

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

## Пауэлл подставил плечо покупателям

Несмотря на пересмотр вниз прогнозов PCE, ФРС оставила в силе план по числу снижений ставки на текущий год и повысила ориентиры по росту ВВП США на 2024–2025 годы

### Казахстан

KASE штурмует высоту 5000

### Германия

DAX заряжен оптимизмом

### ОАЭ

Время фиксировать прибыль

### Узбекистан

Регулятор настроен  
«по-ястребиному»

### Армения

В ожидании важных новостей

Мы выпускаем двухнедельные инвестиционные обзоры более десяти лет.

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

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

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

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

Приятного чтения!

# Содержание



Рынок США. Пауэлл подставил плечо покупателям.....	4
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	5
Самое главное. Вечные ценности: золото вновь привлекает инвесторов .....	6
Актуальные тренды. Обзор на 26 марта.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	9
Обзор компаний малой капитализации.....	11
Инвестиционная идея. PDD Holdings. E-commerce: китайский вариант.....	12
Текущие рекомендации по акциям.....	14
Оptionная идея. PUT CREDIT SPREAD ON LULU.....	15
IPO Centuri Holdings. Пополнение в коммунальной индустрии.....	16
Рынок Казахстана. KASE штурмует высоту 5000 .....	17
Инвестиционная идея. Air Astana. Летная погода.....	19
Рынок Узбекистана. Регулятор настроен «по-ястребиному».....	20
Рынок Германии. DAX заряжен оптимизмом .....	22
Инвестиционная идея. Zalando SE. С обновочкой!.....	24
Рынок Армении. В ожидании важных новостей .....	25
Рынок ОАЭ. Время фиксировать прибыль.....	27
Новости Freedom Holding Corp.....	29
Контакты .....	30

Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

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

# Фондовый рынок США

## Пауэлл подставил плечо покупателям

Несмотря на некоторое ухудшение прогноза базового индекса PCE, ФРС оставила в силе план по числу снижений ставки на текущий год и существенно повысила ориентиры по росту ВВП США на 2024–2025 годы

По состоянию на 26.03.2024



По состоянию на 26.03.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	2,23%	2,63%
QQQ	Индекс NASDAQ100	2,87%	2,20%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,95%	0,83%
UUP	Доллар	1,22%	1,00%
FXE	Евро	-0,71%	-0,13%
XLF	Финансовый сектор	1,54%	2,78%
XLE	Энергетический сектор	0,92%	7,49%
XLI	Промышленный сектор	2,60%	4,15%
XLK	Технологический сектор	2,08%	2,25%
XLU	Сектор коммунальных услуг	0,63%	3,07%
XLV	Сектор здравоохранения	0,06%	-1,64%
SLV	Серебро	-2,04%	7,48%
GLD	Золото	0,32%	6,22%
UNG	Газ	-0,13%	-0,66%
USO	Нефть	0,46%	6,62%
VXX	Индекс страха	-7,47%	-5,74%
EWJ	Япония	3,23%	4,07%
EWU	Великобритания	1,44%	2,70%
EWG	Германия	0,38%	3,54%
EWQ	Франция	-1,11%	1,91%
EWI	Италия	0,43%	4,68%
GREK	Греция	0,50%	0,72%
EEM	Страны БРИК	0,22%	0,64%
EWZ	Бразилия	0,12%	-2,99%
RTSI	Россия	-0,70%	4,45%
INDA	Индия	-0,06%	-2,53%
FXI	Китай	-1,29%	-1,82%



Инвестиционный обзор №291

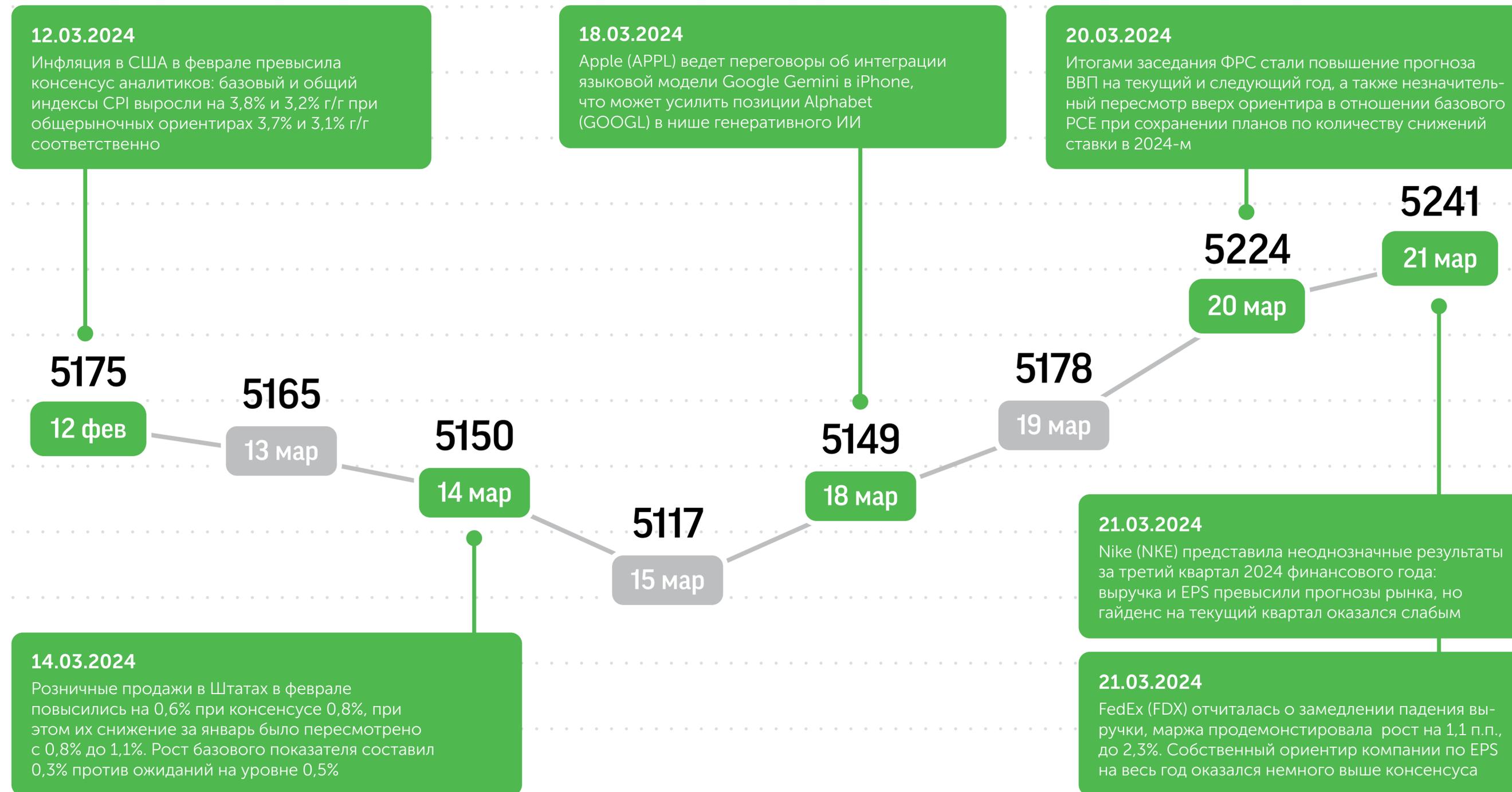
29 марта 2024

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



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (12.03.2024 – 21.03.2024)



## Самое главное

# Вечные ценности: золото вновь привлекает инвесторов

Недавно золото обновило исторический максимум и сейчас торгуется выше \$2200 за тройскую унцию. Резкий скачок котировок произошел в середине февраля, а всего за месяц они выросли почти на 10%. Для золота это достаточно высокий темп: в последнее десятилетие оно дорожало в среднем на 5% в год. Для понимания этой динамики важен контекст: в 2012–2022 годы доллар США был сильным, добыча золота существенно увеличилась, а в условиях низких инфляции и ставок ЦБ при отсутствии экономического роста золото практически перестало интересовать инвесторов. В результате количество биржевых фондов (ETF), привязанных к золоту, и объемы торгов ими сократились, что также лишало этот актив поддержки. Однако после падения его котировок ситуация изменилась, на фоне огромных объемов ликвидности интерес к вечному металлу начал возвращаться. Параллельно с усилением спроса на золото начался новый цикл монетарной политики: из-за скачка инфляции ведущие центробанки мира прибегли к активному повышению ставок. Кроме того, текущую картину характеризует сокращение бюджета и его рекордный дефицит в США, а также обострение геополитической напряженности. Все эти условия благоприятны для роста золота, как традиционного хеджирующего биржевого инструмента.

Однако мы считаем, что восходящая динамика в его котировках может продолжиться также за счет изменения отношения инвесторов к одному из древнейших активов на Земле. Дефицит бюджета США, как и его размер, продолжает активно расти. Администрация

Джо Байдена на 2025 фискальный год предложила бюджет в размере \$7,3 трлн, что эквивалентно почти 25% от ВВП Штатов при среднестатистической доле 21%. В свою очередь, дефицит американской казны составит рекордные \$1,8 трлн (чуть выше 6% ВВП). На этом фоне ФРС не сможет долго проводить сокращение баланса (QT), будучи вынужденной вновь взять на себя обязанности основного покупателя госдолга. Это благоприятно повлияет на финансовые условия на рынке, которые и так находятся у исторических максимумов, судя по данным Bloomberg Financial Conditions Index, который измеряет уровень стресса и условия в финансовой системе, а также стоимость денег.

С учетом трендов в ценах на золото полагаем, что для инвестиций стоит выбрать лидеров роста: Harmony Gold Mining (HMY), IAMGOLD (IAG) и AngloGold Ashanti (AU), котировки которых с начала года прибавили более 15%. Однако, если вы не готовы рисковать, вкладываясь в отдельных эмитентов, можно рассмотреть ETF на золотодобывающие компании VanEck Gold Miners (GDX). Если же вам не хочется взаимодействовать с операционной деятельностью компаний, предлагаем инвестиции непосредственно в золото через SPDR Gold Trust ETF (GLD). Несмотря на значительную спекулятивную составляющую вокруг золота, его Beta составляет 0,17, что обеспечивает качественную диверсификацию всего портфеля. Этот инструмент сейчас очень востребован благодаря высокому интересу со стороны инвесторов и отсутствию корреляции с другими активами.

