

№285 5 января 2024

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

## В роли Санты Джером Пауэлл

Ожидания снижения ставки ФРС подарили инвесторам предновогоднее ралли: NASDAQ и Dow Jones обновили максимумы, S&P 500 вплотную приблизился к пикам 2022-го

### Казахстан

В новый год с новыми рекордами

### Узбекистан

Снова на подъеме

### Германия

В шаге от рекорда

### Армения

В ожидании дальнейшего смягчения ДКП

# Содержание

Рынок США. В роли Санты Джером Пауэлл.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. В тренде кибербезопасность.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 2 января.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. General Motors поймала зеленую волну.....	11
Оptionная идея. CREDIT CALL SPREAD ON DG.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
IPO Guardian Pharmacy Services. Точно как в аптеке.....	15
Рынок Казахстана. В новый год с новыми рекордами.....	16
Инвестиционная идея. Казатомпром. Вверх на урановых драйверах.....	18
Рынок Узбекистана. Снова на подъеме.....	19
Рынок Германии. В шаге от рекорда.....	21
Среднесрочная идея. RWE. Бенефициар энергетической революции.....	23
Рынок Армении. В ожидании дальнейшего смягчения ДКП.....	24
Новости Freedom Holding Corp.....	26
Контакты.....	27

# Фондовый рынок США

## В роли Санты Джером Пауэлл

Смягчение риторики ФРС и прогнозы снижения ставки в 2024 году подарили инвесторам предновогоднее ралли. NASDAQ 100 и Dow Jones Industrial Average обновили исторические максимумы, а S&P 500 лишь немного недотянул до рекордов 2022 года



### Новости одной строкой

- 13.12.2023** «Голубиная» риторика Джерома Пауэлла и прогноз снижения ставки в 2024 году по итогам заседания ФРС вызвали биржевое ралли
- 20.12.2023** Статистика Минэнерго США отразила исторический максимум нефтедобычи. Добыча газа в декабре также достигла рекорда
- 22.12.2023** Индекс расходов на личное потребление (PCE) в ноябре снизился до минимума с февраля 2021-го 2,6% г/г
- 24.12.2023** Индекс доллара (DXY) опустился ниже 101 пункта впервые с июля 2023 года

### По состоянию на 02.01.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	0,35%	4,55%
QQQ	Индекс NASDAQ100	0,28%	5,06%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,82%	6,27%
UUP	Доллар	-0,22%	-6,84%
FXE	Евро	0,29%	0,61%
XLF	Финансовый сектор	0,70%	5,92%
XLE	Энергетический сектор	-1,34%	-0,21%
XLI	Промышленный сектор	0,76%	7,65%
XLK	Технологический сектор	0,22%	4,11%
XLU	Сектор коммунальных услуг	1,13%	1,34%
XLV	Сектор здравоохранения	1,01%	5,17%
SLV	Серебро	-1,54%	-4,81%
GLD	Золото	0,47%	0,86%
UNG	Газ	0,60%	-7,99%
USO	Нефть	-2,97%	-8,09%
VXX	Индекс страха	-6,56%	-11,62%
EWJ	Япония	1,28%	2,64%
EWU	Великобритания	0,39%	2,10%
EWG	Германия	0,58%	4,07%
EWQ	Франция	0,13%	4,12%
EWI	Италия	0,53%	2,54%
GREK	Греция	-2,18%	-1,12%
EEM	Страны БРИК	2,11%	1,85%
EWZ	Бразилия	0,98%	3,46%
RTSI	Россия	2,45%	-3,95%
INDA	Индия	0,93%	6,97%
FXI	Китай	4,25%	-4,11%



Инвестиционный обзор №285

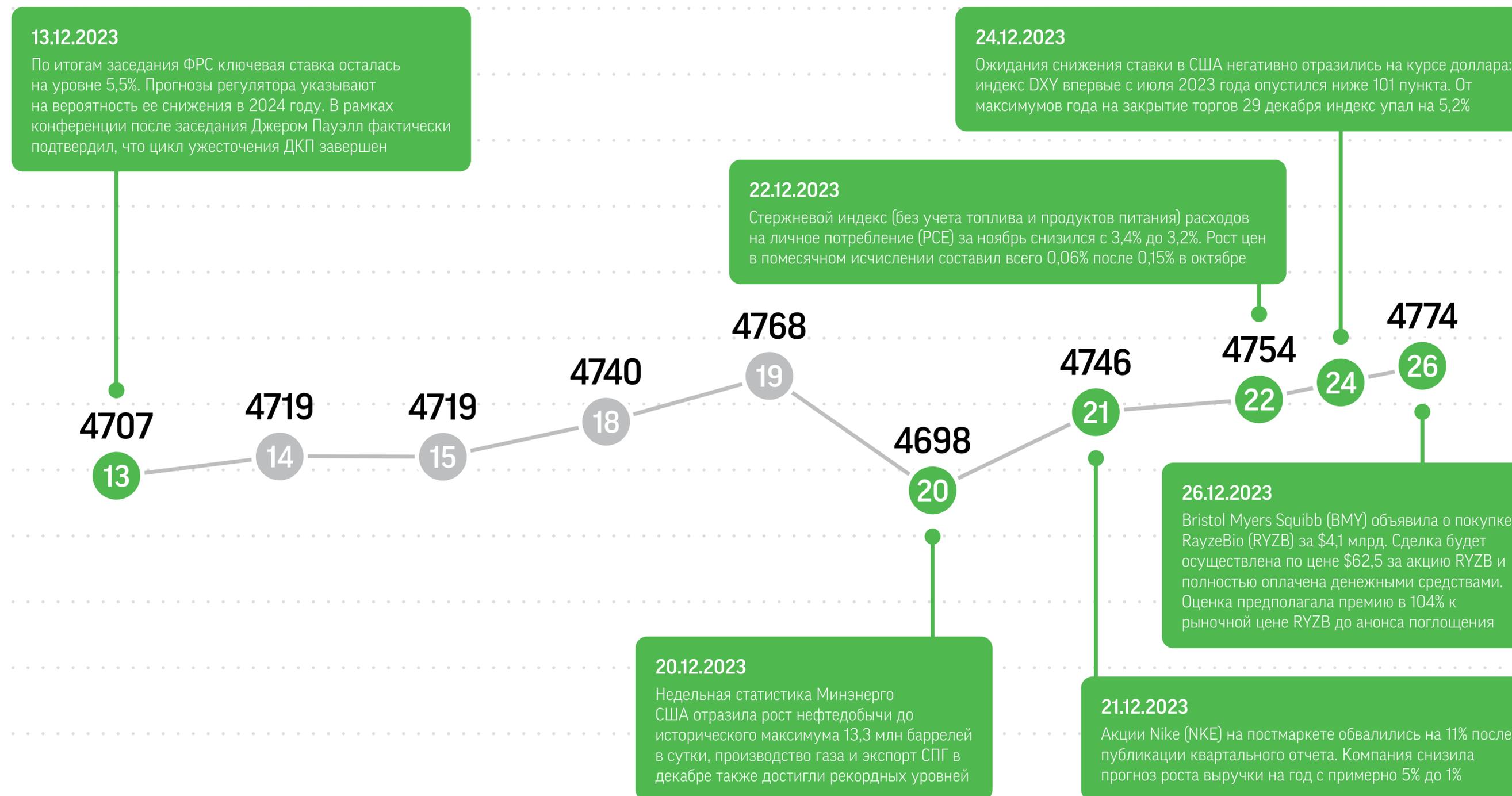
5 января 2024

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



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (13.12.2023 – 26.12.2023)



## Самое главное

# В тренде кибербезопасность

В рамках технической коррекции, с которой начался новый год, стоит рассмотреть фундаментально перспективный сектор iShares Cybersecurity and Tech ETF (IHAK), который в 2023-м показал рост на 37%, заняв нижнюю строчку в топ-3. Первое место поделили между собой индустрии полупроводников VanEck Semiconductor ETF (SMH) и жилищного строительства iShares U.S Home Construction ETF (ITB) с доходностью 69%, второе досталось разработчикам ПО iShares Expanded Tech-Software Sector ETF (IGV) (+59%). Ежегодный рост индустрии кибербезопасности до 2030 года прогнозируется на уровне 12%, в результате она должна достичь \$500 млрд. Однако в сравнении с сектором полупроводников, стоимость которого достигла \$650 млрд, отрасль кибербезопасности на сегодня оценивается лишь в \$200 млрд. Расхождение более чем втрое объясняется более высоким спросом на чипы, чем на услуги кибербезопасности. Однако в этом году все может измениться.

Кибербезопасность получит поддержку от увеличения числа высокопрофильных атак, потенциального использования генеративного ИИ для формирования все более сложных угроз, а также от геополитической напряженности. Эти драйверы способны обеспечить рост выше нормы даже в условиях рецессии. Ключевым моментом, как ни странно, является появление chatGPT, который используется не только во благо, но и во вред. В результате появления генеративного ИИ стали доступны инструменты, которые обучены на данных из даркнета, а это ведет к потенциальному увеличению числа высокопрофильных кибератак. Ярким примером является кейс годичной давности, когда некий пользователь попросил chatGPT расписать процесс взлома любого Wi-Fi, а ИИ выполнил эту заявку достаточно подробно и быстро. И хотя эту возможность у технологии оперативно отключили и chatGPT практически невозможно заставить выполнить подобный запрос, основа альтернативного продукта для вредоносных атак была сформирована. В результате теперь для взлома не требуется формирование высокопрофессиональных команд. Грубо говоря, каждый школьник с такой технологией при желании сможет получить несанкционированный доступ к любым данным в интернете. Количество атак в 2024 году может увеличиться ориентировочно на 10–15%, а не на обычные для последних лет примерно 5% (2022: около 490 млн, 2023: около 520 млн). Это серьезно

изменит конъюнктуру рынка и отношение корпораций к кибербезопасности. Безусловно, предсказать развитие подобных трендов чрезвычайно сложно, но можно с уверенностью заявить, что в ближайшие пять лет сектор кибербезопасности способен завоевать лидерство с точки зрения интереса у инвесторов.

