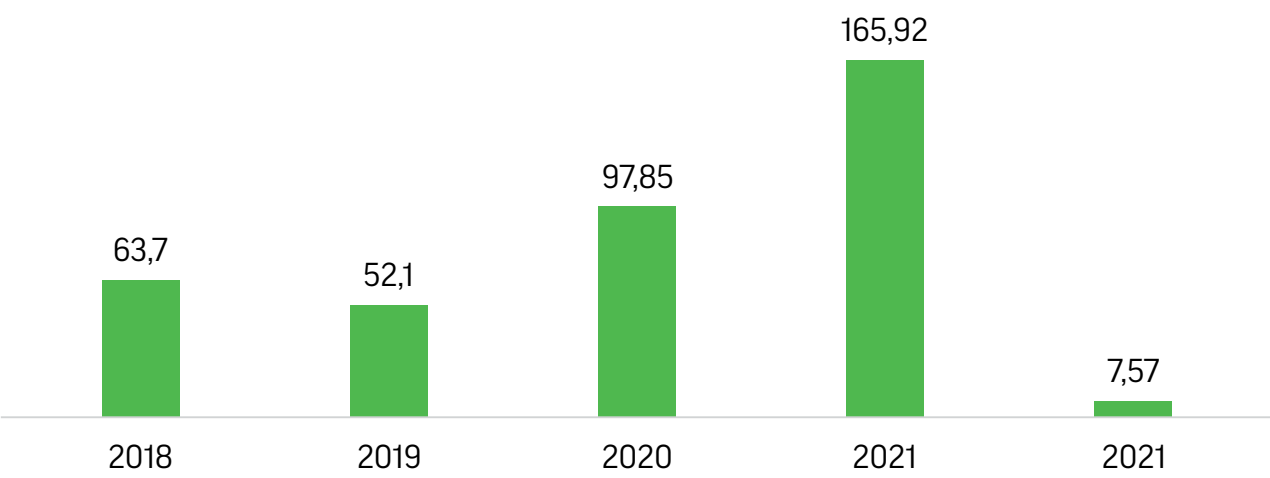
NDX индексінің 1 жылдағы индексінің өзгеруі



АҚШ 10 жалдығының 1 жылдағы өзгерісі (%)



Жылдар бойынша тартылған капитал, млрд USD



2023 жылғы IPO нарығының перспективалары

Мүмкіндіктер терезесін күтуде

2023 жылы IPO нарығын белсенді ету инфляцияны және ФРЖ мөлшерлемелерінің өсу қарқынын бәсеңдетуге ықпал етеді

IPO нарығындағы жағдай және оның 2022 жылы төмен белсенділігінің себептері

IPO нарығы 2023 жылы бірте-бірте қалпына келеді деп күтілуде, өйткені ФРЖ монетарлық қатаңдату және инфляция баяулайды. Қыркүйектен бастап Гонконг қор биржасында осындай үрдіс байқалды: Қытай Халық банкі эмитенттерге сәтті орналастыруға мүмкіндік беретін саясатын жұмсартуға көшті.

Қажетті көлемін тарта алады, сондықтан ашық нарыққа шығуды кейінге қалдыруға тура келеді.

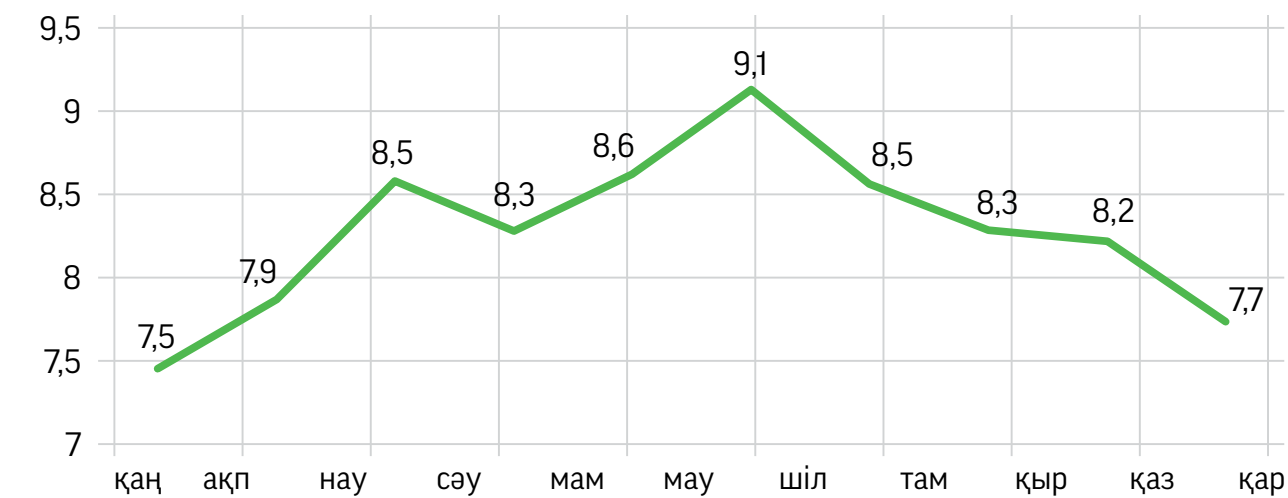
АҚШ-тың қазан айындағы инфляция деректері күткеннен төмен болды, бұл «өсу» акцияларына қысымды жеңілдетті және ФРЖ мөлшерлемелерін көтеру қарқыны туралы болжамдарды төмендететін қайта қарауға ықпал етті. Нарық өткен жылы кейінге қалдырылған Stripe, Databricks және Plaid сияқты ірі компаниялардың IPO-ларын күтуде.