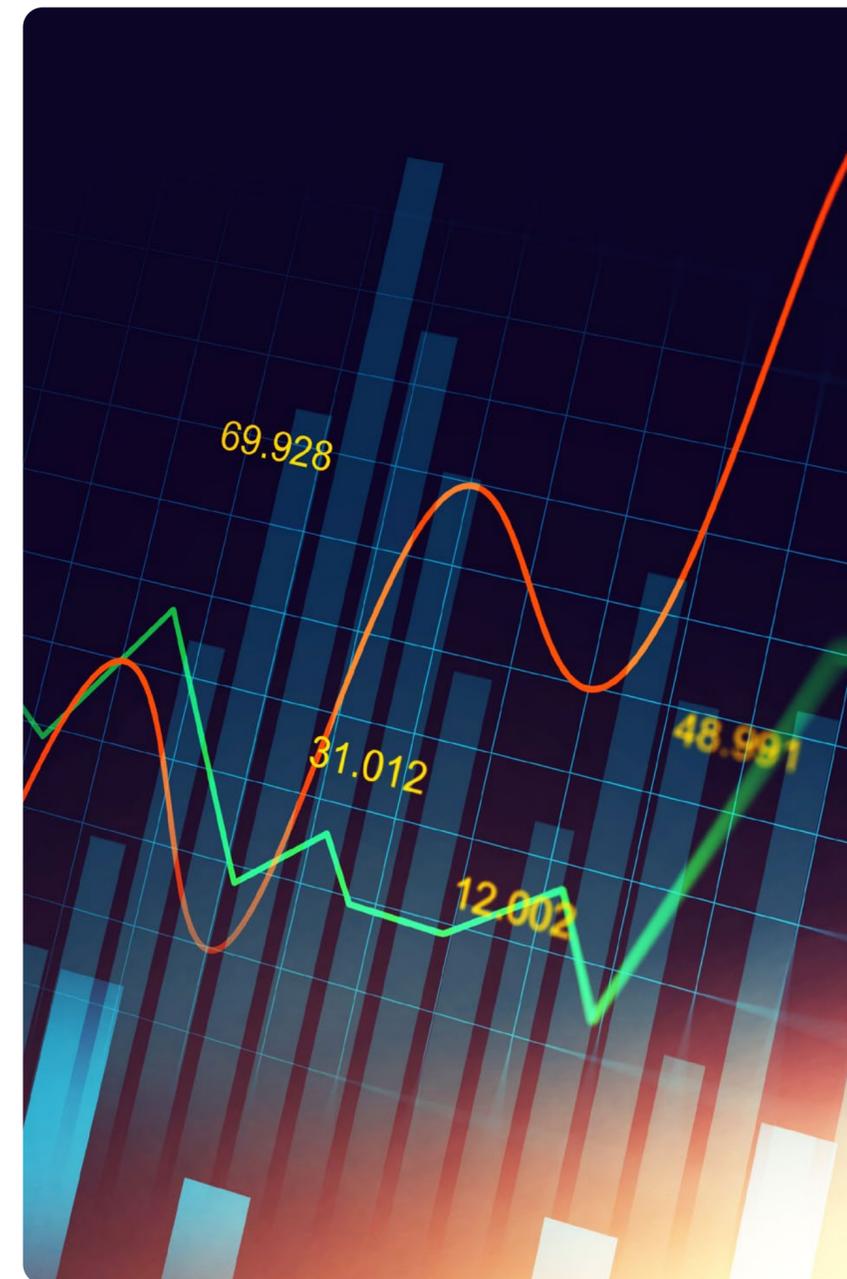
Тимур Турлов,  
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

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



# Актуальные тренды

## Обзор на 26 марта

### Глобальная картина

С 11 марта по 25 марта S&P 500 прибавил 2%, DJ Industrial Average поднялся на 1,4%, NASDAQ 100 вырос на 1,8%.

Данные потребительской инфляции (CPI) за февраль поддержали позитивные настроения инвесторов, но ключевым стимулом для покупателей стали итоги заседания ФРС, состоявшегося 19-20 марта. Регулятор сохранил ставку на прежнем уровне (5,25–5,5%), что совпало с ожиданиями инвесторов. Их оптимистичный настрой поддержали пересмотренные вверх (с 1,4% и 1,8% до 2,1% и 2% соответственно) прогнозы роста ВВП на 2024–2025 годы. Ориентир в отношении безработицы был снижен с 4,1% до 4%. Ожидания по динамике базового ценового индекса PCE на текущий год повышены с декабрьских 2,4% до 2,6%, хотя прогноз на 2025 год остался неизменным. Другим важным положительным моментом стало сохранение целевых ориентиров в отношении ставки на текущий год, несмотря на пересмотр вверх прогноза PCE. Это указывает на то, что ФРС не видит существенных угроз для текущего дефляционного тренда и готова проявлять гибкость в оценке макропеременных. Подтверждение главой Федрезерва Джеромом Пауэллом планов коррекции QT, предполагающих, что в ближайшее время сокращение баланса замедлится, также оказало положительный эффект на сентимент рынка. Инвесторы рассчитывают на раскрытие детальных планов в отношении QT уже в мае.

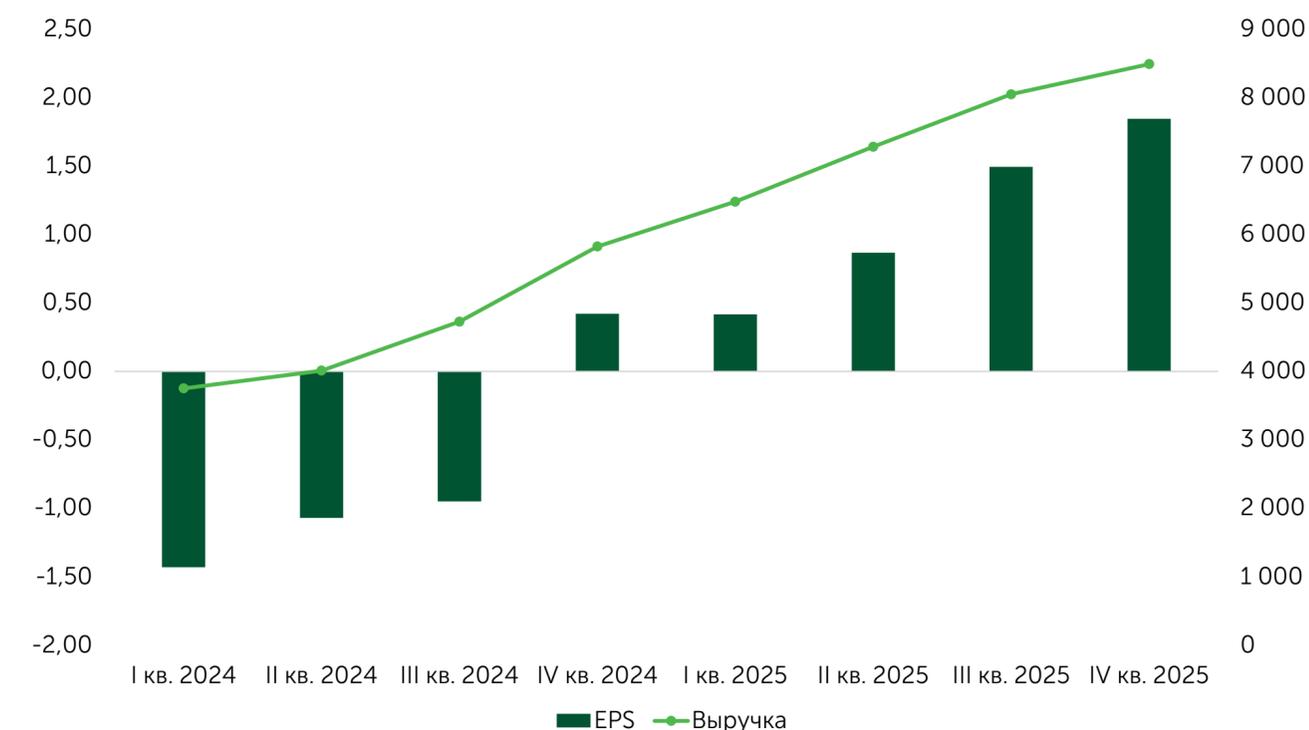
### Обновленные макропрогнозы ФРС

	2024	2025	2026	Долгосроч.
<b>Рост реального ВВП, % (IV кв./IV кв.)</b>				
Март 2023	2,1	2,0	2,0	1,8
Декабрь 2023	1,4	1,8	1,9	1,8
<b>Уровень безработицы, % (ср. знач. в IV кв.)</b>				
Март 2023	4,0	4,1	4,0	4,1
Декабрь 2023	4,1	4,1	4,1	4,1
<b>Базовая инфляция PCE, % (IV кв./IV кв.)</b>				
Март 2023	2,6	2,2	2,0	–
Декабрь 2023	2,4	2,2	2,0	–
<b>Ставка ФРС, % (на конец года)</b>				
Март 2023	4,6	3,9	3,1	2,6
Декабрь 2023	4,6	3,6	2,9	2,5

Источник: federalreserve.gov

С середины марта корпоративный новостной фон был неоднородным, но по преимуществу позитивным. В конце первой декады котировки Apple (AAPL) и Alphabet (GOOGL) поддержала новость об их переговорах по поводу интеграции ИИ-продукта Google Gemini в iPhone. Анонсы NVIDIA (NVDA), сделанные на GTC 2024, также были позитивно восприняты рынком. Котировки Tesla (TSLA) отреагировали ростом на заявление о повышении цен на Model Y в некоторых частях Европы. Яркими событиями стали публикация отчетности Micron (MU), оказавшейся лучше ожиданий, а также уверенные прогнозы менеджмента компании на текущий квартал, которые на 9,4% превысили консенсус.

### Финансовые показатели Micron



Источник: FactSet

### Фокус рынка

С 29 марта по 8 апреля в фокусе внимания рынка будут данные ценового индекса

Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

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



# Актуальные тренды

## Обзор на 26 марта

PCE за февраль. Прогнозируем рост базового показателя примерно на 2,8% г/г, что соответствует январскому результату. Заметные отклонения PCE от ожидаемых уровней считаем маловероятным, так как цены на услуги за февраль, согласно статистике CPI, изменились незначительно. В начале апреля инвестсообществу предстоит оценить отчет Минтруда США за март, в который традиционно войдут данные безработицы, новых рабочих мест вне сельского хозяйства и средней оплаты труда. Инвесторы рассчитывают на продолжение тенденции к нормализации ситуации на рынке труда, которая выразится в постепенном сокращении числа новых рабочих мест и замедлении роста зарплат вкпе с сохранением безработицы и количества вакансий на сопоставимых с уровнями января-февраля отметках.

Квартальную отчетность в ближайшие пару недель представят Paychex (PAYX), Lamb Weston Holdings (LW) и Conagra Brands (CAG). Но более значимыми для динамики рынков могут стать дни аналитика, которые проведут United Parcel Service (UPS-US), Adobe (ADBE-US), Moderna (MRNA-US), Kimberly-Clark (KMB-US).

Предполагаем, что динамика на фондовых площадках до конца первой декады апреля будет нейтральной или слабopоложительной, так как инвесторы будут ожидать данных мартовской инфляции, публикации «минуток» ФРС и старта сезона отчетности за первый квартал.

### Акции малой капитализации

С 11 по 25 марта индексы Russell 2000 (ETF: IWM) и Russell Microcap (ETF: IWC) снизились на 0,62% и 0,73% соответственно на фоне релизов макростатистики, в том числе превысивших прогнозы данных промышленной инфляции. После публикации этого отчета 14 марта индексы компаний малой и микрокапитализации скорректировались в среднем на 2,01%. Однако вышеописанные позитивные итоги заседания ФРС позволили бенчмаркам прибавить около 2,2%. Впрочем, этот импульс быстро угас, сменившись 22 марта локальной коррекцией сектора примерно на 1,34%. Сократить разрыв в оценке с эмитентами крупной капитализации первому удалось индустриальному сектору (ETF: PSCI), который по итогам двух недель прибавил 3,44%, обогнав крупного конкурента (ETF: XLI) на 4,71% (PSCI vs XLI) за последние 12 месяцев. В ближайшие две недели не ожидаем значимых всплесков волатильности, тон торгам продолжают задавать макрорелизы.