Проблема этой индустрии заключается в более длительном, чем у других секторов, цикле продаж (подписка), который сейчас используется по отношению к сравнительно небольшому количеству клиентов. Это может продолжать оказывать давление на рост выручки компаний, предлагающих такие продукты, как Rapid7, Tenable и Qualys. Однако большинство крупных игроков сектора способны сохранить положительную маржинальность. Один из них — это известная клиентам Freedom Holding по своему IPO компания CrowdStrike (CRWD). Эмитент с капитализацией \$59 млрд за прошедший год проделал большую работу, чтобы выйти в прибыль и с высокой вероятностью отразит позитивный результат в ходе предстоящего сезона отчетов. В этом случае CrowdStrike станет кандидатом на включение в индекс S&P 500, что обеспечит фондам мощный стимул для покупки ее акций. И на CrowdStrike список бенефициаров текущих трендов только начинается, хотя это одна из самых интересных идей для инвестиционного портфеля с горизонтом до пяти лет.



### Ожидаем

**Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4640–4790 пунктов**

Тимур Турлов,  
CEO Freedom Holding Corp.



### Важные новости

По итогам заседания Комитета по открытым рынкам (FOMC) 13 декабря ФРС сохранила ключевую ставку на уровне 5,5%. При этом риторика Джерома Пауэлла оказалась неожиданно мягкой, а прогноз ставки указал на возможность трех ее снижений в 2024 году, что вызвало оптимизм на фондовых и товарных рынках.

Статистика, опубликованная Минэнерго США 20 декабря, зафиксировала рост нефтедобычи до исторического максимума на уровне 13,3 млн баррелей в сутки. Производство газа и экспорт СПГ в декабре достигли рекордных 105,8 млрд и 14,6 млрд куб. футов в сутки соответственно.

Ценовой индекс расходов на личное потребление (PCE), показатель инфляции, на который ориентируется ФРС, в ноябре впервые с апреля 2020 года продемонстрировал снижение, составившее 0,07%. В годовом выражении инфляция замедлилась с октябрьских 2,9% до 2,6% при консенсусе 2,8%.

Снижение курса доллара продолжилось, так как инвесторы ожидают начала снижения ставок в Штатах в первой половине 2024 года. Индекс DXU, отражающий курс доллара США по отношению к корзине из шести мировых резервных валют, опустился ниже 101 пункта впервые с июля 2023 года.

### Инвестиционный обзор №285

5 января 2024

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



# Актуальные тренды

## Обзор на 2 января

### Глобальная картина

Последние две недели прошлого года индекс S&P 500 завершил в зеленой зоне (+1,1%), а за весь декабрь его прирост составил 4,8%. Лучший результат по итогам декабря продемонстрировали индексы малой (SML ETF) и средней (IVOO ETF) капитализации, которые прибавили 12,9% и 8,8% соответственно. Ключевыми драйверами роста рынка в течение последних двух недель декабря стали ожидания разворота ДКП США уже в первые три месяца 2024 года (по данным CME Group, в конце декабря вероятность снижения ставок ФРС в марте оценивалась в 93,3%), а также сохраняющийся благоприятный макрофон (рынок труда продолжил нормализацию, инфляция по-прежнему замедляется). Несмотря на попытки некоторых представителей ФРС в конце декабря умерить энтузиазм участников рынка, они, движимые в том числе эффектом FOMO (синдром упущенной выгоды), поддерживали восходящий импульс. В течение последней недели года биржевые котировки продолжали двигаться вверх по инерции в отсутствие серьезных триггеров к развороту.

2024 год рынок начал в минусе. За первые две сессии S&P 500 потерял 1,5%. Давление на котировки оказали стабилизация доходностей гособлигаций, фиксация прибыли в ИТ-секторе и нейтральный тон протокола декабрьского заседания ФРС. При этом отмеченные триггеры для фиксации позиций стали скорее поводом, а не причиной для распродаж, так как в ноябре-декабре ажиотаж инвесторов вызвал общую перекупленность на рынке.

В течение последних двух недель декабря было опубликовано несколько значимых квартальных отчетов крупных корпораций. Выручка Micron Technology (MU-US) и Carnival Corporation (CCL-US) превысила консенсус на 5,5% и 3,2%, а EPS превзошла ожидания на 44,6% и 1,9% соответственно. Слабые результаты FedEx (FDX-US) и снижение прогнозов менеджмента Nike (NKE-US Class B) вызвали распродажи в их акциях. В ближайшие две недели в фокусе инвесторов будет сезон отчетов за четвертый квартал, старт которому, как обычно, дадут крупнейшие банки США.

### Макроэкономическая статистика

Судя по выходящим в течение последних двух недель 2023 года статданным, экономика США сохраняет устойчивость. Статистика продаж вторичного жилья за ноябрь зафиксировала их повышение на 0,8% м/м после снижения на 4,1% месяцем ранее, потребительская уверенность, по данным CB, за декабрь выросла до максимума с июля на отметке 110,7 пункта, базовый PCE в ноябре снизился до 3,2% г/г (консенсус: 3,3%), а объем базовых заказов на товары длительного пользования за тот же период увеличился на 0,5% м/м.

В следующие две недели инвесторы будут отслеживать динамику инфляции за декабрь и PPI.

### Монетарная политика ФРС

Публикация протокола декабрьского заседания ФРС не смогла оказать поддержку «бычьему» сентименту. Члены Комитета по открытым рынкам, признавая прогресс в замедлении инфляции, высказывались достаточно осторожно и в основном продолжили придерживаться курса на сохранение ограничительной ДКП в обозримом будущем, тогда как участники рынка надеялись увидеть в релизе намеки на снижение ставки уже в ближайшие месяцы.



### Техническая картина

Локальная уязвимость индекса S&P 500 вылилась в коррекцию котировок в начале нового года. Полагаем, что краткосрочно давление на индекс может продолжиться: если RSI вышел из зоны перекупленности, то MACD только начал демонстрировать разворот от пиков. Ближайшей зоной поддержки является уровень 4600 пунктов, который может стать потенциальной целью для «медведей».



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



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
GM	GENERAL MOTORS COMPANY	Автомобилестроение	49 370	2024-01-02	36	41,5	2025-01-01	15%	Покупать
CROX	CROCS, INC.	Одежда и предметы роскоши	5 679	2023-10-27	94	131	2024-10-26	40%	Покупать
SBUX	STARBUCKS CORPORATION	Гостиницы, рестораны и досуг	106 475	2023-10-13	94	110	2024-10-12	17%	Покупать
KHC	THE KRAFT HEINZ COMPANY	Продукты питания	46 756	2023-09-29	38	44	2024-09-28	15%	Покупать
FTNT	FORTINET, INC.	Программное обеспечение	44 370	2023-09-15	58	75	2024-09-14	30%	Покупать
GOOGL	ALPHABET INC.	Интерактивные медиа и сервисы	1 616 671	2023-09-01	138	151	2024-08-31	9%	Держать
BIDU	BAIDU	Информационные технологии	33 472	2023-08-18	115	180	2024-08-17	56%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	38 791	2023-11-09	268	300	2024-11-08	12%	Покупать
LTHM	LIVENT CORP.	Химическая промышленность	3 246	2023-05-15	18	33	2024-05-14	83%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	8 784	2023-10-03	13	18	2024-10-02	34%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	30 824	2023-06-01	140	152	2024-05-31	8%	Держать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	3 098	2023-08-18	8	10	2024-08-17	18%	Покупать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	72 375	2023-08-18	126	134	2024-08-17	6%	Держать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 549 381	2023-08-03	150	180	2024-08-02	20%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	951	2023-08-18	3	10	2024-08-17	207%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	14 668	2023-07-25	65	82	2024-07-24	25%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	21 146	2023-08-18	92	111	2024-08-17	21%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	148 348	2023-08-18	96	115	2024-08-17	20%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	26 013	2023-08-18	30	38	2024-08-17	25%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	2 098	2023-08-18	6	7	2024-08-17	24%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	3 083	2023-08-18	6	7	2024-08-17	19%	Покупать

Инвестиционный обзор №285

5 января 2024

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



Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

Для компаний Dish Network Corp. (DISH), Live Nation Entertainment (LYV) и Peloton Interactive (PTON) в качестве целевой цены представлен консенсус FactSet. Компании Southern Copper Corporation (SCCO), Caterpillar Inc. (CAT), Advanced Micro Devices, Inc. (AMD), Leidos Holdings, Inc. (LDOS) и QUALCOMM Incorporated (QCOM) исключены ввиду реализации потенциала роста. Компания Farfetch Ltd. (FTCH) исключена по причине делистинга.

# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



Японская компания Nippon Steel объявила о планах купить **U.S. Steel (X)** за \$14,9 млрд наличными (\$55 за акцию). По данным Reuters, на сделку с этой компанией также претендовали Cleveland Cliffs и ArcelorMittal, для которых новость стала неблагоприятным фактором. Напомним, что 11 августа Cleveland-Cliffs представила первичное предложение о покупке U.S. Steel по \$35 за акцию, а финальная оферта предполагала повышение стоимости сделки лишь до \$40.

Покупка позволит Nippon, как четвертому по величине производителю стали в мире, значительно расширить производство в США, где компания работает уже 40 лет, но не имела рычага давления на конкурентов. Nippon владеет заводом в Алабаме, который производит листовую сталь путем обработки полуфабрикатов или слябов, закупаемых у местных и зарубежных поставщиков. Nippon не давала прогнозов относительно синергетического эффекта, который возникнет в результате сделки. Однако объединенная компания сможет увеличить производство стали до 86 млн тонн в год, что примерно эквивалентно 9,6% мировой выплавки без учета доли Китая. В будущем этот объем может быть доведен и до 100 млн тонн в год. После приобретения US Steel японская компания станет третьим по величине представителем черной металлургии в мире.

После слияния акции US Steel перестанут обращаться на бирже, а держатели бумаг компании получат сумму, предложенную в рамках сделки. Таким образом, все акционеры оказываются в выигрышном положении. Тем не менее для осуществления всех этих планов требуется получить одобрение регуляторов. Это создает неопределенность в отношении перспектив транзакции. По состоянию на 2 января 2024-го дисконт в акциях к предложенной цене сделки составлял 17%, что отражает не только вероятность отказа в одобрении слияния, но и дли-

тельность сроков его осуществления. Чем больше времени пройдет до закрытия сделки, тем дольше инвесторы не получат выплат. На общем собрании в марте акционеры US Steel должны вынести свое решение в отношении сделки. Исполнительный вице-президент Nippon Такахиро Мори в интервью Reuters предположил, что сделка будет завершена во втором или третьем квартале 2024 года.