- Мысалы, компьютер компоненттерін өндіруші Hygon Information Technology IPO-да 10,8 миллиард юань жинады және оның акцияларына сұраныс ұсыныстан 2000 есе асып түсті.
- Бұрын листингті кейінге қалдырған компаниялардың көпшілігі Бағалы қағаздар және биржалар жөніндегі комиссияға (SEC) листингке өтінімдер беріп қойған және олардың мақұлдауын күтуде. Бірқатар эмитенттер үшін орналастыруды кейінге қалдырудың оң әсері, олар қаржылық жағдайды жақсарту үшін бизнес үлгілерін жақсартуға қосымша мүмкіндік алды.көрсеткіштер.
- IPO нарығын қалпына келтірудің екі негізгі шартын көріп отырмыз. Біріншіден, инфляцияның күшті төмендеу тенденциясы қажет, өйткені оны тежеуге арналған ФРЖ мөлшерлемелерін көтеру олардың болашақта дисконтталған ақшалай түсімдерге қысым жасауына байланысты қарқынды дамып келе жатқан компаниялардың бағалауына теріс әсер етеді. Егер ұзақ мерзімді облигациялардың кірістілігі төмен-

дей бастаса және ФРЖ ақша-несие саясатын қатайтуды жеңілдетсе, өсу қорларынан құнды акцияларға капитал ағыны аяқталады. Екіншіден, IPO нарығында мүмкіндіктер терезесін ашу үшін VIX «қорқыныш индексі» 20-дан төмен түсуі керек, өйткені өте құбылмалы ортада компаниялар мен андеррайтерлер акциялардың орналастырылатын әділ құнын анықтауда қиындықтарға тап болады, мұнда инвесторлардың қызығушылығын тудырып, капиталдың

- Stripe - финтехтің тез дамып келе жатқан өкілдерінің бірі, 74 миллиард долларға бағаланады. Stripe өнімдері 120-дан астам елде бар, оның клиенттері арасында Zapier, Slack, Google, Instacart, Amazon және Shopify
- Databricks - бұл \$ 38 млрд. бағаланған үлкен деректерді жылдам өңдеуге және оны дайындауға арналған бағдарламалық жасақтаманың әзірлеушісі
- Plaid - бұл банк шотын әртүрлі қолданбаларға байланыстыру арқылы ақша аударымдары мен төлемдерді жеңілдетудің тиімді әдісін ұсынатын компания. 2021 жылы эмитент 13,4 миллиард долларға бағаланды.

2022 жылы АҚШ-тағы инфляция айлар бойынша, %



IPO индексінің 1 жылдық өзгерістерінің индексі, тармақтар





Freedom Finance Global PLC

жария компаниясы



2023 жылғы
инвестициялық
перспективалар

2022 жылғы 23 желтоқсан

ffin.global

Аналитика және оқыту

Игорь Ключнев
capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов
vadim.merkulov@ffin.kz

Жұртшылықпен байланыс

Наталья Харлашина
prglobal@ffin.kz

ДС-Ж **09:00-21:00** (Астана қаласының уақытымен)

+7 7172 727 555, info@ffin.global

Клиенттерді қолдау

7555 (Қазақстан мобильдік операторлары нөмірлерінен тегін)

7555@ffin.global, ffin.global

«Freedom Finance Global PLC» жария компаниясы Қазақстан Республикасындағы Астана халықаралық қаржы орталығының (АХҚО) аумағында бағалы қағаздар нарығында брокерлік (агент) қызметтерін көрсетеді. АХҚО-ның қолданыстағы заңнамасының талаптарын, шарттарын, шектеулерін және/немесе нұсқауларын ескере отырып, Компанияға № AFSA-A-LA-2020-0019 лицензия бойынша келесі реттелетін қызметті жүзеге асыруға уәкілетті: негізгі тұлға ретінде инвестициялармен операциялар, агент ретінде инвестициялармен операциялар, инвестицияларды басқару, инвестициялық кеңес беру және инвестициялық операцияларды ұйымдастыру. Бағалы қағаздарға және басқа қаржы құралдарына иелік ету әрқашан тәуекелдермен байланысты: бағалы қағаздардың және басқа қаржы құралдарының құны көтерілуі немесе төмендеуі мүмкін. Өткен инвестициялық нәтижелер болашақ табысқа кепілдік бермейді. Заңнамаға сәйкес, компания салымдардың болашақ табыстылығына кепілдік және уәде бермейді, ықтимал инвестициялардың сенімділігіне және ықтимал табыстар мөлшерінің тұрақтылығына кепілдік бермейді.

Осы презентацияда орналастырылған материалдар анықтамалық және ақпараттық сипатта және Freedom Finance клиенттеріне арналған. Бұл ақпарат жеке инвестициялық ұсыныс немесе аталған компаниялардың акцияларына инвестициялау туралы ұсыныс болып табылмайды. Ұсынылған материалдарда көрсетілген қаржы құралдары немесе операциялар сіздің инвестициялық профиіңізге және инвестициялық мақсаттарыңызға (қүтулеріңізге) сәйкес келмеуі мүмкін. Осы шолуда қамтылған ақпарат сіздің жеке инвестициялық мақсаттарыңызды, қаржылық жағдайларыңызды немесе қажеттіліктеріңізді ескермейді. Қаржы құралының немесе мәміленің инвестициялық мақсаттарға, инвестициялық көкжиекке және қолайлы тәуекел деңгейіне сәйкестігін анықтау жеке міндет болып табылады. Freedom Finance инвестордың материалда аталған қаржы құралдарымен қандай да бір сауда операцияларын жасаған жағдайдағы залалы үшін жауапкершілік алмайды және осында берілген ақпаратты инвестициялық шешім қабылдау кезінде жалғыз дереккөз ретінде пайдалануды ұсынбайды.