### Ожидаем

Ориентируемся на движения индекса S&P 500 в диапазоне 5100–5330 пунктов

### Техническая картина

Техническая картина в целом остается неизменной. Котировки S&P 500 продолжили движение в рамках узкого восходящего канала. Доля входящих в индекс компаний, торгующихся выше 50-дневной скользящей средней, незначительно выросла по сравнению с 15 марта, но остается ниже локальных экстремумов последних месяцев. Доля эмитентов, RSI которых превышает 70, на конец обозреваемого периода достигла 14%, что также ниже локальных пиков. С технической точки зрения единственным фактором риска остается нахождение RSI на недельном тайм-фрейме в зоне перекупленности девятую неделю подряд. Это повышает вероятность отката.



# Новости компаний

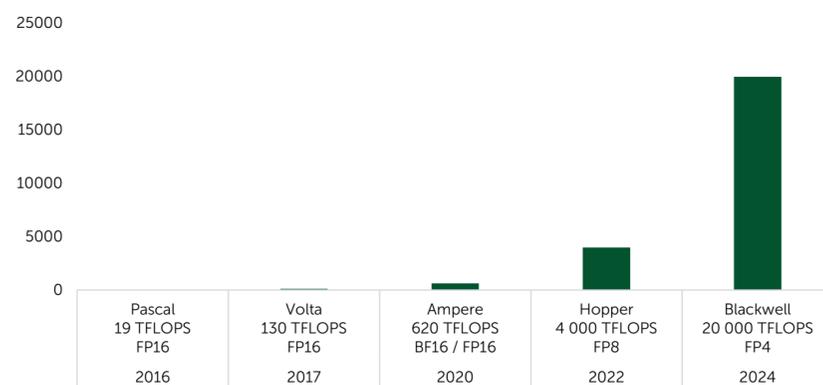
## В поле зрения наших аналитиков



На ежегодной конференции NVIDIA GTC 2024 выступил CEO компании Дженсен Хуанг. NVIDIA представила ИИ-ускорители следующего поколения на графических процессорах на базе новой архитектуры Blackwell, которые демонстрируют очередной технологический рывок. Компания планирует первые поставки этих чипов во второй половине 2024 года, не раскрывая деталей в отношении объема спроса на эту продукцию. В презентации не оказалось положительных сюрпризов для акций самой NVIDIA, но котировки связанных с ней компаний демонстрировали положительную динамику.

В свою очередь, Apple (AAPL) стремится догнать лидеров гонки ИИ. По данным Bloomberg, производитель iPhone обсуждает с ведущими мировыми разработчиками ИИ-моделей интеграцию их LLM в iPhone. Среди претендентов называют Alphabet, OpenAI, Anthropic и Baidu (для рынка KHP).

### Рост вычислительной мощности по годам

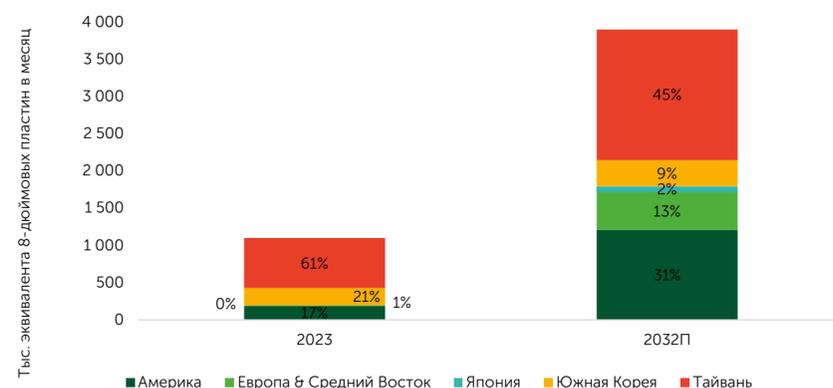


Источник: FactSet



Министерство торговли США намерено выделить до \$8,5 млрд в рамках госпрограммы CHIPS and Science Act и около \$11 млрд субсидированных кредитов на развитие производственного хаба Intel (INTC) в Аризоне, Нью-Мексико, Огайо и Орегоне. Помимо суммарно обозначенной господдержки, Intel планирует получить от Казначейства США налоговый вычет (Investment Tax Credit) на капитальные вложения в эти проекты, который может составить до 25% от общей суммы инвестиций в полупроводниковую промышленность США (\$100+ млрд). В Аризоне уже идет строительство новой фабрики и проводится модернизация действующей. Формально Intel еще нужно согласовать условия предоставления всех грантов и преференций, а также четко исполнять прописанные в соглашении с регулятором KPI и соблюдать сроки. Intel является главным получателем господдержки со стороны США в полупроводниковой промышленности. Белый дом делает на компанию большую ставку.

### Мировые мощности по производству передовых полупроводников (по техпроцессу 5нм и меньше)



Источник: FactSet



Nike (NKE) отчиталась за третий квартал 2024 финансового года. Ее выручка за этот период повысилась менее чем на 1% г/г и составила \$12,4 млрд при консенсусе \$12,28 млрд. Прибыль сократилась на 5% г/г, до \$1,17 млрд, что оказалось выше общерыночных прогнозов на 4,1%. При этом скорректированная EPS выросла на 24% г/г, достигнув \$0,98. Выручка бренда Nike оказалась выше ожиданий на ключевом для него рынке Северной Америки, но немного недотянула до консенсуса во всех остальных регионах присутствия.

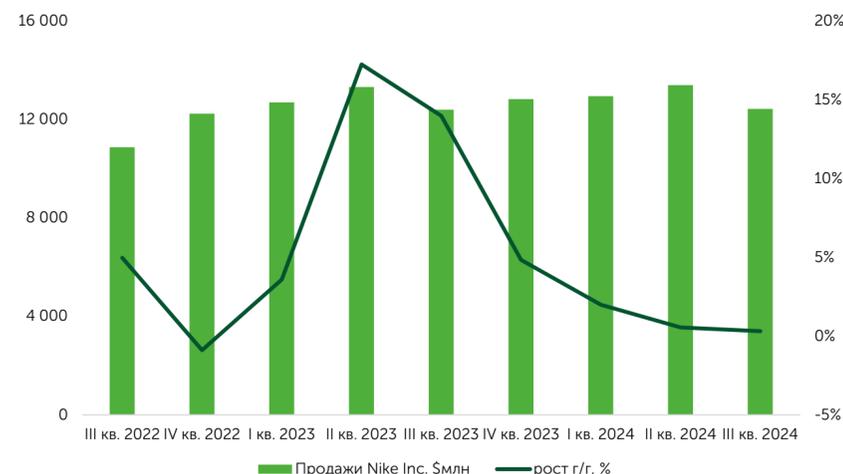
Акции ретейлера снизились на 7% в день после выхода отчетности. Инвесторов разочаровало замедление повышения объемов реализации обуви бренда в Китае до +3% г/г, несмотря на праздничный сезон, после роста в предыдущих кварталах, измерявшегося высокими двузначными числами. Это достаточно глубокий спад даже с учетом нормализации спроса после ограничений, связанных с пандемией. Дополнительный негативный фон для котировок создали заявления менеджмента о замене культовых моделей новыми в борьбе за долю рынка с конкурентами. Разочарование вызвал и гайденс, предполагающий снижение выручки в первой половине 2025 года на низкий однозначный процент.

Целевая цена по акции NKE снижена со \$130 до \$120. Рекомендация: «держат».



# Новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков



Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



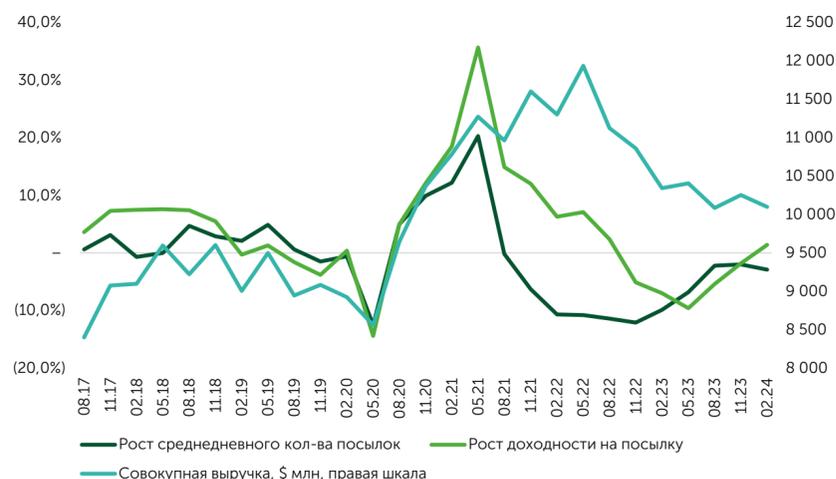
Опубликованную 21 марта квартальную отчетность FedEx мы оцениваем умеренно позитивно. Падение выручки компании замедлилось до 1,9% г/г, хотя сегмент Express в последнее время находится под давлением сложившихся экономических условий. Одним из благоприятных факторов, которые оказали наибольшее влияние на доходы компании, стало повышение тарифа, анонсированное осенью прошлого года. Спрос на срочную доставку все еще остается слабым. Стоит отметить, что после неудачного результата за второй квартал 2024 финансового года маржа FedEx выросла на 1,1 п.п. год к году, до 2,3%. Оптимизация расходов приносит свои плоды, хотя их стоит рассматривать в комплексе с повышением тарифов.

В сегменте Ground ситуация остается вполне стабильной, несмотря на замедление роста RPP (Return Package Pickup) до 0,6% за год. В аутсайдерах оказалось направление Freight, маржа которого сократилась на 1,7 п.п., до 16%, после повы-

шения до 20,6% кварталом ранее.

В ходе конференс-колла менеджмент FedEx заверил инвесторов и аналитиков, что в предстоящем квартале прибыльность будет расти, отметив, что в последнем отчетном периоде сегменты Express и Ground реализовали некоторые структурные преимущества. Гайденс руководства компании по EPS в среднем не изменился, хотя его диапазон немного сузился. Дополнительный оптимизм в отношении перспектив акций привнес анонс новой программы buy back в размере \$5 млрд.

Несмотря на сохраняющийся слабый спрос на услуги приоритетных посылок, мы повышаем целевую цену по акции FDХ до \$301.