Мы оцениваем данное предложение как лучший из возможных сценариев развития для U.S. Steel, поскольку компания сильно отстает от своего конкурента Nucor, а слияние с Nippon может оказать благоприятное влияние на конкурентоспособность, так как в результате появится лидер сталелитейной промышленности США. Акции U.S. Steel выросли до \$49, притом что еще в августе, до начала обсуждения перспектив продажи их эмитента, при цене \$23 выглядели перекупленными. Несмотря на текущее падение цен на сталь, в соответствии с пересмотренным прогнозом по ставке в США они могут получить сильную поддержку. Дополнительным позитивом для цен может стать усиление спроса на сталь со стороны американского автопрома после недавних соглашений с профсоюзами о прекращении забастовок.



Акции **Nike (NKE)** обвалились на постмаркете 21 декабря на 11% после публикации отчета за второй квартал 2024 финансового года.

Совокупная выручка компании составила \$13 388 млн (+1% г/г), что почти совпало с консенсусом. Разводненная прибыль на акцию оказалась равна \$1,04 при прогнозе \$0,84.

Себестоимость товаров сократилась на 2% г/г, до \$7417 млн, валовая прибыль снизилась на 5% г/г, до \$5971 млн, маржа повысилась на 1,7 п.п., до 44,6%. Рост административных и общехозяйственных расходов составил 1% г/г. Эффективная налоговая ставка сократилась до 17,9% (-1,4 п.п.). Чистая прибыль

увеличилась на 19% г/г, достигнув \$1578 млн (+19% г/г), чистая маржа составила 11,7%. Стоимость запасов сократилась на 14% г/г, до \$8 млрд.

Продажи североамериканского сегмента сократились на 4% г/г, до \$5625 млн, после снижения на 2% г/г кварталом ранее. Доля этого региона в совокупной выручке составила 42%. Объемы реализации на европейском рынке выросли на 2% г/г, до \$3567 млн. В материковом Китае показатель увеличился на 4% г/г, до \$1863 млн. Рост продаж здесь фиксируется уже не первый квартал. Однако в ключевом сегменте (обувь) показатель сокращается. В этой связи руководство Nike высказало опасения относительно потребительского спроса, особенно в Китае и Европе.

Реализация обуви с долей 66% в общем показателе увеличилась в долларовом выражении на 1% г/г, до \$8607 млн. Основной вклад в результат внесла Европа: здесь продажи выросли на 6% г/г, включая 1 п.п. эффекта от курсовых разниц. На североамериканском рынке объем реализации обуви сократился на 5% г/г, а в Китае – на 1% г/г (с учетом курсовых разниц). Оптовые продажи составили \$7,1 млрд (-2% г/г, или -3% г/г с учетом курсовых разниц), прямые (DTC) выросли на 6% г/г (+4% г/г с учетом курсовых разниц), до \$5,7 млрд. Интернет-продажи увеличились на 4% г/г (на 1% г/г с учетом курсовых разниц). При этом компания отметила снижение онлайн-активности покупателей и рост трафика в некоторых офлайн-магазинах. Также на звонке с инвесторами менеджмент указал на изменение потребительского поведения: высокие продажи наблюдались в «черную пятницу» в Северной Америке и на День холода в Китае, но спрос в промежуточные периоды был слабее, чем ожидалось. У компании была самая сильная «черная пятница» в истории (+10% г/г).

Nike увеличила квартальный дивиденд на 9% г/г (\$0,37 на акцию) с доходностью 1,2% годовых. Реестр на получение выплат закрылся 1 декабря. Объем buy back за отчетный период составил \$1,2 млрд. Принятая летом 2022 года программа долго-

Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

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



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

срочного выкупа на сумму \$18 млрд освоена примерно на 40%. Компания снизила прогноз роста выручки на год с 5% до 1%. Nike продолжает реструктуризацию бизнеса, начатую в 2020 году и предусматривающую изменения внутренней организации и ускорение перехода к электронной коммерции при отказе от «недифференцированных» розничных магазинов. Ожидаемые расходы в текущем квартале на реструктуризацию составят \$400–500 млн. Центральным пунктом и, возможно, ключевым триггером обвала котировок стала новость о том, что Nike в рамках программы «от сбережений к инвестициям» собирается потратить \$2 млрд в течение трех лет на повышение автоматизации, упрощение разработки и продвижения продуктов, а также уменьшение общих производственных издержек. По расчетам менеджмента, указанные расходы будут эффективны. В качестве примера приводятся уже сделанные ранее инвестиции, за счет которых удалось дополнительно заработать \$12 млрд с 2019 года.

С октября акции Nike выросли на почти на 30%, поэтому снижение более чем на 10% не критично. Кроме того, техническая коррекция назревала по мере того, как бумаги приближались к сильному уровню сопротивления в районе \$128 (годовой максимум). Резко негативная реакция инвесторов на новости вокруг Nike, на наш взгляд, стала тревожным сигналом. Хотя сильные колебания котировок на отчетах не являются чем-то необычным, здесь прослеживается озабоченность игроков общим ухудшением конъюнктуры в секторе premium apparel retail. Инвесторам могло не понравиться и то, что менеджмент в своих ответах фокусируется на отдельных малозначительных аспектах, вроде успехов некоторых модных брендов и рекламных контрактов со знаменитостями, уводя внимание от более важных для держателей ее акций тем, таких как масштабные расходы и инвестиции на фоне сокращения продаж в ключевом товарном сегменте и в наиболее важных для бизнеса регионах. Инвестдома пока не снизили таргеты. Консенсус по акции располагается около \$125, и котировки почти достигли

этого уровня накануне отчета, что стало еще одним поводом фиксировать лонги.

Мы отмечаем отдельные успехи в отчетности Nike, но опасения по поводу сокращения продаж в премиум-сегменте, на наш взгляд, обоснованны. Изменение потребительского поведения на фоне инфляционного давления наблюдается в течение нескольких кварталов. Покупатели продолжают сокращать расходы на одежду и обувь дорогих брендов, а эффект масштабной программы по снижению издержек проявится еще не скоро. Nike недавно возглавила рейтинг самых дорогих мировых брендов одежды. Продукция компании будет под давлением в случае рецессии или охлаждения экономики. Вслед за сокращением продаж обуви могут начать снижаться и объемы реализации одежды.

Из отдаленных позитивных драйверов можно отметить Олимпийские игры в Париже. За счет этого фактора продажи во втором-третьем квартале могут вырасти на средний однозначный процент. Снижение ставок в США может привести к увеличению курсовых разниц в некоторых регионах, что благоприятно для финансовых результатов эмитента. Не исключаем незначительного пересмотра оценки акций после детального изучения отчета.

## **Tencent** 腾讯

Национальная администрация печати и публикаций, главный регулятор игровой индустрии КНР, 22 декабря опубликовала для общественного обсуждения проект новых правил, которые ограничивают практики, поощряющие пользователей проводить за онлайн-играми большое количество времени и тратить средства на внутриигровые покупки. Регулятор устанавливает ограничения на траты с одного игрового аккаунта, запрет на награды за частый вход в игру и на принудительный PvP-режим, а также запрещает контент, который угрожает национальной безопасности. Предложенное нововведение оказалось нео-

жиданностью для инвесторов, которые считали, что госрегулирование игровой индустрии КНР, начавшееся с 2018 года и достигшее пика в 2021-м, в 2023-м начало смягчаться. Акции крупнейшей игровой компании мира **Tencent (TCEHY)** на этой новости упали на 12,5%, а котировки ее конкурентов NetEase и Bilibili опустились на 24,6% и 9,6% соответственно.

Если анонсированные властями меры будут утверждены, это окажет негативное влияние на выручку и прибыль Tencent. При этом инвесторы по-прежнему опасаются, что государство продолжит усиливать регулирование игровой индустрии, а это неизбежно приведет к увеличению премии за риск и снижению капитализации Tencent. Больше всего от новых правил проиграет сегмент мобильных игр, который составляет 35–40% всей игровой индустрии КНР и считается ее основным драйвером роста. Тяжесть новых ограничений будет определяться прежде всего лимитом трат на игру в рамках аккаунта, который пока не определен. Кроме того, непонятно, по каким критериям определяется контент, который «угрожает национальной безопасности», из-за чего появляются новые рычаги давления на издателей.

Стопроцентной вероятности, что новые правила будут утверждены в текущей редакции или приняты вообще, пока нет. Представленный проект предназначен для общественного обсуждения, которое продлится месяц, после чего регулятор вынесет решение. В открытом доступе нет информации о том, каковы точный механизм и сроки принятия утверждения новых нормативов. Тем не менее сама инициатива властей вновь напомнила инвесторам, что госрегулирование остается главной проблемой китайского сектора цифровых развлечений. Теоретически ничто не мешает правительству запретить онлайн-игры одним днем, как это случилось с онлайн-образованием, однако пока наиболее вероятный сценарий – это постепенное принятие мер по дальнейшему ограничению игрового времени, прежде всего в категории пользователей до 18 лет.

Китайский рынок видеоигр является крупнейшим в мире и на

Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

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



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

конец 2023 года оценивался в \$75–80 млрд (включая смежные направления). Как уже было упомянуто, 35–40% этого рынка составляют мобильные игры, еще около 50% приносит внутриигровая реклама. Доля Tencent составляет примерно 50%, на NetEase приходится приблизительно 15%, остальные доли намного меньше. Казуальные мобильные игры являются основным драйвером роста для китайских игровых компаний, но если новые ограничения окажутся серьезным ударом для мобильного гейминга, то перспективным направлением для локальной индустрии способен стать киберспорт (около трети населения КНР уже являются целевой аудиторией киберспортивных трансляций). Впрочем, и это направление может регулироваться властями.

Наиболее логичным направлением для развития Tencent в текущей ситуации является активизация уже идущей международной экспансии. В последние годы эмитент расширяет свои доли в иностранных игровых компаниях. Кроме того, бизнес Tencent диверсифицирован намного сильнее, чем у конкурентов (доля отечественного игрового направления в выручке компании составляет около 20%, а NetEase достигает 75%), что создает для лидера китайской игровой индустрии большой запас прочности в условиях ужесточения госрегулирования. В этой связи итоговый вариант ограничений окажет заметно меньшее влияние на котировки Tencent по сравнению с конкурентами.