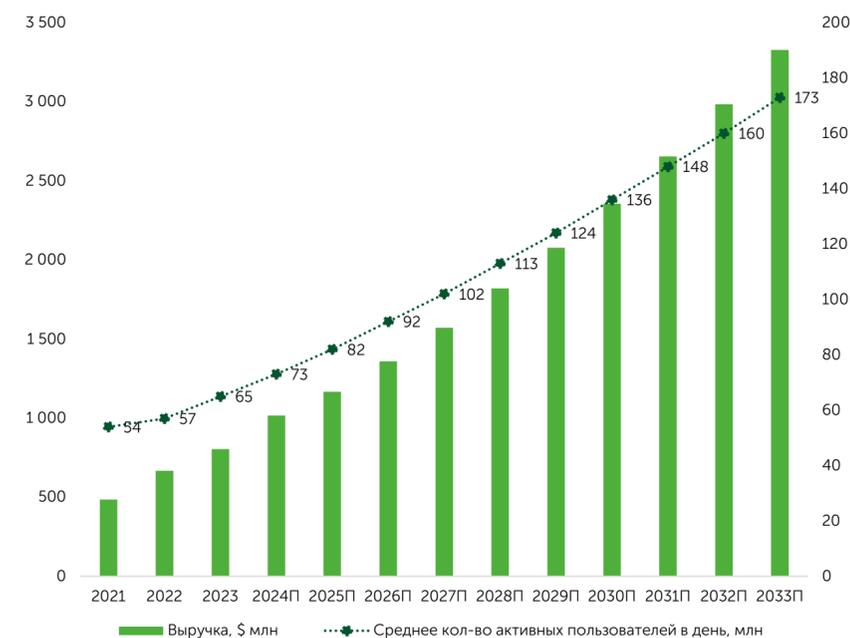


Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



22 марта начались публичные торги акциями Reddit (RDDT), управляющей одноименным сайтом, который сочетает функции соцсети и форума. Андеррайтерами размещения стали Morgan Stanley, Goldman Sachs, JPMorgan, BofA Securities,

Citigroup, Deutsche Bank Securities и MUFG. Сервис Reddit был запущен в 2005 году, на декабрь 2023-го его аудитория превысила 500 млн. В четвертом квартале прошлого года число активных ежедневных пользователей сети по всему миру составляло около 73,1 млн, продолжая активно расти. Размещение акций RDDT прошло по цене \$34 за единицу. В первый день торгов их котировки выросли на 35%, а по итогам сессии 25 марта цена достигла \$59,75 (+76% к уровню IPO). Текущие оценки существенно превосходят заложенный в наш оптимистичный сценарий таргет \$52 за акцию. IPO Reddit стало первым крупным размещением бумаг социальной сети после Pinterest в 2019 году и послужило важным индикатором интереса инвесторов не только к этому сегменту, но в целом к компаниям технологического сектора. Параллельно с выходом на биржу Reddit состоялось первичное размещение Astera Labs (ALAB), акции которой взлетели в цене почти в 2,4 раза с момента IPO.



Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



Инвестиционный обзор №291

29 марта 2024

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



# Обзор компаний малой капитализации



Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

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



**Geron Corp (GERN)** — разработчик противоонкологических препаратов, один из которых (для терапии одного из видов рака крови) в середине марта получил поддержку 12 из 14 членов экспертной комиссии FDA. Это дает основания прогнозировать выход Geron на коммерческий рынок и существенное расширение присутствия на нем в случае одобрения этого продукта. Аналитики предполагают, что в случае реализации этих прогнозов в ближайшие 12 месяцев выручка компании увеличится с \$0,2 млн до \$64,3 млн, а убыток на акцию к концу 2025 года сменится прибылью. Консенсус FactSet по акции GERN: \$5,08.



**Aspen Aerogels (ASPN)** — один из ведущих производителей высокоэффективной аэрогелевой изоляции, разработчик технологической платформы Aspen Technology Platform для оптимизации производительности и безопасности электромобилей, а также объектов энергетической инфраструктуры. Аналитики отмечают, что реализация потенциала роста индустрии по выпуску теплоизоляции может привести к значительному увеличению долгосрочной прибыли Aspen. Консенсус на 2024 год предполагает рост выручки компании на 52%, до \$362 млн, при сокращении убытка на акцию на 68,7%, до \$0,21. Консенсус FactSet по акции ASPN на горизонте 12 месяцев: \$20,7

## SoundHound AI

**SoundHound AI (SOUN)** — разработчик технологии распознавания речи для умного дома, заведений общепита и автомобилей. В числе клиентов компании такие гиганты, как Qualcomm, Toast, Block и Hyundai. Несмотря на высокую конкуренцию в сегменте технологий распознавания речи со стороны Apple, Amazon и Alphabet, SoundHound удерживает долю рынка, который оценивается в \$50 млрд. На ближайшие 12 месяцев мы прогнозируем рост выручки компании на 51,5%, до \$69,5 млн, при сокращении убытка на акцию до 30 центов. В случае продолжения текущих трендов в ИИ-секторе акции компании смогут реализовать значительный потенциал роста. Консенсус FactSet по акции SOUN на горизонте 12 месяцев: \$7,15.



**TransMedics Group (TMDX)** занимается разработкой и коммерциализацией систем для продления сроков сохранения органов пригодными для трансплантации за счет решения проблем соблюдения оптимальных для их хранения температур. Акции компании являются интересной идеей для инвестиций с учетом трендов на более раннюю диагностику ряда тяжелых хронических заболеваний и увеличение востребованности операций по пересадке органов. Консенсус на 2024 год предполагает рост выручки TransMedics на 52%, до \$366,8 млн, с сокращением убытка на акцию на 88%, до 9 центов. Консенсус FactSet по бумаге TMDX на горизонте 12 месяцев: \$100,2.



# Инвестиционная идея

## PDD Holdings. E-commerce: китайский

### вариант

Существенно недооцененные акции PDD привлекательны для инвестиций с целью \$170

PDD Holdings — основанная в 2015 году китайская компания, управляющая мобильными платформами электронной коммерции Pinduoduo в КНР и Temu за рубежом. Компания предлагает широкий ассортимент продуктов и услуг, используя инновационную модель групповых покупок, и уделяет особое внимание развитию продаж продукции мелких фермерских хозяйств. Акции PDD интересны для инвестиций с целевой ценой \$170.

#### Причины для покупки

**Сильные финансовые результаты.** Отчетность PDD Holdings за четвертый квартал оказалась успешной. Выручка превзошла консенсус на 11,3%, чистая прибыль превысила ожидания на 54,6%. При этом руководство компании отметило развитие положительных тенденций на рынках присутствия благодаря улучшению настроений потребителей и заявило, что намерено и далее следовать принятой стратегии. Котировки PDD отреагировали на публикацию ростом на 16%, но к концу торгов в день релиза скорректировались почти на ту же величину, а на следующий день упали на 7,5% без каких-либо фундаментальных причин. Учитывая наиболее сильные позиции среди основных конкурентов и уверенное улучшение финансовых показателей, действия инвесторов можно охарактеризовать как нерациональные. Текущие уровни котировок PDD значительно ниже справедливых, и акции компании привлекательны для покупки.

**Позитивные тренды в китайской экономике.** Последние макро-данные по КНР указывают на возможное начало восстановления спроса. Статистика потребления в новогодние праздники оказалась сильнее ожиданий. Например, объем туристических поездок и посещаемость досуговых мероприятий в этот период увеличились на 60–70% г/г. В то же время покупатели продолжают отдавать предпочтение недорогим покупкам и не стремятся наращивать сред-

ний чек. Это положительно отразится на продажах доступных по цене товаров второй необходимости, которые составляют основной ассортимент PDD. Выше ожиданий оказались и данные деловой активности, экспорта и импорта, промпроизводства и инфляции. Вместе с готовностью китайских властей расширить поддержку внутреннего спроса это может положительно сказаться на секторе электронной коммерции в Китае, одним из основных игроков которого является PDD.

**Перспективы международной экспансии.** Пессимизм инвесторов в отношении будущего бизнеса PDD в последние месяцы провоцировали публикации СМИ о возможном давлении на выручку тарифных ограничений США на товары из Китая и о замедлении роста продаж Temu. Однако в ассортимент компании не входит продукция, которая является предметом торговых войн между КНР и США. Затраты Temu на маркетинг в четвертом квартале, по данным Sensor Tower, позволили компании занять пятое место среди онлайн-маркетплейсов по объему цифровой рекламы. Действенность этой стратегии в том, что она позволяет наращивать выручку быстрее затрат на маркетинг и улучшать операционную маржу, которая у PDD значительно выше, чем у конкурентов.

**Техническая картина.** В начале марта котировки PDD вышли вниз за пределы двух стандартных отклонений полос Боллинджера и сейчас находятся в середине формируемого ими канала. Кроме того, цена оттолкнулась от нижнего уровня поддержки растущего параллельного канала, прослеживаемого с начала 2022 года. Индикатор RSI не находится в зоне перекупленности, что может означать продолжение роста в ближайшее время. Дополнительным позитивным драйвером для бумаг PDD способно выступить продолжение разворота индекса Hang Seng, ранее находившегося в зоне перепро-данности на долгосрочном уровне сопротивления, на фоне мер государства по поддержке рынка акций и сильной макростатистики.

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



Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

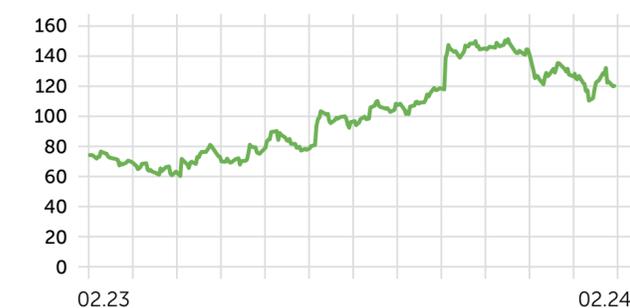
[ffin.global](http://ffin.global)



Тикер	PDD
Цена акций на момент анализа	\$122,99
Целевая цена акций	\$203,01
Потенциал роста	65,07%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
PDD	0,6%	(0,6%)	(6,6%)	(14,9%)	62,7%
S&P 500	(0,1%)	2,3%	2,9%	10,1%	32,9%
Russell 2000	(1,3%)	1,6%	2,9%	1,9%	20,0%
DJ Industrial Average	(0,8%)	2,0%	1,0%	5,6%	23,2%
NASDAQ Composite Index	0,2%	2,9%	2,4%	9,6%	40,8%

#### Динамика котировок PDD, \$



# Инвестиционная идея

Финансовые показатели, \$ млн	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Выручка	14 567	19 389	34 952	50 681	68 166	81 799	94 069	103 476	112 789
Основные расходы	5 040	4 672	12 946	20 019	28 289	35 583	42 801	48 116	53 575
Валовая прибыль	9 528	14 716	22 006	30 662	39 877	46 217	51 268	55 360	59 214
SG&A	8 458	10 201	13 721	20 019	26 926	32 311	36 217	39 838	43 424
EBITDA	1 301	4 921	0	10 323	14 118	15 670	17 020	17 774	18 316
Амортизация и проч.	232	406	0	-321	1 167	1 765	1 969	2 253	2 526
ЕБИТ	1 069	4 515	8 285	10 643	12 952	13 906	15 051	15 521	15 790
Процентные и прочие доходы	-284	-586	-1 439	-1 562	-2 730	-3 548	-3 795	-4 712	-5 624
ЕВТ	1 466	5 408	10 145	12 205	15 681	17 454	18 846	20 233	21 414
Налоги	300	702	1 673	1 831	2 352	2 618	2 827	3 035	3 212
Чистая прибыль	1 166	4 707	8 473	10 375	13 329	14 836	16 019	17 198	18 202
Dilluted EPS	\$0,84	\$3,26	\$5,81	\$6,87	\$8,54	\$9,13	\$9,54	\$9,91	\$10,15
DPS	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00

Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

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



Анализ коэффициентов	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
ROE	39%	32%	29%	24%	20%	18%	16%
ROA	20%	16%	14%	14%	13%	12%	11%
ROCE	37%	32%	28%	22%	19%	16%	13%
Выручка/Активы (x)	0,71x	0,62x	0,65x	0,73x	0,69x	0,65x	0,61x
Коэф. покрытия процентов (x)	1334,46x	865,39x	1060,62x	1022,32x	1106,51x	1141,09x	1160,87x

Маржинальность, в %	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Валовая маржа	65%	76%	63%	61%	59%	57%	55%	54%	53%
Маржа по EBITDA	9%	25%	0%	20%	21%	19%	18%	17%	16%
Маржа по чистой прибыли	8%	24%	24%	20%	20%	18%	17%	17%	16%

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



Инвестиционный  
обзор №291  
29 марта 2024  
[ffin.global](http://ffin.global)



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Стоп-лосс	Рекомендация
PDD	PDD Holdings	Интернет- и прямая розничная торговля	159 563	2024-03-26	120,1	170	26.03.2025	42%	100	Покупать
AVGO	Broadcom Inc.	Полупроводники и оборудование	617 041	2024-03-12	1331,5	1550,0	12.03.2025	16%	1100	Покупать
BMRN	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Биотехнологии	16 554	2024-02-13	87,7	115	12.02.2025	31%	79	Покупать
FI	Fiserv, Inc.	Финансовые услуги	93 679	2024-02-13	158,7	159,0	12.02.2025	0%	139	Держать
SPG	Simon Property Group, Inc.	Инвестиционные трасты недвижимости	49 102	2024-01-26	150,7	160,0	25.01.2025	6%	135	Держать
HAL	Halliburton Company	Нефтегаз	34 100	2024-01-16	38,3	43,0	15.01.2025	12%	32,4	Покупать
GM	General Motors Company	Автомобилестроение	50 795	2024-01-30	44,0	45,0	29.01.2025	2%	35,7	Держать
CROX	Crocs, Inc.	Одежда и предметы роскоши	8 473	2023-10-27	140,1	131,0	26.10.2024	-6%	100	Фиксировать позицию
SBUX	Starbucks Corporation	Гостиницы, рестораны и досуг	102 306	2024-02-06	90,4	114,0	05.02.2025	26%	89	Покупать
KHC	Kraft Heinz Company	Продукты питания	44 120	2023-09-29	36,4	44,0	28.09.2024	21%	34	Покупать
FTNT	Fortinet, Inc.	Программное обеспечение	51 466	2023-09-15	67,5	75,0	14.09.2024	11%	65	Покупать
BIDU	Baidu Inc Sponsored ADR Class A	Информационные технологии	31 730	2023-08-18	103,7	180,0	17.08.2024	74%	87,5	Покупать
BIIB	Biogen Inc.	Биотехнологии	30 819	2023-11-09	212,0	300,0	08.11.2024	41%	195	Покупать
AAL	American Airlines Group Inc.	Авиалинии	9 769	2024-01-30	14,9	20,0	29.01.2025	34%	10,7	Покупать
DG	Dollar General Corporation	Торговля потребительскими товарами	33 096	2023-12-12	150,7	144,0	11.12.2024	-4%	129	Держать
AMZN	Amazon.com, Inc.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 852 070	2024-02-01	178,3	200,0	31.01.2025	12%	155	Покупать
LAZR	Luminar Technologies, Inc. Class A	Электронное оборудование, приборы и компоненты	549	2024-02-13	1,7	7,7	12.02.2025	355%	2,05	Покупать
INCY	Incyte Corporation	Биотехнологии	12 697	2023-07-25	56,6	82,0	24.07.2024	45%	49	Покупать

Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

Для компаний Live Nation Entertainment (LYV) и Luminar Technologies (LAZR) в качестве целевой цены представлен консенсус FactSet.  
Компания Dish Network Corp. (DISH) исключена в связи с объединением бизнеса с EchoStar Corporation.  
Компания Peloton Interactive (PTON) исключена в связи с исчерпанием потенциала роста.

# Опционная идея

## PUT CREDIT SPREAD ON LULU



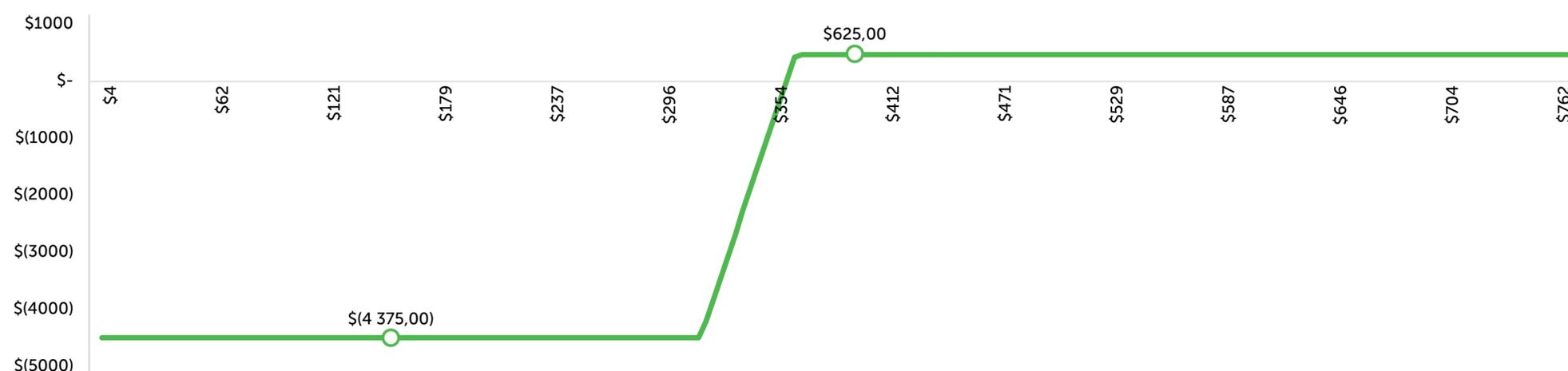
### Инвестиционный тезис

**Lululemon Athletica Inc.** — канадский продавец спортивной одежды и аксессуаров со штаб-квартирой в Британской Колумбии, зарегистрированный в Делавэре, США. Компания была основана в 1998 году как розничная сеть по продаже одежды для йоги. Позднее ассортимент компании расширился за счет спортивной и повседневной одежды, аксессуаров и средств личной гигиены. На конец прошедшего финансового года в сети Lululemon было 711 магазинов. Выручка и прибыль на акцию за четвертый квартал 2023 года превысила консенсус, тем самым продолжилась тенденция, наблюдавшаяся на протяжении 14 предыдущих отчетных периодов. Однако гайденс менеджмента был ухудшен из-за указанных им негативных тенденций. В результате котировки LULU продемонстрировали сильнейшее за много лет однодневное падение.

Результаты компании мы оцениваем позитивно. Рост ее выручки немного замедлился по сравнению с показателями ряда предыдущих кварталов, но по-прежнему измеряется двузначными числами в Северной Америке, а за ее пределами превышает 50%. План по удвоению выручки реализуется в соответствии с намеченными сроками.

Резкое падение акций LULU, по нашему мнению, было в первую очередь обусловлено чрезмерно завышенными ожиданиями инвесторов. Из-за высокого уровня котировок в четвертом квартале объем buy back сократился на 80%. Мы считаем, что потенциал падения в акциях эмитента еще не исчерпан, однако активизация обратного выкупа может оказать им поддержку, поэтому к 17 мая, по нашим расчетам, котировки LULU будут выше \$370.

### 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
LULU	Покупать	PUT \$320	17.05.2024	0,850	\$(625,00)	-0,042	0,002	0,143	-0,038	31,89%	59%	39%	37%	35%
	Продавать	PUT \$370	17.05.2024	7,100		-0,275	0,009	0,509	-0,112	26,94%				

### Параметры сделки

Продажа	Put Credit Spread on LULU
Страйки	Long PUT 320; Short PUT 370
Покупка	+LULU*E5H320
Продажа	+LULU*E5H370
Дата экспирации	17.05.2024
Маржинальное обеспечение	\$5000
Максимальная прибыль	\$625
Максимальный убыток	\$(4375)
Ожидаемая прибыль	13%
Точка безубыточности	\$364

### Управление позицией

Если 17 мая, в день экспирации, цена базового актива окажется выше цены проданного опциона put, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$625. При цене базового актива в диапазоне \$320–370 убыток будет варьироваться, при этом необходимо продать эквивалентное количество лотов (100 акций) LULU для закрытия позиции в момент экспирации. Если базовый актив будет котироваться ниже купленного опциона put, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$4375. В позицию необходимо заходить до 17 апреля включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

# IPO Centuri Holdings

## Пополнение в коммунальной индустрии

22 марта заявку на IPO подал поставщик услуг коммунальной инфраструктуры Centuri Holdings. Среди андеррайтеров размещения UBS Investment Bank, BofA Securities, J.P. Morgan, Wells Fargo Securities

### Чем интересна компания?

- **О компании.** Centuri — один из ведущих поставщиков услуг коммунальной инфраструктуры в Северной Америке с более чем 110-летней историей. Компания оперирует в 43 штатах США и двух провинциях Канады. В базе Centuri более 400 клиентов, среди которых крупнейшие электроэнергетические, газовые и комбинированные коммунальные корпорации Северной Америки, в том числе American Electric Power, Enbridge, Entergy, Exelon, NiSource, National Grid, Sempra Energy и Southern Company. Основное направление деятельности Centuri — модернизация коммунальной инфраструктуры с целью минимизации риска утечек газа, выбросов метана из газопроводов, а также защита электросетей от воздействия

окружающей среды. В результате реализации этих мер компания повышает общую безопасность, надежность и устойчивость энергетических сетей Северной Америки.

- **Потенциальный рынок.** По расчетам C Three Group, капитальные затраты североамериканских газовых компаний в 2023 году составили \$40 млрд. По данным Edison Electric Institute, общие затраты крупнейших электроэнергетических компаний США с \$74 млрд в 2010 году увеличатся до \$168 млрд в 2025-м.
- **Финансовые показатели.** В 2022 году выручка Centuri увеличилась на 28%, в 2023-м ее рост замедлился до 5%. EBIT-маржа с 4% в 2021 году сократилась до -4% и -3% в 2022–2023-м. Доля долга компании в совокупных активах на конец прошлого года составляла 47%.

### Обзор перед IPO



Эмитент	Centuri Holdings
Тикер	CTRI
Биржа	NYSE
Андеррайтеры	UBS Investment Bank, BofA Securities, J.P. Morgan, Wells Fargo Securities.



## KASE штурмует высоту 5000

Основной бенчмарк вплотную подошел к психологически важной отметке 5000 пунктов, сохраняя возможность роста до начала дивидендного сезона

За последние две недели основной индекс казахстанского фондового рынка вырос лишь на 0,3%. Это объясняется его приближением к психологически значимому уровню сопротивления на отметке 5000 пунктов. К тому же, как мы отмечали ранее, бенчмарк выглядел локально перекупленным, поэтому его умеренная динамика была закономерна.

Временной отрезок с 15 по 18 марта был очень щедрым на релизы финансовой отчетности компаний. У акций Air Astana завершился длившийся 40 дней после IPO «тихий период». Казмунайгаз зафиксировал в отчете уверенный приток денежных средств даже в условиях негативной динамики в ценах на нефть в 2023 году. Чистая прибыль Народного банка в четвертом квартале снизилась из-за увеличения расходов, несмотря на параллельный рост выручки. Однако прошлый год в целом выдался для банка удачным, что дало основание для повышения таргета по его акции до 270 тенге. Казатомпром отчитался

уверенным увеличением выручки, хотя прогнозы на 2024 год оказались несколько консервативнее, чем общерыночные ожидания. Потенциал роста входящих в KASE бумаг без учета акций БЦК и Kcell мы оцениваем в среднем в 17%.

Глубокую коррекцию после недавней уверенной позитивной динамики продемонстрировал Банк Центркредит (-9,9%). Выше других поднялись цены ADS Kaspi, что полностью оправдало наши ориентиры, отраженные в инвестиционной идее прошлого обзора.

На валютном рынке было спокойно. Котировки USD/KZT перестали снижаться и вошли в боковой тренд, сформировав фигуру «треугольник». По всей видимости, чистые продажи Нацфонда в объеме \$200–300 млн позволят паре завершить сезонно слабый март без значимых изменений. Для дальнейших прогнозов необходима информация о планах валютных интервенций монетарных властей на апрель.

### Ожидания и стратегия

KASE подает сигналы к продолжению движения вверх после недолгой консолидации и намерен закрепиться выше 5000 пунктов. Для успешного достижения этой цели у бенчмарка есть как фундаментальные, так и технические предпосылки, однако времени может оказаться недостаточно. Ближе к началу мая стартует сезон дивидендов, когда инвесторы распродают акции после закрытия реестра на получение выплат. В то же время после окончания данного сезона, к середине июля — началу августа, покупатели вновь активизируются, поэтому спад акций в первой половине лета создает удачный момент для открытия длинных позиций.

Мы считаем наиболее интересными для инвестиций акции Air Astana, Казатомпрома и Казмунайгаза, которые ранее отставали от широкого рынка, но имеют шансы на разворот вверх, в том числе на фоне выхода успешной отчетности. На наш взгляд, котировки банковского сектора достигли своих локальных пиков. Это прослеживается по динамике акций Народного банка и БЦК, к которым вполне могут присоединиться бумаги Kaspi.kz.

### Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	12.03.24	26.03.24	
Индекс KASE	4 990,28	5 004,94	0,3%
Kaspi (ADS)	109,84	123,89	12,8%
Kaspi (KASE)	47 885,00	53 850,00	12,5%
Казатомпром (GDR)	39,30	39,50	0,5%
Kcell (KASE)	3 119,99	3 134,00	0,4%
Казатомпром (KASE)	18 310,63	18 311,13	0,0%
Казахтелеком (KASE)	35 553,57	35 449,00	-0,3%
Казмунайгаз (KASE)	12 000,05	11 919,00	-0,7%
KEGOC (KASE)	1 492,77	1 482,10	-0,7%
Казтрансойл (KASE)	850,79	842,50	-1,0%
Халык Банк (GDR)	18,14	17,68	-2,5%
Халык Банк (KASE)	217,65	210,40	-3,3%
Банк Центр-Кредит (KASE)	1 702,00	1 534,00	-9,9%



# Рынок Казахстана

## Важные новости

- **Kaspi.kz провела делистинг на LSE.** ADS и GDR финтех-компании перестали обращаться на Лондонской фондовой бирже 25 марта. ГДР клиентов автоматически были переведены на NASDAQ, где сейчас торгуются ADS. Мы считаем, что на американской площадке в этих бумагах увеличится ликвидность, что обеспечит более органичную динамику их котировок.
- **S&P Global Ratings улучшило прогноз для пяти банков Казахстана.** Международное рейтинговое агентство сохранило для этих финансово-кредитных учреждений оценки по международной шкале, но повысило — по национальной. Прогноз был пересмотрен со «стабильного» до «позитивного». Это произошло в связи с улучшением качества активов и регуляторного надзора.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



# Инвестиционная идея

## Air Astana. Летная погода

После завершения «тихого периода» для Air Astana и появления инвестиционных рекомендаций вероятно повышение торговых оборотов в ее акциях

### Причины для покупки:

- Уверенный рост операционных и финансовых показателей. Группа «Эйр Астана», занимающаяся авиаперевозками и владеющая брендами Air Astana и FlyArystan, в последние годы демонстрирует стабильное улучшение результатов — как операционных, так и финансовых. Пассажиропоток группы за 2019–2023-й вырос на 58%. Особенно сильную позитивную динамику показывает лоукостер FlyArystan пассажиропоток которого за те же пять лет увеличился на 418%. Группа планирует расширить авиапарк к 2028 году с текущих 47 до 80 лайнеров, что позитивно скажется на ее дальнейших результатах. Низкая себестоимость позволяет группе опережать сектор по темпам роста рентабельности EBITDAR, которая у Эйр Астана находится в пределах 26–29% с 2021 года. Столь высокий уровень маржинальности позволяет авиаперевозчику генерировать крупные денежные потоки, на основании которых в соответствии с анонсированной дивидендной политикой будет распределяться прибыль

среди акционеров. Развитие отрасли гражданских авиаперевозок в Казахстане и расширение авиапарка будут способствовать как дальнейшему увеличению денежных потоков Эйр Астана, так и повышению ее потенциального дивиденда.

- Лидерство в активно развивающейся отрасли. Немаловажным драйвером роста бизнеса Эйр Астана выступает интенсивное развитие всего сектора авиаперевозок в Казахстане. Пассажиропоток в стране по итогам 2023 года увеличился на 54% г/г. Международная ассоциация воздушного транспорта (IATA) к 2027-му прогнозирует его удвоение за счет восстановления зарубежных рынков и дальнейшего развития сегмента лоукостеров. Доля Эйр Астана на внутренних направлениях составляет 67%, а на международных маршрутах (без учета России) компания занимает 45% рынка. В плане себестоимости (по показателю «пассажиро-километр») группа сохраняет высокую конкурентоспособность на международном уровне.



### АО «Эйр Астана»

Тикер на KASE	AIRA
Цена на момент анализа	1 073 KZT
Целевая цена	1 600 KZT
Потенциал роста	49%

### Динамика акций AIRA на KASE



# Рынок Узбекистана

## Регулятор настроен «по-ястребиному»

На фоне сохранения ключевой ставки на уровне 14% годовых основной индекс фондовой биржи РУз торговался в боковике

Tashkent Stock Market Index (TSMI) в последние две недели не продемонстрировал значительных изменений и завершил период на отметке 894,89 пункта. Объем торгов компонентами индекса снизился на 1,1%, до 1,3 млрд сумов.

В аутсайдерах остаются акции Биохимического завода (БИОК), упавшие на 11,36% за рассматриваемый период и потерявшие уже 26,64% стоимости с начала года. Также хуже рынка выглядели Узтелеком (UZTL) и Кизилкумцемент (QZSM), опустившиеся в цене более чем на 6% каждый — до 2145 и 4000 сумов соответственно.

Из эмитентов, закрывшихся в зеленой зоне, выделим УзАвто Моторс (UZMT). Его акции с начала года подорожали на 1,54%, до 71 тыс. сумов. Мы связываем позитивную динамику котировок автоконцерна с подписанием инвестиционного соглашения с BYD об организации производства электрических и гибридных авто, а также комплектующих к ним на площадках УзАвто. Помимо очевидных выгод для компании, это позволит остановить неупорядоченный импорт электромобилей в страну. Несмотря на снижение котировок на незначительные 0,89%, Ипотека-банк (IPTB) с начала года прибавил в цене 12,12%, до 1,11 сума за акцию.

### Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем к **покупке** акции Ипотека-банка (IPTB) с целью 1,38 сума и Кизилкумцемента (QZSM) с таргетом 4487 сумов.
- **Держать** советуем акции Узтелекома (UZTL) и Хамкорбанка (НМКВ) с целевыми ценами 33,5 сума и 6870 сумов соответственно.



### Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	12.03.24	26.03.24	
TSMI Index	900,79	894,89	-0,65%
URTS	16 200,00	16 499,08	1,85%
IPTB	1,12	1,11	-0,89%
НМКВ	29,21	29,90	2,36%
UZMK	5 979,00	5 799,00	-3,01%
БИОК	22 000,00	19 500,00	-11,36%
QZSM	2 570,00	2 415,00	-6,03%
KVTS	1 650,00	1 656,00	0,36%
UZIR	17 011,00	16 816,80	-1,14%
UZMT	69 949,00	71 000,00	1,50%
UZTL	4 500,00	4 220,00	-6,22%

### Новости экономики

- Узбекистан продолжает приватизацию банков. По данным Fitch, к концу 2025 года планируется передача в собственность иностранных инвесторов как минимум **Узпромстройбанка (SQBN) и Асакабанка**, что увеличит долю негосударственных кредитных организаций в республике с 32% до 60%. В то же время уложиться в обозначенные временные рамки могут помешать устойчивые операционные риски банков: доля невозвратных кредитов по всему банковскому сектору Узбекистана по итогам 2023 года превысила 10% общего объема займов, по оценкам Fitch, она продолжит расширяться и в 2024-м.
- **Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АБИИ)** выделит правительству Узбекистана кредит на сумму \$670 млн для стимулирования проведения реформ и либерализации экономики. В качестве заемщика выступит Министерство экономики и финансов, которое профинансирует реализацию программ формирования рынков, усовершенствования управления фискальными рисками, поддержки социальной интеграции и экологической устойчивости.
- **ЦБ Республики Узбекистан** по итогам заседания 14 марта сохранил ключевую ставку на уровне 14% годовых. Несмотря на замедление общей инфляции с начала года до 8,3%, регулятор в своем пресс-релизе отметил значительное ускорение роста цен на услуги из-за усиления спроса и повышения тарифов. Увеличение объема инвестиций в сервисный сегмент экономики сопровождается повышением объемов импорта, что может создать дефицит торгового баланса. Также отмечается высокая активность на рынке труда, стимулирующая инфляцию. Прогноз Нацбанка по показателю на текущий год — диапазон 8–9%, а для достижения таргета 5% требуется продолжение жесткого курса монетарной политики.