## Bristol Myers Squibb

**Bristol Myers Squibb (BMY)** 26 декабря объявила о поглощении RayzeBio (RYZB) за \$4,1 млрд (по \$62,5 за акцию RYZB). Сделка будет полностью оплачена денежными средствами. Оценка предполагала премию 104% к текущей рыночной цене RYZB и премию почти 250% к цене IPO компании, прошедшего в сентябре по \$18 за акцию. Поглощение окажет негативный производящий эффект на non-GAAP EPS Bristol Myers Squibb в

размере \$0,13. Покупатель профинансирует приобретение за счет выпуска нового долга. Сделку планируется осуществить в первой половине 2024 года.

RayzeBio – биотехнологическая компания клинической стадии, разрабатывающая препараты для лечения онкологических заболеваний. Текущие клинические программы направлены на лечение солидных опухолей, включая гастроэнтеропанкреатические нейроэндокринные опухоли (GEP-NETs), мелкоклеточный рак легких (ES-SCLC), гепатоцеллюлярную карциному и другие.

Основной кандидат RYZ101 проходит III фазу клинических испытаний среди пациентов с GEP-NETs. В последнем квартальном отчете компания сообщала, что набор в регистрационное исследование ACTION-1 текущей фазы испытаний препарата продолжается. RayzeBio рассчитывает представить ее промежуточные результаты в конце 2025-го – начале 2026 года. Параллельно RYZ101 исследуется на этапе 1b среди пациентов с ES-SCLC. На ESMO в октябре RayzeBio представила промежуточные результаты текущего клинического исследования ACTION-1, в котором участвовали 17 пациентов. По состоянию на 30 июня прошлого года лечение переносилось хорошо, серьезных нежелательных явлений, связанных с терапией, не отмечалось. Кроме того, у пяти пациентов был подтвержден частичный ответ (PR), что соответствует подтвержденной частоте объективного ответа (ORR) в 29%. RayzeBio продолжает наблюдение и рассчитывает представить обновленные данные фазы 1b на медицинской конференции в первой половине 2024 года. Также компания продвигает IND препаратов-кандидатов RYZ801 и RYZ811 против гепатоцеллюлярной карциномы. Подача IND запланирована на первое полугодие с последующим началом исследования. Кроме того, эмитент проводит доклиническое исследование неутонченного препарата против рака паренхимы почки, готовясь к подаче IND.

По словам CEO Bristol Myers Squibb, сделка с RayzeBio расширит диверсифицированный портфель онкологических препа-

ратов компании новой радиофармацевтической платформой и поспособствует росту выручки во второй половине текущего десятилетия. В октябре Bristol Myers Squibb усилила портфель онкологических препаратов, анонсировав поглощение Mirati Therapeutics (MRTX), оцененной до \$5,8 млрд, а также разработчика препаратов от психиатрических и неврологических заболеваний Karuna Therapeutics за \$12,5 млрд. Все три сделки направлены на ускорение роста выручки до 2030 года и ослабление давления снижающихся доходов от онкопрепарата Revlimid после потери эксклюзивных прав на его производство. Менеджмент Bristol Myers Squibb уверен, что платформа RayzeBio способна генерировать новых кандидатов в препараты, что благоприятно влияет и на дальнейшее расширение пайплайна.



Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

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



# Инвестиционная идея

## General Motors поймала зеленую волну

Акции GM интересны для инвестиций с горизонтом около 12 месяцев и таргетом \$41,5

### О компании

**General Motors Company (GM)** – один из крупнейших автоконцернов в Северной Америке, деятельность которого охватывает все стадии – от проектирования до реализации автомашин и запчастей к ним. Компания владеет брендами Chevrolet, Buick, GMC, Cadillac, Baojun и Wuling и занимает более 16% на рынке реализации новых автомобилей в США.

### Ключевые инвестиционные тезисы:

- **Рынок новых автомобилей в США остается сильным.** Средняя цена новой легковой машины в стране, по данным Kelley Blue Book, в октябре 2023 года вернулась к росту и в ноябре закрепилась около \$48,3 тыс., что близко к историческому максимуму \$49,7 тыс., достигнутому в декабре 2022-го. Текущая ситуация на американском рынке труда также скорее выступает позитивным фактором для авторынка. Избыточные сбережения домохозяйств в США были пересмотрены ФРБ Сан-Франциско примерно до \$0,4 трлн, хотя ранее он прогнозировал их исчерпание в первой половине 2023-го. Скорость снижения избыточных сбережений замедляется, то есть потребление может оставаться сильным и в первом полугодии 2024 года. Данные факторы способствуют продолжению тенденции к росту продаж автомобилей в США по мере восстановления запасов у дилеров. Полагаем, что все это напрямую позитивно повлияет на финансовые результаты General Motors, которая по итогам третьего квартала вырвалась в лидеры продаж в своем секторе в США.
- **Новые трудовые договоры не ухудшат эффективность бизнеса.** В конце ноября минувшего года профсоюз рабочих UAW подтвердил ратификацию нового трудового договора со Stellantis (STLA), Ford (F) и General Motors (GM). Это произошло после продолжавшейся в течение 46 дней забастовки, приведшей к заметному замедлению поставок новых автомобилей «детройтской тройки» автопроизводителей в

октябре. В результате фактор давления на акции GM, действовавший с 14 сентября, сошел на нет. Автопроизводитель заявил, что новые трудовые соглашения с профсоюзами увеличивают расходы на персонал на \$1,5 млрд в 2024 году, но он видит возможность выполнения ранее принятого плана по сокращению производственных затрат на \$2 млрд к концу следующего года. Полагаем, что GM за счет увеличения эффективности удастся сохранить операционную маржинальность в диапазоне 7,5–8% (около уровней последних трех лет).

- **Buy back и дивиденды.** GM недавно объявила о масштабной программе ускоренного обратного выкупа акций с рынка (ASR) до конца 2024 года объемом \$10 млрд (эквивалентно примерно 20% текущей рыночной капитализации компании). Из этой суммы \$6,8 млрд уже задействованы в buy back. Дивиденд будет повышен на 33% с начала года. Данные инициативы, на наш взгляд, служат дополнительным доказательством того, что компания по-прежнему генерирует достаточный свободный денежный поток, в том числе для дальнейшего развития сегментов электромобилей и автономного вождения, несмотря на рост расходов на рабочую силу. Кроме программы ASR детройтский автопроизводитель имеет дополнительный резерв в размере в \$1,4 млрд, который также может быть направлен на buy back. Реализация этой программы и дивидендные выплаты должны поддержать котировки акций GM.

- **Мультипликаторы и прогнозы динамики котировок.** Полагаем, что акции General Motors Company на горизонте следующих 12 месяцев могут показать позитивную динамику. Оценка GM по мультипликатору P/E равна 4,6x, при диапазоне от 5x до 12x за последние пять лет, что оставляет заметное пространство для положительной переоценки акций автопроизводителя.

Целевая цена по акции GM – \$41,5, рекомендация – «покупать».

Вадим Меркулов,

советник департамента развития  
и международного сотрудничества  
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

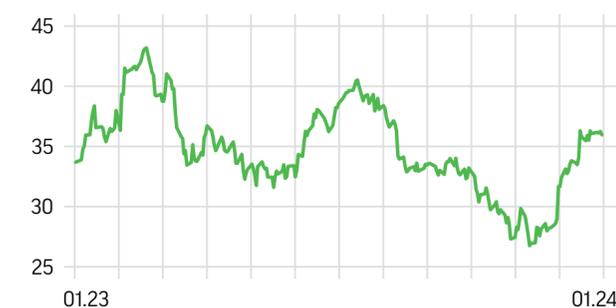
[ffin.global](http://ffin.global)



Тикер	GM
Цена акций на момент анализа	\$35,92
Целевая цена акций	\$41,5
Потенциал роста	15,53%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
GM	(0,8%)	(0,3%)	13,7%	8,9%	6,7%
S&P 500	(0,3%)	0,3%	4,8%	11,2%	23,9%
Russell 2000	(1,5%)	(0,3%)	12,4%	13,6%	14,8%
DJ Industrial Average	(0,1%)	0,8%	6,4%	12,5%	13,5%
NASDAQ Composite Index	(0,6%)	0,1%	5,3%	13,6%	43,3%

### Динамика котировок GM, \$



# Инвестиционная идея

Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Выручка</b>	<b>122 485</b>	<b>127 004</b>	<b>156 735</b>	<b>174 967</b>	<b>168 299</b>	<b>179 651</b>	<b>193 505</b>	<b>203 686</b>	<b>206 216</b>
Основные расходы	108 813	109 126	135 754	154 496	149 786	159 350	171 252	179 855	181 470
<b>Валовая прибыль</b>	<b>13 672</b>	<b>17 878</b>	<b>20 981</b>	<b>20 471</b>	<b>18 513</b>	<b>20 301</b>	<b>22 253</b>	<b>23 831</b>	<b>24 746</b>
SG&A	7 038	8 554	10 667	10 700	9 200	9 937	10 865	11 422	11 492
<b>EBITDA</b>	<b>14 830</b>	<b>19 641</b>	<b>19 034</b>	<b>20 769</b>	<b>19 734</b>	<b>21 344</b>	<b>23 085</b>	<b>24 329</b>	<b>25 429</b>
Амортизация	5 637	5 975	6 451	7 665	7 373	7 870	8 477	8 923	9 034
<b>EBIT</b>	<b>9 193</b>	<b>13 666</b>	<b>12 583</b>	<b>13 104</b>	<b>12 361</b>	<b>13 474</b>	<b>14 608</b>	<b>15 406</b>	<b>16 395</b>
Процентные выплаты (доходы)	1 461	3 392	1 282	2 333	2 068	2 160	2 330	2 143	2 292
<b>EBT</b>	<b>8 095</b>	<b>12 716</b>	<b>11 596</b>	<b>12 104</b>	<b>11 381</b>	<b>12 524</b>	<b>13 718</b>	<b>14 553</b>	<b>15 545</b>
Налоги	1 774	2 771	1 888	2 128	2 001	2 202	2 412	2 559	2 733
<b>Чистая прибыль</b>	<b>6 321</b>	<b>9 945</b>	<b>9 708</b>	<b>9 976</b>	<b>9 380</b>	<b>10 322</b>	<b>11 306</b>	<b>11 994</b>	<b>12 812</b>
Dilluted EPS	\$4,90	\$7,07	\$7,59	\$7,93	\$7,96	\$8,76	\$9,59	\$10,18	\$10,87
DPS	\$0,38	\$-	\$0,18	\$0,36	\$0,36	\$0,36	\$0,36	\$0,40	\$0,42

Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

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



Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	14%	13%	11%	11%	11%	10%	10%
ROA	4%	4%	4%	4%	4%	5%	5%
ROCE	6%	6%	5%	5%	5%	5%	6%
Выручка/Активы	0,59x	0,65x	0,63x	0,67x	0,71x	0,74x	0,74x
Коэф. покрытия процентов	12,75x	13,10x	12,61x	14,18x	16,41x	18,06x	19,29x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Валовая маржа	11%	14%	13%	12%	11%	11%	12%	12%	12%
Маржа по EBITDA	12%	15%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Маржа по чистой прибыли	5%	8%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

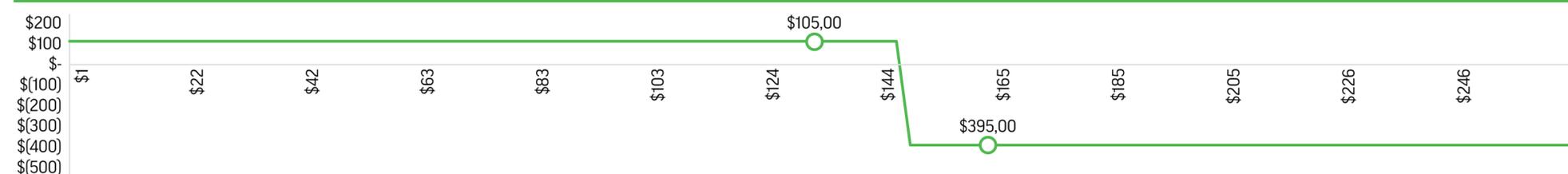
# Опционная идея

## CREDIT CALL SPREAD ON DG

### Инвестиционный тезис

**Dollar General Corporation (DG)** – американская сеть универсальных магазинов, по состоянию на 2023 год насчитывавшая 19 тыс. торговых точек почти во всех штатах. Позиционируется как продавец недорогих товаров для повседневных нужд. Главный офис компании находится в Гудлетсвилле, штат Теннесси. В последние годы стратегия корпорации заключается в создании автономных магазинов в пределах нескольких кварталов, где нет других пунктов розничной торговли. С географической точки зрения выручка компании не диверсифицирована и полностью генерируется в Северной Америке. Продажи и прибыль ретейлера за третий квартал 2023 года оказались немного выше консенсуса. Чистые продажи увеличились на 2,4% г/г, до \$9,7 млрд, при общерыночных ожиданиях на уровне \$9,65 млрд. Продажи потребительских товаров, сформировавшие 82% совокупной выручки DG, составили \$7,9 млрд (+3,6% г/г). Объемы реализации товаров для дома, одежды и сезонного ассортимента сократились. Наиболее сильно пострадал сегмент товаров для дома, где продажи упали на 7% г/г, до \$534 млн. Показатель на сопоставимой основе также продолжает показывать снижение. Менеджмент был вынужден примерно на 20% сократить число новых проектов из-за повышения их стоимости (за полтора года затраты на открытие нового магазина выросли на 30%). Сокращение запасов (в расчете на магазин) может продолжиться и в 2024 году. CEO и CFO компании не прогнозируют восстановления операционной рентабельности до прежних уровней в обозримом будущем. Также руководство пока не готово оценить эффективность инвестиций объемом \$100 млн в создание новых рабочих мест. Хотя выручка и EPS ретейлера оказались выше прогнозов, наши негативные ожидания относительно динамики рентабельности в отчетном квартале оправдались. Dollar General испытывает давление слабого потребительского спроса, особенно в сегменте товаров для дома и других циклических продуктов. Одновременно продолжается сокращение запасов. При этом инфляция затрат на рабочую силу и общих расходов, а также необходимость делать инвестиции в улучшение операционной деятельности усиливают давление на маржу. Перечисленные негативные факторы продолжают оказывать воздействие на бизнес и в 2024 году. Мы не ожидаем заметного увеличения операционной рентабельности Dollar General на горизонте двух ближайших кварталов. Менеджмент вынужден экономить на программе обратного выкупа, фактически ее остановив, чтобы не наращивать долговую нагрузку, расходы на обслуживание которой за год увеличились более чем на 50% при незначительном росте тела долга. Акции ретейлера выглядели привлекательно для спекулятивной покупки на фоне низких мультипликаторов, но за два месяца котировки поднялись почти на 40%, реализовав краткосрочный потенциал роста. Мы предполагаем, что к концу февраля акции DG будут стоить меньше \$145.

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



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
DG	Покупать	Call \$150	16.02.2024	1,825	\$ (105,00)	0,215	0,019	0,136	-0,050	31,42%	31,65%	33,41%	35,00%	34,80%
	Продавать	Call \$145	16.02.2024	2,875		0,307	0,023	0,167	-0,060	31,02%				

### Параметры сделки

Продажа	Credit Call Spread on DG
Страйки	Long Call 150; Short Call 145
Покупка	+DG^E2G150
Продажа	+DG^E2G145
Дата экспирации	16.02.2024
Маржинальное обеспечение	\$500
Максимальная прибыль	\$105
Максимальный убыток	\$395
Ожидаемая прибыль	21%
Точка безубыточности	\$143,95

### Управление позицией

Если в день экспирации 16 февраля 2024 года базовый актив будет котироваться ниже страйк-цены проданного опциона колл, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$105. При цене базового актива в диапазоне \$145-150 убыток будет варьироваться, необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) DG для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет выше цены купленного опциона, инвестор понесет максимальный убыток \$395. В позицию необходимо заходить до 1 февраля включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии и соотношение прибыль/убыток ухудшится.

Инвестиционный обзор №285

5 января 2024

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



# Обзор венчурных инвестиций

## Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

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



### True Anomaly

Базирующийся в штате Колорадо стартап [True Anomaly](#) в очередной раз привлек внимание инвесторов 13 декабря прошлого года. Компания получила финансирование на сумму \$100 млн. Прошедший инвестраунд возглавила Riot Ventures. True Anomaly занимается разработкой автономных орбитальных аппаратов Jackal, которые оснащены набором датчиков и камер для отслеживания и сбора данных о космических объектах. Несколько месяцев ранее True Anomaly подписала контракт с Космическими силами США на сумму \$17,4 млн, взяв на себя обязательства по созданию систем комплексного анализа объектов в космосе и прогнозирования их перемещений. Первые два аппарата Jackal компания планирует запустить в рамках миссии SpaceX Transporter-10 в марте текущего года. Привлеченные средства будут направлены на дальнейшее масштабирование бизнеса True Anomaly.

### essential AI

Компании из сектора искусственного интеллекта продолжают привлекать повышенное внимание инвесторов. Один из последних успешных примеров этого тренда – [Essential AI](#) из Сан-Франциско, которая специализируется на внедрении технологий ИИ в процесс автоматизации рутинных корпоративных задач. 12 декабря Essential AI объявила об успешном завершении финансирования раунда серии А на сумму \$56,5 млн, в котором приняли участие Alphabet, NVIDIA и AMD. Essential AI основана в 2023 году Ашишем Васвани и Ники Пармар, которые ранее были исследователями в Google Brain и работали над созданием технологии Transformer. Также Васвани и Пармар участвовали в еще одном проекте в сфере искусственного интеллекта Adept.



[Bicara Therapeutics](#) – биотехнологическая компания, разрабатывающая препараты для лечения рака органов головы и шеи. 12 декабря компания объявила о завершении финансирования раунда серии С на сумму \$165 млн, который возглавили Braidwell и TPG. Поступления от финансирования будут использованы для поддержки дальнейшего продвижения ведущего продукта-кандидата Bicara BSA101 для лечения нескольких типов рака, который в настоящее время находится в клинической разработке. На последнем ежегодном собрании American Society of Clinical Oncology (ASCO) компания из Бостона представила положительные промежуточные клинические данные продолжающегося исследования фазы I/Ib продукта-кандидата. В общей сложности в 2023 году Bicara Therapeutics смогла привлечь финансирование в объеме \$273 млн.



Крупнейший раунд финансирования в декабре прошлого года в энергетическом секторе провела [X-energy](#). Компания из Мэриленда занимается разработкой нового поколения малых модульных ядерных реакторов (SMR). 5 декабря X-Energy завершила финансирование серии С на сумму \$235 млн. По данным самой компании, ее мобильный микрореактор рассчитан на выработку энергии в диапазоне 3-5 МВт. Стартап активно сотрудничает с Министерством энергетики США (DOE), которое поддерживает внедрение реакторов Xe-100 на предприятии Dow в Сидрифте (штат Техас) с целью выработки безопасной для окружающей среды электроэнергии с нулевым уровнем выбросов углекислого газа. Этот проект станет первым случаем установки усовершенствованных ядерных реакторов сетевого масштаба для обслуживания промышленного объекта в Северной Америке.

# IPO Guardian Pharmacy Services

## Точно как в аптеке

10 октября заявку на IPO подал поставщик услуг по управлению льготами для аптек Guardian Pharmacy Services. Андеррайтеры размещения – Raymond James, Stephens и Truist Securities

### Чем интересна компания?

- **О компании.** Guardian Pharmacy Services – поставщик услуг по управлению льготами для аптек для широкого спектра партнеров от страховых компаний до государственных учреждений. В пакет сервисов компании входит страхование отпускаемых по рецепту лекарств, управление формулярами и обработка претензий. Guardian Pharmacy Services также предлагает различные дополнительные услуги, такие как контроль соблюдения режима приема лекарств и клинические программы. По состоянию на 30 июня 2023 года сервисами компании пользовались 156 тыс. американцев в 28 штатах.

- **Потенциальный рынок.** Институциональный аптечный рынок США, состоящий из учреждений, предоставляющих резидентам (медучреждениям, социальным приютам, домам престарелых) услуги по распространению и контролю приема лекарственных средств, в 2023 году оценивался в \$21 млрд.
- **Финансовые показатели.** Выручка Guardian Pharmacy в 2021 году выросла на 8%, в 2022-м – на 15%, так же как за первое полугодие 2023-го. EBIT-маржа в 2020-2021 годах составляла 4%, в 2022-м и в январе-июне 2023-го достигла 6%. Долг от всех активов компании равняется 8%.