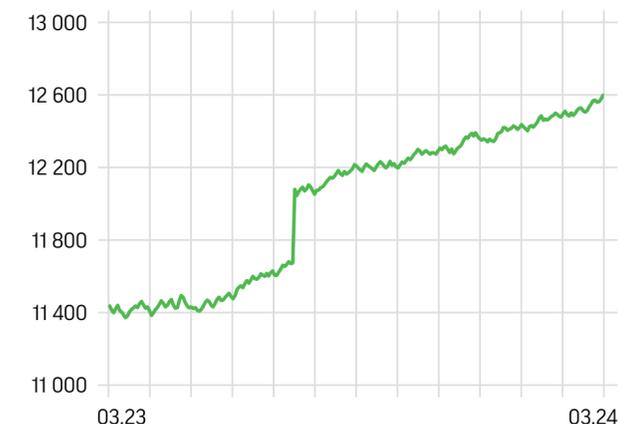
### Новости компаний

- По итогам годового общего собрания акционеров УзРТСБ (URTS), состоявшегося 19 марта, было решено направить 85% прибыли (194,9 млрд сумов, или 2600 на акцию) на выплату дивиденда, что предполагает доходность 14,96%. Еще 4% (9,2 млрд сумов) составит вознаграждение участников формирования финансовых результатов и органов управления. Оставшиеся 11% (25,1 млрд сумов) пойдут на дальнейшую капитализацию биржи.
- Финтех **Uzum (UZUM)** привлек инвестиции на сумму свыше \$100 млн, став первой в истории Узбекистана высокотехнологической компанией, оцененной более чем в \$1 млрд. Полученные средства будут направлены на развитие инфраструктуры и фондирование собственного сервиса рассрочки (BNPL). Сейчас экосистема Uzum объединяет e-commerce, финтех и банковские сервисы: маркетплейс, сервис экспресс-доставки, классический и цифровой банки, BNPL-сервис, платформу для покупки автомобилей. Иностранные инвесторы продолжают видеть потенциал в Узбекистане, как относительно небольшом, но быстро растущем рынке.
- По итогам 2023 года чистая прибыль **Ферганского нефтеперерабатывающего завода (ФНПЗ)** увеличилась более чем в 24 раза, достигнув 469,6 млрд сумов. Основным драйвером резкого роста этого показателя стало увеличение доходов от курсовых разниц. В то же время выручка компании снизилась на 20%, до 1,6 трлн сумов. После масштабных работ по модернизации и реконструкции предприятия инвесторами, выкупившими государственную долю в мае 2022 года за \$100 млн, долгосрочные перспективы этого бизнеса выглядят многообещающими. На это указывают и положительные результаты активного процесса приватизации других государственных активов.

### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



### Динамика USD/UZS, 1 год



Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

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



# Рынок Германии

## DAX заряжен оптимизмом

Основными драйверами роста котировок во второй половине марта стали данные инфляции в США и ожидания активного смягчения монетарных условий

С 11 по 15 марта восходящий тренд на фондовых площадках Германии с обновлением DAX исторических максимумов продолжился. Основной биржевой индекс вырос на 0,7%, до 17 937 пунктов. Главной движущей силой для рынка стали февральские данные инфляции в США, на которые котировки отреагировали максимальным за неделю ростом, так как базовый индекс потребительских цен поднялся на 3,8% после 3,9% месяцем ранее. Именно динамика инфляции без учета волатильных компонентов продовольствия и энергоносителей выступает ключевым индикатором для ФРС. Давление на немецкие фондовые площадки оказало снижение акций Volkswagen на 6% на фоне публикации гайденса по продажам, предполагающего замедление их роста в текущем году до 3%, что значительно хуже динамики за 2023-й. Еще важной темой недели стало подтверждение планов ЕЦБ снизить ставку в июне, а также намеки монетарных властей о том, что до конца года ДКП может быть скорректирована два или три раза.

С 18 по 22 марта DAX прибавил 1,5%, надежно закрепившись выше 18 000 пунктов. Позитивную динамику обусловили новости с заседания ФРС. Глава американского регулятора Джером Пауэлл подтвердил планы в отношении смягчения ДКП,

несмотря на несколько превышающую консенсус инфляцию. При этом были улучшены прогнозы экономического роста. Важной для рынков новостью стала публикация предварительного индекса деловой активности (PMI) за март. В Германии зафиксирован рост этого индикатора с 46,3 до 47,4 пункта при консенсусе Reuters на уровне 47 пунктов. PMI сектора услуг поднялся с 48,3 до 49,8 пункта, указывая на улучшение настроений бизнеса, что может оказаться позитивным опережающим индикатором для фондового рынка. Похожий тренд выявило ежемесячное исследование Ifo, по данным которого настроения бизнеса улучшились до 87,8 пункта при ожиданиях на уровне 86.

В связи с предстоящими пасхальными каникулами в Европе в целом и Германии в частности ждем некоторого снижения торговой активности. Динамику торгов будут во многом определять данные инфляции за март, которые выйдут 2 апреля. Консенсус предполагает замедление ее роста с 2,5% до 2,4% годовых. Также в первые дни апреля появятся уточненные данные индекса деловой активности (PMI), а 8-го числа выйдет статистика экспорта и промпроизводства в Германии.

### Ожидания и стратегия

Индекс DAX продолжает обновлять исторические максимумы и приближается к 18 500 пунктам. В то же время бенчмарк превысил верхнюю границу тренда от начала января 2023 года, поэтому не исключена локальная коррекция в случае отката к 18 200 пунктам. При уверенном продолжении движения к отметке 18 800 перед DAX открывается дорога к 20 000 пунктам.

### Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	08.03.24	22.03.24	
DAX Index	17 814,51	18 205,94	2,2%
ZAL GR Equity	19,02	24,55	29,1%
ECV GR Equity	13,99	16,89	20,8%
EBK GR Equity	61,60	74,20	20,5%
RDC GR Equity	120,25	143,90	19,7%
RHM GR Equity	423,10	501,80	18,6%
ENR GR Equity	14,07	16,43	16,8%
P911 GR Equity	82,02	93,70	14,2%
DHER GR Equity	23,87	27,08	13,4%
CBK GR Equity	11,07	12,48	12,7%
JUN3 GR Equity	30,94	34,86	12,7%
FPE GR Equity	32,20	35,90	11,5%
DBK GR Equity	12,75	14,13	10,8%
HEI GR Equity	89,44	98,96	10,6%



# Рынок Германии

## Важные новости

- Предварительная оценка зафиксировала рост PMI Германии. Общий индекс в марте повысился с 46,3 до 47,4 пункта, однако девятый месяц подряд остается в отрицательной зоне (ниже 50 пунктов). Производственный индикатор опустился с 42,5 до минимума за пять месяцев на отметке 41,6 при прогнозе роста до 43,1 пункта.
- Главные исследовательские институты снизили ориентиры в отношении ВВП Германии. В консенсус на 2024 год закладывается рост показателя на 0,1%, притом что предыдущие прогнозы предполагали его повышение на 1,3%. Пересмотр оценок объясняется высокими ставками, слабым глобальным спросом и политической неопределенностью.
- Темп снижения индекса цен производителей в Германии за февраль опередил прогнозы. Показатель опустился на 4,1% г/г при консенсусе 3,8%. Дефляция продолжается восьмой месяц подряд за счет снижения цен на энергоносители на 10% г/г.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



# Инвестиционная идея

## Zalando SE. С обновочкой!

Инвестиционную привлекательность акций ZAL увеличивает презентация новой стратегии развития и анонсированная программа buy back

### Причины для покупки:

- **Стратегия развития бизнеса до 2028 года.** Онлайн-площадка для торговли брендовой одеждой и обувью Zalando планирует увеличивать валовый объем товаров (GMV) и выручку на 5–10% ежегодно в течение следующих пяти лет. Цель по скорректированной EBIT в процентах от выручки к 2028 году — 6–8%. Компания ведет бизнес по моделям B2C и B2B и стремится в долгосрочной перспективе занять 15% европейского рынка моды, стоимость которого оценивается в 450 млрд евро. В 2023 году Zalando достигла целевых уровней по GMV и выручке, а также верхнего предела диапазона EBIT, хотя этот период выдался непростым для онлайн-продавцов одежды и обуви. GMV компании за прошлый год снизился на 1,1%, до 14,6 млрд евро, выручка сократилась на 1,9%, до 10,1 млрд евро, а скорректированная EBIT со 185 млн евро в 2022-м поднялась до 350 млн. В результате скор-

ректированная рентабельность EBIT увеличилась на 1,7 п.п., до 3,5%. Также компания утвердила программу обратного выкупа акций в объеме 100 млн евро.

- **Рекомендации инвестбанков.** Акции Zalando на сегодняшний день находятся в покрытии 32 инвестбанков, из которых рекомендацию «покупать» дают 22. В их числе DZ Bank AG Research (таргет: 29 евро), Baader Helvea (таргет: 30 евро), CaixaBank BPI (таргет: 41,7 евро), Morgan Stanley (таргет: 28 евро), Stifel (таргет: 37 евро) и Morningstar (таргет: 53 евро). Рейтинг «держат» по бумаге онлайн-продавца у семи инвестбанков, три рекомендуют продавать. Консенсус целевой цены по акции ZAL: 31,31 евро.

- **Техническая картина.** Акции ZAL пробили сопротивление на уровне 23 евро и подошли к следующему — на отметке 26 евро. В случае его пробоя возможен рост к 30 евро.

### Среднесрочная идея



Тикер на Xetra	ZAL
Текущая цена	€25,33
Целевая цена	€30
Потенциал роста	18,43%

### Динамика акций ZAL





# Рынок Армении

## Важные новости

### Новости экономики

Последние данные макростатистики подтверждают сохранение позитивного импульса экономики

- Экономическая активность в Армении за январь выросла на 16,3% г/г (январь-февраль: +13,6%) при прогнозе 10%. Показатель в промышленности увеличился на 36,4% г/г (январь-февраль: +29%) при консенсусе 23%, главным образом за счет ювелирной и табачной отраслей, которые демонстрировали признаки улучшения динамики с конца 2023 года. Повышение бизнес-активности также фиксируется у производителей алкогольных напитков, изделий из пластмассы, изготовителей мебели и поставщиков некоторых стройматериалов. Меры государственного стимулирования обеспечили рост экономической активности строительного сектора на 11,7% г/г (консенсус: +7,8%). Активное увеличение объемов производства вкупе с реэкспортом ювелирных изделий поддержали скачок экспорта, в результате чего торговый баланс в феврале достиг \$102,3 млн.
- Важной составляющей повышения деловой активности оставался сильный внутренний спрос. Розничные продажи в феврале выросли на 28,3% г/г (консенсус: +18,5%) благодаря как релокантам и туристам, так и гражданам республики. Средняя зарплата в Армении за декабрь выросла на 8% г/г, а инфляция за год ушла в отрицательную область. Ипотечный бум также поддерживает увеличение объема розничных продаж.

С учетом поступающих с начала года статданных считаем реалистичными прогнозы роста ВВП Армении по итогам текущего года на уровне 7–8% при поддержке более активного смягчения монетарных условий.

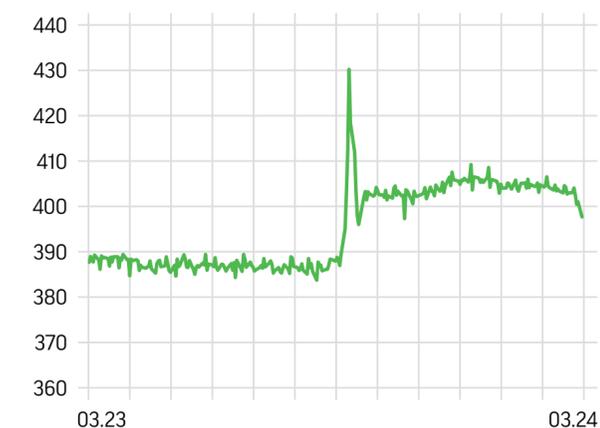
### Новости компаний

- По данным am.sputniknews, телеком-оператор Ucom планирует развертывание сети 5G на базе оборудования Nokia. Общие инвестиции в реализацию этого проекта могут составить \$25 млн.
- Платформа Activeloop, предназначенная для хранения больших массивов данных для обучения ИИ, привлекла финансирование серии A в размере \$11 млн от Streamlined Ventures, Y Combinator, Samsung Next, Alumni Ventures и Dispersion Capital.

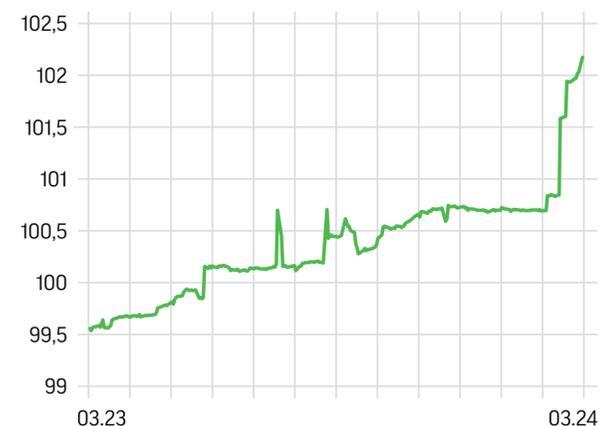
### Ожидания на предстоящие две недели

- Наиболее важным для динамики акций и облигаций будет релиз данных мартовской инфляции (консенсус: -0,9%, февраль: -1,7%). Прогнозы предполагают замедление дефляционных процессов. Более глубокое, чем ожидается, снижение показателя станет поводом для более активных действий ЦБ Армении по корректировке монетарных условий.
- Также в фокусе внимания участников торгов окажется статистика безработицы за четвертый квартал 2023-го (консенсус: 12%, предыдущее значение: 11,7%). Мы ожидаем, что в ситуации уверенного экономического роста и жесткого кадрового дефицита в РФ уровень занятости будет повышаться в течение 2024 года.

### Динамика USD/AMD, 1 год



### Индекс трехлетних корп. облигаций, 1 год



Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

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



## Время фиксировать прибыль

В ближайшие месяцы на биржах Эмиратов будет преобладать нейтральная динамика, поэтому длинные позиции есть смысл закрыть

- С 11 по 26 марта Dubai Financial Market (DFM) General Index снизился на символические 0,04%, S&P/Нawkamah UAE ESG Index (UAEESGI) вырос на 2,2%, а паевой фонд UAE, представляющий экспозицию на широкий рынок ОАЭ, подорожал на 3,5%. Позитивную динамику обусловил рост цен на нефть, составивший 4,5% на фоне решения ОПЕК+ продолжить ограничение добычи, а также в связи с сохраняющейся напряженностью на Ближнем Востоке.
- В лидерах роста по итогам марта остаются девелоперы. Акции Union Properties (P.J.S.C) (UPP-AE) за последние две недели поднялись на 18,1%, а за весь месяц прибавили более 40% на фоне уверенных квартальных результатов. Котировки Deyaar Development (P.J.S.C) (DEYAAR-AE) за две недели к 26 марта выросли на 10,2%. Уверенную динамику продемонстрировали котировки биржи Dubai Financial Market (DFM-AE), прибавившие с 11 по 26 марта 7,6% на фоне новостей о запуске первого биржевого фонда облигаций ОАЭ в странах Персидского залива самым близким конкурентом Abu Dhabi Securities Exchange (ADX). Участники рынка ожидают, что Dubai Financial Market может последовать примеру Abu Dhabi Securities, а запуск собственного фонда окажет позитивное влияние на объем торгов и выручку биржи.
- Индекс, отражающий доходность форвардной десятилетней ставки ОАЭ, повысился на 22 б.п., до 5,36%, при ключевой ставке 5,4%. Мы связываем эту динамику с запуском ликвидного ETF, который создал активный рынок в долговых инструментах, удерживаемых институциональными инвесторами. В результате этого, возможно, оказалось закрыто арбитражное окно, что повысило эффективность локальных рынков.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год



### Новости экономики

- Центральный банк ОАЭ с 1 по 3 апреля проведет аукцион по продаже четырех выпусков казначейских векселей (M-Bills) с дюрацией от 28 дней до года. Общий объем выпуска составит 29 млрд дирхамов (примерно \$7,9 млрд).
- ОАЭ заняли второе после США место по объемам инвестиций в «новые возможности» в различных секторах экономики. По словам генсека Совета международных инвесторов ОАЭ, Джамала Аль-Джарвана, государство постоянно расширяет инвестиционный портфель для обеспечения будущих поколений, при этом 72% зарубежных инвестиций приходятся на суверенные фонды, 18% — на государственные и квазигосударственные компании, 10% — на банки, семейные офисы и розничных инвесторов.
- По данным страховой компании SwissRe Group, более 7 млн жителей ОАЭ приняли участие в программе обязательного страхования от безработицы, запущенной в 2023 году. Компания рассчитывает на продолжение роста объемов страхования в течение 2024 года в связи с улучшением ситуации с занятостью в Эмиратах. Прогноз SwissRe в отношении ВВП и базового ИПЦ страны предполагает увеличение первого показателя на 4,2% г/г при замедлении роста второго до 2,5% благодаря ужесточению монетарных условий.

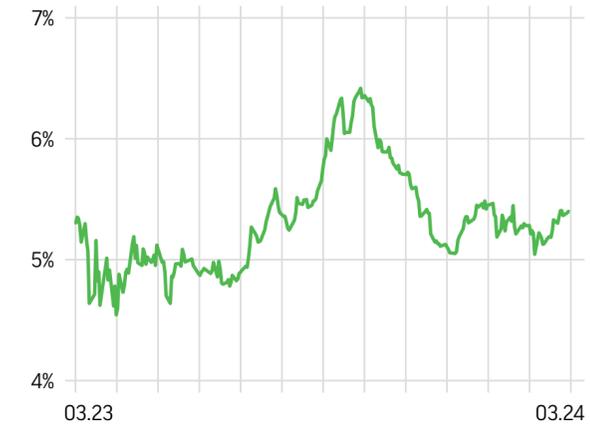
### Новости компаний

- Фонд Chimera JP Morgan UAE BOND UCITS ETF, первый ETF UCITS на государственные, квазигосударственные и корпоративные облигации ОАЭ в странах Персидского залива, провел листинг на бирже Абу-Даби ADX. Данный биржевой фонд сформирован из более 100 ликвидных облигаций, деноминированных в долларах США с объемом выпуска не менее \$500 млн (около 1,8 млрд дирхамов).

### Ожидания на предстоящие две недели

- Стоимость сырья, в первую очередь нефти, остается главным драйвером финансовых рынков стран Персидского залива. Котировки WTI превысили \$80 к концу марта. В этой связи мы пересматриваем наш прогноз с позитивного до нейтрального и рекомендуем фиксировать прибыль по активам ОАЭ. Предполагаем, что в апреле и мае фактор сезонности окажет давление на нефтяные цены и на фондовые площадки Эмиратов. При этом сохраняем позитивными оценки перспектив девелоперов ввиду продолжающегося восходящего тренда на рынке недвижимости, также прогнозируем рост котировок финансовых корпораций с учетом высоких процентных ставок.

### Доходность, Форвардная Ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



### Динамика USD/AED, 1 год



Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

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



# Новости Freedom Holding Corp.



## Freedom Holding Corp. финансирует расширение SDU University

В SDU University 26 марта состоялась закладка фундамента нового учебного блока, который будет построен при поддержке Freedom Holding Corp. В торжественной церемонии принял участие аким Алматинской области Марат Султангазиев.

На территории общей площадью свыше 5600 кв. м появится современный корпус, в котором, в частности, будет открыт Freedom Space с AI-лабораториями для робототехники, кибербезопасности, спортивного программирования и машинного обучения, где студенты смогут приобрести как теоретические знания, так и практический опыт.

Также в кампусе будет создан интерактивный центр финансовой грамотности, где будут доступны материалы экспертов Freedom Academy об основах инвестирования и трейдинга. Участники этого хаба смогут проводить исследовательскую работу в сфере финтех-инноваций и смежных областях. Здесь будут организовываться тематические мероприятия, конференции и семинары по различным направлениям экономики и финансов. Предусмотрены условия не только для продуктивной учебы, но и для комфортного отдыха.

Строительство объекта полностью спонсируется Freedom Holding Corp. через благотворительный фонд «Freedom Шапағат». Сумма финансирования составит 1,8 млрд тенге.

*«Freedom Holding вновь подтверждает свое стремление способствовать всестороннему росту и развитию настоящих и будущих поколений казахстанцев. Осознавая важность роли бизнеса в социальной жизни страны, в том числе в создании лучших образовательных условий, наш холдинг с большим энтузиазмом принимает участие в реализации проекта. Немаловажную роль в процессе обучения имеет качество инфраструктуры. Уверен, что построение нового блока SDU University усилит базу этого технического вуза, зарекомендовавшего себя как одного из лидеров по подготовке IT-специалистов высочайшего уровня, а также поможет существенно углубить знания его студентов в области финансов»,* — прокомментировал событие главный исполнительный директор Freedom Holding Corp. Тимур Турлов.



## Freedom Holding Corp. не придется согласовывать руководящий состав с АРРФР

14 марта 2024 года Freedom Holding получил процедурный отказ АРРФР в согласовании руководящих работников, в том числе Тимура Турлова как главного исполнительного директора холдинга.

Это было связано с тем, что одновременно в парламенте РК велась работа по внесению изменений в «Закон о банках», которые предусматривают, что требование по согласованию руководящих работников не будет распространяться на банковские холдинги, косвенно владеющие акциями банка через наличие в прямой собственности ценных бумаг банковского холдинга – резидента Республики Казахстан. После вступления в силу изменений (ориентировочно – в мае 2024 года) согласование руководящим работникам Freedom Holding Corp. не потребуется.

В этой связи необходимости в проведении согласования по руководящим должностям в соответствии с текущими законодательными нормативами, которые в ближайшее время утратят силу, менеджмент холдинга не усматривал.

Инвестиционный обзор №291

29 марта 2024

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



# Публичная Компания Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный  
обзор №291

29 марта 2024

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

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

## 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](https://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.