### Обзор перед IPO



Эмитент	<b>Guardian Pharmacy Services</b>
Тикер	<b>GRDN</b>
Биржа	<b>NYSE</b>
Андеррайтеры	<b>Raymond James, Stephens Inc., Truist Securities</b>

# Рынок Казахстана

## В новый год с новыми рекордами

Последние торговые дни декабря характеризовались спокойной динамикой, а в начале января KASE удалось обновить исторические максимумы

С 12 по 28 декабря KASE двигался без какого-либо намека на волатильность. Рынок завершал 2023 год спокойно, и мы не ожидали смены вектора. За весь ушедший год основной бенчмарк казахстанской фондовой биржи вырос на 28,8%, а в топ-3 самых результативных бумаг вошли акции БЦК (+52,7%), Казатомпрома (+43,3%) и Kaspi (+37,4%). Единственным эмитентом, ушедшим в минус, оказался KEGOC (-8,5%). Тем не менее на последних торгах 2023-го, состоявшихся 29 декабря, KASE поднялся на 0,6% и дал сигнал о выходе из локального бокового тренда. Локомотивом роста оказались акции Казахтелекома, и это сразу вызвало на рынке толки о том, что выраженная позитивная динамика котировок компании стала следствием новостей о продвижении процесса подготовки к продаже Kcell. И, хотя подобных сообщений пока не поступило, торговые обороты в акциях оператора связи остались высокими, а их котировки с нового года поднялись еще на 7,5%. Намеки на очередную волну роста начал подавать БЦК, после чего за две недели его акции подорожали на впечатляющие 8,6%. За счет роста упомянутых двух эмитентов KASE 4 января удалось обновить исторические максимумы и продолжить ралли, которое началось еще в июне 2022 года. На LSE наиболее выраженную позитивную динамику показали бумаги Казатомпрома на фоне по-прежнему растущих цен на уран. Однако нужно заметить, что позитивная динамика в акциях производителей радиоактивного металла значительно отстает от ралли в ценах на само это сырье. Еще медленнее бумаги Казатомпрома растут на KASE. На момент написания обзора их котировки находились на 4,2% ниже, чем расписки на LSE. Неплохие результаты демонстрирует Kaspi. В его

котировках присутствуют технические сигналы, позволяющие рассчитывать на достижение отметки \$102. При этом компания продолжает подготовку к размещению на бирже США.

На валютном рынке происходит активная битва доллара и тенге за важные уровни сопротивления: валюта США пытается отскочить вверх от долгосрочной трендовой линии, а тенге снова возвращает гринбек на стартовые позиции. ЦБ заявил, что в январе планирует продать \$1-1,1 млрд из Нацфонда, что является достаточно крупной интервенцией и, вероятно, обеспечит серьезную поддержку для тенге.



### Ожидания и стратегия

С нового года мы фиксируем активизацию позитива на локальном фондовом рынке. Возобновился рост котировок БЦК, инвесторы предъявляют ажиотажный спрос на бумаги Казахтелекома, Kaspi уверенно движется к IPO на NASDAQ, уран продолжает дорожать, дивидендные перспективы Народного банка улучшаются. Условия на рынке выглядят весьма комфортными для продолжения «бычьего» тренда, особенно учитывая довольно уверенное замедление инфляции.

### Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	21.12.23	04.01.24	
Индекс KASE	4 154,53	4 231,83	1,9%
Казатомпром (GDR)	38,50	41,90	8,8%
Казахтелеком (KASE)	33 101,00	35 626,13	7,6%
Банк Центр-Кредит (KASE)	987,70	1 050,02	6,3%
Халык Банк (GDR)	14,12	14,88	5,4%
Kaspi (GDR)	92,50	96,20	4,0%
Казатомпром (KASE)	18 245,77	18 628,81	2,1%
Халык Банк (KASE)	162,11	165,42	2,0%
Kaspi (KASE)	45 247,90	45 953,94	1,6%
Казтрансойл (KASE)	860,26	861,50	0,1%
KEGOC (KASE)	1 482,00	1 482,00	0,0%
Kcell (KASE)	1 950,00	1 950,00	0,0%
Казмунайгаз (KASE)	11 473,00	11 420,00	-0,5%



# Рынок Казахстана

## Важные новости

- **Инфляция за 2023 год составила 9,8%.** В 2022-м цены выросли на 20,3%, что стало многолетним рекордом. В декабре их повышение замедлилось до 0,8% м/м с 1% м/м в ноябре. Снизилась темпы роста стоимости всех основных компонентов общего индекса потребительских цен. Продовольственные товары подорожали на 8,5%, непродовольственные – на 9,1%, услуги – на 12,4% после 9,2%, 9,9% и 12% в ноябре соответственно.
- **Kaspi намерен разместить акции на NASDAQ и привлечь \$100 млн.** Финтех-группа Kaspi подала заявку в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC) на листинг на NASDAQ. В ходе размещения компания намерена привлечь \$100 млн. Об этом свидетельствуют данные SEC. Как уточняет Reuters, андеррайтерами размещения были выбраны Morgan Stanley, JPMorgan и Citigroup.
- **Народный банк рассчитался с правительством за помощь Казкому.** Пресс-служба сообщила о том, что банк досрочно вернул 40 млрд тенге государственной поддержки, полученной Казкомом в виде депозита АО «Казахстанский фонд устойчивости». Данная новость улучшает дивидендные перспективы акций Народного банка в 2024 году.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



# Инвестиционная идея

## Казатомпром. Вверх на урановых драйверах

Рост акций Казатомпрома приостановился, что вкупе с уверенным повышением котировок урана дает основания для входа в длинные позиции

### Причины для покупки:

- **Результаты за третий квартал.** Отчет Казатомпрома мы оцениваем умеренно позитивно. Снижение некоторых показателей обусловлено особенностями графика поставок, основной объем которых приходится на четвертый квартал. Рост выручки по итогам года прогнозируется на уровне 40%, что должно значительно увеличить чистую прибыль и дивиденд, который, как мы считаем, может превысить 1000 тенге на акцию. В модели оценки мы повысили прогноз выручки за счет увеличения ожидаемых цен на уран. Наш ориентир в отношении стоимости данного металла пересмотрен с \$52 до \$60 за фунт, кроме того, мы увеличили прогнозы объемов реализации урана на ближайшие годы, учитывая гайденсы менеджмента Казатомпрома.
- **Продолжение роста выручки и сохранение прибыльности.** Выручка Казатомпрома за девять месяцев 2023 года выросла на 11% г/г, достигнув 865 млрд тенге, что во многом объясняется повышением средней цены реализации на 15%. При этом объем продаж сократился на 8,4% г/г. Тем не менее по итогам полного 2023 года компания рассчитывает продать 18–18,5 тыс. тонн урана после 16,4 тыс. тонн в 2022-м. Этот ориентир позволяет предположить, что рост выручки Казатомпрома за весь ушедший год приблизится к 40%. На фоне увеличения выручки валовая маржа компании выросла с 43% до 45%. Повышение цен на продукцию эмитента и большой объем ожидаемых продаж в четвертом квартале, вероятно, обеспечат уверенный рост валовой маржи по итогам года. Фактическая маржа EBIT остается на уровне 45%. Доля прибыли в ассоциированных и совместных предприятиях Казатомпрома достигла 51,6 млрд тенге (-14% г/г). Чистая прибыль компании, относящаяся к акционерам, составила 233 млрд тенге (-5% г/г), или 899 тенге на акцию.
- **Ралли в ценах на уран.** С момента нашей оценки фундаментальной стоимости акций Казатомпрома цены на уран поднялись еще на 13%

и уже преодолели максимальную с 2007 года отметку \$92 за фунт. На технической картине в 2020–2021 годах сформировался долгосрочный восходящий канал. В случае продолжения движения котировок в данном канале они способны достичь отметки \$120 до конца первого полугодия с последующей коррекцией. Триггером для развития восходящего тренда остается усиление спроса на сырье на фоне повышения интереса Европы и США к развитию проектов в сфере атомной энергетики в поисках новых источников энергии взамен традиционных.



Тикер на KASE	KZAP
Текущая цена	18 630 ₸
Промежуточный таргет	22 500 ₸
Потенциал роста	20,8%

### Динамика акций KZAP



# Рынок Узбекистана

## Снова на подъеме

Абсолютное большинство акций в составе Eqre Blue в конце декабря показали уверенный рост

Индекс Eqre Blue в последние две недели декабря поднялся на впечатляющие 7,37% за счет уверенной позитивной динамики его основных компонентов и высокой активности на предновогодних торгах.

В последние недели 2023 года состоялись два наиболее значимых первичных размещения. 15 декабря была закрыта книга заявок на IPO Узбектелекома – основного интернет-провайдера страны. Объем размещения составил примерно 33 млрд сумов (около \$2,7 млн). Ведущая страховая компания Узбекивест также успешно провела первичное размещение, собрав заявки на 14,11 млрд сумов (около \$1,2 млн)

В лидеры роста вышел банковский сектор. Хамкорбанк (НМКВ) подоро-

жал на 17,53% на новости о планах увеличить уставный капитал путем выпуска дополнительных акций, в результате чего их держатели получат дополнительные доли в соотношении 1:1. Уверенную позитивную динамику показал Ипотека-банк (ИПТВ), котировки которого взлетели на 10,87%.

Бумаги строительного сектора также закрылись в зеленой зоне. Акции Узметкомбината (UZMK) поднялись в цене на 9,68% без значимых новостных поводов. Котировки Кварца (KVTS) и Кизилкумцемента (QZSM) выросли на 5,26% и 4,54% соответственно.

### Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем **держат** акции Кувасайцемента (KSCM), Кварца (KVTS), Узвторцветмета (UIRM), Ипотека-банка (ИПТВ) и КМЗ (KUMZ).
- Для **покупки** от текущих уровней с целью достижения целевой цены подойдут бумаги УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), УзАвто Моторс (UZMT), Кизилкумцемента (QZSM) и Хамкорбанка (НМКВ).



### Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	15.12.23	29.12.23	
Eqre Blue	1 726,80	1 854,01	7,37%
KVTS	1 800,00	1 850,00	2,78%
QZSM	2 822,00	2 950,00	4,54%
SQBN	9,93	10,00	0,70%
URTS	17 005,05	17 500,00	2,91%
UZMK	6 200,00	6 800,00	9,68%
KSCM	190 000,00	200 000,00	5,26%
НМКВ	57,00	66,99	17,53%
ИПТВ	0,92	1,02	10,87%
UIRM	5 295,00	5 000,00	-5,57%
UZMT	69 800,00	68 890,00	-1,30%

### Новости экономики

- **Президент РУз Шавкат Мирзиёев подписал закон о госбюджете на 2024 год.** Рост ВВП на этот период закладывается в диапазоне 5,6–5,8% при инфляции 8–10%. Лимит дефицита консолидированного бюджета утвержден на уровне 4% (52,6 трлн сумов) вместо 3%. Кроме того, глава республики поручил в следующем году разместить на международных рынках капитала евробонды на сумму \$500 млн.
- **В 2024 году МВФ прогнозирует замедление экономического роста Узбекистана с 5,7% в 2023-м до 5,2%.** Министерство экономики и финансов рассчитывает на повышение ВВП на 5,8%. Дальнейшая либерализация тарифов на энергоресурсы, как ожидается, ускорит инфляцию до 11%.
- **Месячная инфляция в декабре составила 1,2%.** Потребительские цены по итогам 2023 года выросли на минимальные за последние несколько лет 8,77%.
- **В ноябре средняя ставка по срочным вкладам для населения в нацвалюте выросла** на 0,2 процентного пункта, до 21,6% годовых, а ставка по срочным депозитам для бизнеса снизилась на 0,5 процентного пункта, до 17,4%.

### Новости компаний

- **Ипотека-банк (ИПТВ)** выпустил дополнительные 844,63 млрд простых акций номинальной стоимостью 1 сум. Ценные бумаги размещены главному акционеру OTP Bank с использованием преимущественного права акционеров банка.
- **УзАвто Моторс (UZMT):** из произведенных с января по ноябрь 335 тыс. легковых автомобилей (+26% г/г) 97% сошли с конвейеров УзАвто Моторс под маркой Chevrolet. Остальные 3% пришлось на электрокары ADM Jizzakh (Kia, Chery, Haval, Lada). Было выпущено 10 тыс. машин (+25% г/г). Спрос в наступившем году остается очень высоким: 25 и 26 декабря УзАвто провела контрактацию на 98 тыс. договоров.
- **УзРТСБ (URTS)** получила подтверждение долгосрочных рейтингов дефолта эмитента от Fitch Ratings в иностранной и национальной валюте на уровне «B» со стабильным прогнозом.
- **Узбекинвест (UZINP):** через четыре дня после завершения IPO акции ведущего страховщика Узбекистана появились в брокерских счетах инвесторов. 20 декабря состоялись первые биржевые торги этими бумагами. Их котировки прибавили более 50%, в моменте приблизившись к отметке 1900 сумов.
- **Хамкорбанк (НМКВ)** по итогам внеочередного общего собрания акционеров, состоявшегося 18 декабря, принял решение об увеличении уставного капитала с 323,3 млрд до 646,6 млрд сумов за счет нераспределенной прибыли прошлых лет. Акционеры банка получают дополнительные бумаги в соотношении 1:1.

### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



### Динамика USD/UZS, 1 год



Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

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



# Рынок Германии

## В шаге от рекорда

Позитивный внешний фон и успешные корпоративные отчеты позволили основному индексу немецкой биржи пробить вверх отметку 16 000

На неделе с 11 по 15 декабря основной индекс фондового рынка Германии DAX обновил исторический максимум, установив его на отметке 17 003 пункта. Тем не менее далее последовал откат и пятидневка закончилась символическим снижением – на 0,05%, до 16 751 пункта. Наиболее выраженное движение бенчмарк продемонстрировал в четверг: сессия открылась ростом на 1%, затем был обновлен рекорд, но к концу дня рынок скорректировался вниз, растеряв все достижения. Участники торгов отыгрывали покупками заявление главы ФРС Джерома Пауэлла о том, что цикл ужесточения ДКП близок к завершению, так как инфляция в США стабильно замедляется. Кроме того, председатель американского регулятора намекнул на обсуждение сроков начала понижения ставки. В Европе ставка была также ожидаемо сохранена на прежнем рекордном уровне. При этом глава ЕЦБ Кристин Лагард чуть позже заявила, что говорить о завершении процесса ужесточения монетарных условий рано и ставки вряд ли будут снижаться в ближайшее время из-за вероятности нового всплеска инфляции. В остальном неделя прошла довольно спокойно, по итогам дневных торгов фиксировались либо небольшой рост, либо неглубокое снижение. Среди аутсайдеров этой пятидневки оказался производитель ароматизаторов, косметических ингредиентов и парфюмерии Symrise. Его акции на торгах 15 декабря упали на 7,6% на фоне ухудшения собственного прогноза маржи EBITDA по итогам 2023 года с 20% до 19–19,5%.

**С 18 по 22 декабря немецкий фондовый рынок демонстрировал пониженную волатильность.** В течение этого периода DAX опустился лишь

на 0,27%, до 16 706 пунктов. Более-менее выраженное движение индекс показал в первые два дня этого периода. В понедельник он снизился на 0,6% на фоне комментариев представителей руководства ЕЦБ и негативной динамики в секторе автопроизводителей. Глава ЦБ Словакии заявил, что о снижении ставки говорить пока рано, хотя представители европейского регулятора в целом рассчитывают на достижение инфляцией целевого уровня к 2025 году. Reuters со ссылкой на источники в ЕЦБ сообщило, что до июня 2024-го переход к смягчению ДКП маловероятен. В то же время после заявления главы ЦБ Франции, что снижение ставки начнется в наступившем году DAX в ходе торгов вторника отскочил на 0,56%. Лучше рынка выглядели акции Commerzbank, в четверг поднявшиеся на 1,3% на новости о получении разрешения ЕЦБ провести обратный выкуп в объеме до 600 млн евро. Финальные условия buy back станут известны в ближайшее время.

**После рождественских праздников немецкий фондовый рынок провел еще три торговых дня 2023 года.** С 27 по 29 декабря DAX целиком отыграл предыдущие незначительные потери, поднявшись на 0,27%, до 16 752 пунктов. В среду покупательскую активность стимулировали ожидания снижения ставки в США на заседании ФРС в марте. Коррекция четверга была спровоцирована слабой динамикой банковского и энергетического сектора из-за негативной динамики цен на нефть. В лидеры роста удалось выйти Bayer, акции которой 27 декабря подорожали на 2,3% после новости о выигранном судебном иске по обвинению в канцерогенных свойствах гербицида Roundup.

### Ожидания и стратегия

Индекс DAX остается недалеко от исторических максимумов. Тем не менее потенциал его роста в ближайшие пару недель, скорее всего, будет ограничен из-за близости верхней границы аптренда и технических индикаторов. Вероятнее всего, мы увидим небольшую коррекцию к уровню 16 400 пунктам.

### Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	08.12.23	29.12.23	
DAX Index	16 759,22	16 751,64	0,0%
HLAG GR Equity	111,00	135,00	21,6%
NCH2 GR Equity	15,30	18,45	20,6%
UTDI GR Equity	19,70	23,04	17,0%
EVT GR Equity	18,24	21,28	16,7%
SOW GR Equity	31,62	36,10	14,2%
KGX GR Equity	33,88	38,67	14,1%
AFX GR Equity	86,68	98,84	14,0%
COP GR Equity	33,46	37,90	13,3%
AT1 GR Equity	2,22	2,48	11,6%
SRT GR Equity	237,50	265,00	11,6%
RAA GR Equity	629,00	699,50	11,2%
1U1 GR Equity	16,34	18,14	11,0%
DWS GR Equity	31,52	34,80	10,4%



# Рынок Германии

## Важные новости

- **Ввиду бюджетных проблем были пересмотрены сроки стратегии субсидирования электрокаров.** Программа завершилась на год раньше изначально запланированного срока. С 2016 года покупателям электрокаров было выплачено примерно 10 млрд евро.
- **Индекс деловой активности (PMI) в Германии падает в течение шести месяцев.** Композитный показатель с 47,8 пункта в ноябре опустился до 46,7 при консенсусе экономистов на уровне 48,2. В секторе услуг показатель движется вниз на протяжении трех месяцев подряд, и в ноябре он опустился с 49,6 до 48,4 пункта.
- **Институт Ifo представил данные деловой активности в ФРГ за декабрь.** Показатель неожиданно развернулся вниз после трех месяцев роста подряд, упав с 87,2 пункта в ноябре до 86,4 и оказавшись ниже консенсуса 87,8 пункта.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



# Инвестиционная идея

## RWE. Бенефициар энергетической революции

Стратегия по наращиванию доходов в сегменте зеленой энергетики увеличивает инвестиционную привлекательность акций RWE

### Причины для покупки:

- **RWE увеличивает инвестиции в возобновляемые источники энергии с целью расширить портфель и повысить прибыльность.** С 2021 года компания направила на эти проекты 20 млрд евро, в планах до 2030-го инвестировать 55 млрд евро в генерацию возобновляемой энергии по всему миру. В результате «зеленый» портфель компании превысит 65 ГВт (с 2021 года компания увеличила мощность на 9 ГВт, до 35ГВт). В настоящее время RWE реализует более 100 проектов общей мощностью 7,8 ГВт в 10 странах. Вложения в эти проекты позитивно сказываются на динамике прибыли компании. Ее EBITDA до 2030 года будет повышаться на 14% ежегодно и превысит 9 млрд евро.

- **Рекомендации ведущих инвестиционных домов.** На текущий момент компанию покрывает 25 инвестбанков и все они дают рекомендацию «покупать» по акции RWE. За последнее время Bernstein обновил целевую цену до 52,5 евро, Bankhaus Metzler установил таргет на отметке 58 евро, JPMorgan – на уровне 59,5 евро, цель Morningstar – 55 евро, Morgan Stanley – 60 евро. Средний таргет по акции компании – 52,27 евро.
- **Техническая картина.** Акции RWE AG подошли к сопротивлению на уровне 41,5 евро, в случае пробоя которого для них откроется возможность роста до 44,5 евро с дальнейшим обновлением исторических максимумов.



### Среднесрочная идея

# RWE

Тикер на Xetra	RWE
Текущая цена	€40,67
Целевая цена	€52,27
Потенциал роста	28,5%

### Динамика акций RWE



# Рынок Армении

## В ожидании дальнейшего смягчения ДКП

Последовательный курс Нацбанка на снижение ставки позволяет прогнозировать позитивную динамику на фондовых площадках Армении

По итогам последних двух недель декабря крупнейшие торгуемые акции Армении продемонстрировали смешанную динамику. Котировки АСВА BANK (АСВА) выросли на 1,4%, а бумаги крупнейшей телеком-компании страны Telecom Armenia OJSC (AMTL) подешевели на 1,5%. Торги акциями UNIBANK OJSC (UNIB) в указанный период не проводились. Две крупнейшие фишки страны – АСВА BANK (АСВА) и Telecom Armenia OJSC (AMTL) начали год позитивно, за первые торговые дни прибавив в цене 2,7% и 2% соответственно.

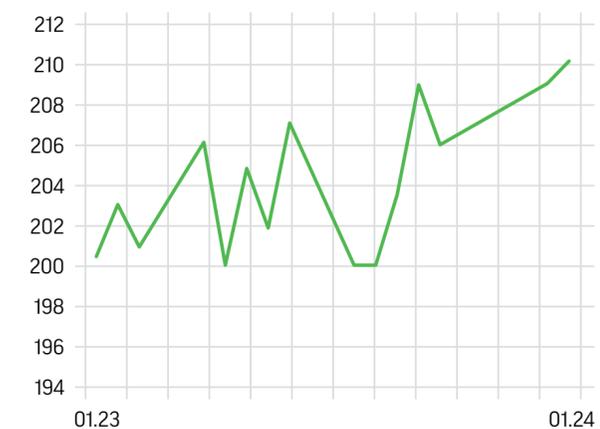
Индекс трехлетних корпоративных облигаций в драмах продемонстрировал околонулевую динамику (-0,03%) в течение последних двух недель минувшего года. Индекс трехлетних корпоративных облига-

ций в долларах, напротив, прибавил 0,07% на фоне снижения доходностей гособлигаций США.

На конец декабря на Армянской фондовой бирже были представлены 18 эмитентов корпоративных облигаций (97 выпусков со средней дюрацией около полутора лет), 11 эмитентов акций, а также выпуски государственных облигаций. Полагаем, что росту торговых объемов и притоку новых клиентов на армянские фондовые площадки будут способствовать несколько факторов. В частности, фондовая биржа АМХ в течение ближайших пары лет приступит к кросс-листингу с Варшавской фондовой биржей (WFA), что позволит увеличить количество доступных инвестиционных инструментов.



Динамика акций  
Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год



# Рынок Армении

## Важные новости

### Новости экономики

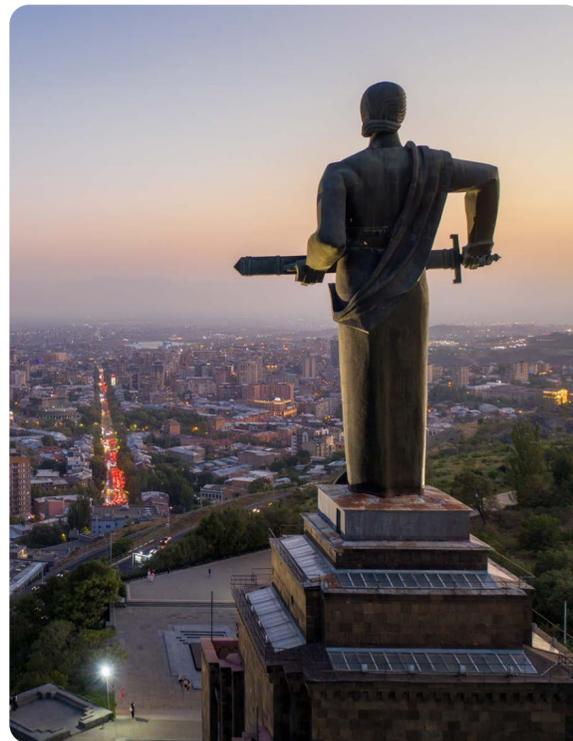
- **Макроданные, опубликованные в течение последних двух недель ушедшего года, носили преимущественно позитивный характер.** За ноябрь армянская экономика выросла на 11,2% г/г при консенсусе 5,4%. Эту динамику обеспечили сильные результаты промпроизводства и розничных продаж, за тот же месяц зафиксировавших увеличение на 23,8% и 32,1% г/г против ожиданий на уровне 1,9% и 26,3% г/г соответственно. В ближайшие две недели в фокусе инвесторов будут данные инфляции и безработицы, которые могут поддержать тренд на смягчение ДКП. Ближайшее заседание ЦБ Армении запланировано на 30 января.

### Новости компаний

- **В конце декабря Комиссия по регулированию общественных услуг одобрила пятилетнюю инвестпрограмму «Газпром-Армения» на сумму 150 млрд драмов (\$370 млн).** Средства будут направлены на восстановление и реконструкцию газотранспортной системы, обеспечение дополнительных мощностей для Еревана, а также на подключение к ней новых абонентов.
- **В конце декабря 2023 года Национальная Ипотечная Компания разместила новый выпуск купонных корпоративных облигаций объемом 4,75 млрд драмов на Армянской бирже.** Купонная выплата по этим обязательствам составит 11% годовых, дюрация выпуска – 36 месяцев.

### Наиболее важные события для рынка Армении в 2023 году

- **В августе агентство Fitch Ratings повысило долгосрочный рейтинг Армении в иностранной валюте с «В+» до «ВВ-» со стабильным прогнозом.** Fitch ожидает умеренной девальвации драма в 2024 году, прогнозируя более высокий курс нацвалюты, чем до начала конфликта в Украине.
- **В начале декабря ЦБ РА понизил ключевую ставку на 25 б.п., до 9,25%.** Напомним, что регулятор последовательно проводит смягчение монетарных условий с июня 2023 года и уже снизил ставку на 150 б.п. (с 10,75%).
- **В ушедшем году Армения стала абсолютным лидером в регионе Южного Кавказа и Центральной Азии по привлечению венчурных инвестиций.** По данным отчета Venture Eurasia, составленного аналитической компанией Innotechnics, за первое полугодие почти 90% всех привлеченных \$139 млн венчурных инвестиций пришлось на Армению. За весь прошлый год их объем превысил \$216 млн, количество сделок составило 24.
- **Главным корпоративным событием года стало размещение 40 млн акций телекоммуникационной компании TEAM (Telecom Armenia) по цене 200 драмов за единицу, завершившееся в середине декабря.** Общий объем IPO составил 8,24 млрд драмов. В нем принимали участие как юридические, так и физические лица. Ключевым андеррайтером выступил Ameriabank.



### Динамика USD/AMD, 1 год



### Индекс трехлетних корп. облигаций, 1 год



Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

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



## Freedom Holding Corp. опубликовал первый отчет об устойчивом развитии

29 декабря Freedom Holding Corp. опубликовал первый в своей истории отчет об устойчивом развитии. Эта публикация за 2023 финансовый год стала важным шагом на пути к повышению прозрачности информации об операционной деятельности холдинга и информированности заинтересованных сторон о реализации его стратегии развития. Представление ежегодной публичной нефинансовой отчетности становится эффективным инструментом внешнего раскрытия информации о Freedom Holding Corp., который дополнит традиционные формы регуляторной финансовой отчетности холдинга, представляемой в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC).

Отчет об устойчивом развитии за 2023 финансовый год содержит обзор системы управления компанией и ключевые показатели деятельности в области охраны окружающей среды, социальной ответственности и корпоративного управления.

## Freedom Holding Corp. провел крупнейшее на AIX размещение облигаций для розничных инвесторов

Freedom Holding Corp. через дочернюю компанию Freedom Finance SPC Ltd разместил на бирже Международного финансового центра «Астана» (AIX) пятилетние долларové облигации с доходностью к погашению в диапазоне 11,5–12% годовых на общую сумму \$200 млн. Этот выпуск, предназначенный для широкого круга инвесторов, стал первой эмиссией облигационной программы, размер которой составляет \$1 млрд. Бумаги включены в официальный список AIX под торговым кодом FFSPC1.1228.

В первые два года обращения ставка купона определена в 12% годовых, в следующие три года купон будет рассчитываться исходя из эффективной ставки Федрезерва США и фиксированной маржи в размере 6,5%. Купонное вознаграждение по облигациям будет выплачиваться ежемесячно в течение всего периода обращения.

Выпуск облигаций был организован в публичной форме и предложен широкому кругу инвесторов без каких-либо ограничений для участия в размещении. Номинальная стоимость бумаги составила \$100, минимальная заявка на покупку – \$1000. В ходе размещения инвесторы подали более 3200 заявок, каждая из которых была полностью или частично удовлетворена, в результате чего выпуск был размещен в полном объеме.

Облигации выпущены в соответствии с правилами и законодательством МФЦА и обеспечены гарантией Freedom Holding Corp. на исполнение обязательств по выплате купонного вознаграждения и основной суммы долга.

Структура выпуска разрабатывалась с целью последующего предложения розничным инве-

сторам, поэтому, как и ожидалось, повышенный интерес к размещению проявили физлица. Их доля среди покупателей составила 97,7%, все они являются клиентами Freedom Broker. Около 13% общего объема удовлетворенных заявок пришлось на новых клиентов компании, открывших счета после появления информации о выпуске облигаций.

«Это крупнейшая за последние годы публичная сделка на AIX с почти 100%-м участием розничных инвесторов. Впервые на локальном рынке размещен столь значительный объем долларовых облигаций, который приобрели именно физические лица. При этом нам удалось предложить им наиболее привлекательные условия за всю историю казахстанского фондового рынка. Сейчас это самая высокодоходная бумага в долларах США с ежемесячным купоном. Большой интерес инвесторов к нашим бондам подтверждает их доверие к проекту по созданию Freedom Telecom – нового национального высокотехнологичного оператора связи с максимально эффективным покрытием всей территории Казахстана, на создание и развитие которого будут направлены средства от размещения облигаций. Со временем он может стать ключевым провайдером конвергентных телекоммуникационных услуг для клиентов всей экосистемы Freedom», – прокомментировал событие CEO Freedom Holding Corp. Тимур Турлов.



Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

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



# Публичная Компания

# Freedom Finance Global PLC



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

Инвестиционный  
обзор №285

5 января 2024

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

Аналитика и обучение

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

Связи с общественностью

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

ПН-ПТ **09:00-21:00** (по времени г. Астана)  
+7 7172 727 555, [info@ffin.global](mailto:info@ffin.global)

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)  
[7555@ffin.global](mailto:7555@ffin.global), [ffin.global](http://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.