

№320 23 мая 2025

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Казахстан

Высота близка

Узбекистан

На повышенных
оборотах

Германия

На максимумах

Армения

Распродажи
продлены

ОАЭ

В погоне
за S&P 500

Фондовый рынок США

Страсти улеглись

Инвесторы пересмотрели вниз оценку вероятности рецессии из-за торговой войны, что стимулировало покупки

Инвестиции, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



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 все-сторонний 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

Фондовый рынок США. Страсти улеглись	2
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице	3
Самое главное. Покупаем американское!	4
Актуальные тренды. Обзор на 19 мая	5
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков	8
Обзор компаний малой капитализации	11
Инвестиционная идея.	
Johnson & Johnson. Жизненно важный бизнес	12
Текущие рекомендации по акциям	14
Опционная идея. CALL CREDIT SPREAD ON SHOP	15
IPO Voyager Technologies. Просто космос	16
Рынок Казахстана. Высота близка	17
Инвестиционная идея. Народный банк. Лови момент!	19
Рынок Узбекистана. На повышенных оборотах	20
Рынок Германии. На максимумах	22
Инвестиционная идея. Daimler Truck. Оптимизм рулит	24
Рынок Армении. Распродажи продлены	25
Рынок ОАЭ. В погоне за S&P 500	27
Новости Freedom Holding Corp.	29
Контакты	30

Фондовый рынок США

Страсти улеглись

Инвесторы пересмотрели вниз оценку вероятности рецессии из-за торговой войны, что стимулировало покупки

По состоянию на 20.05.2025

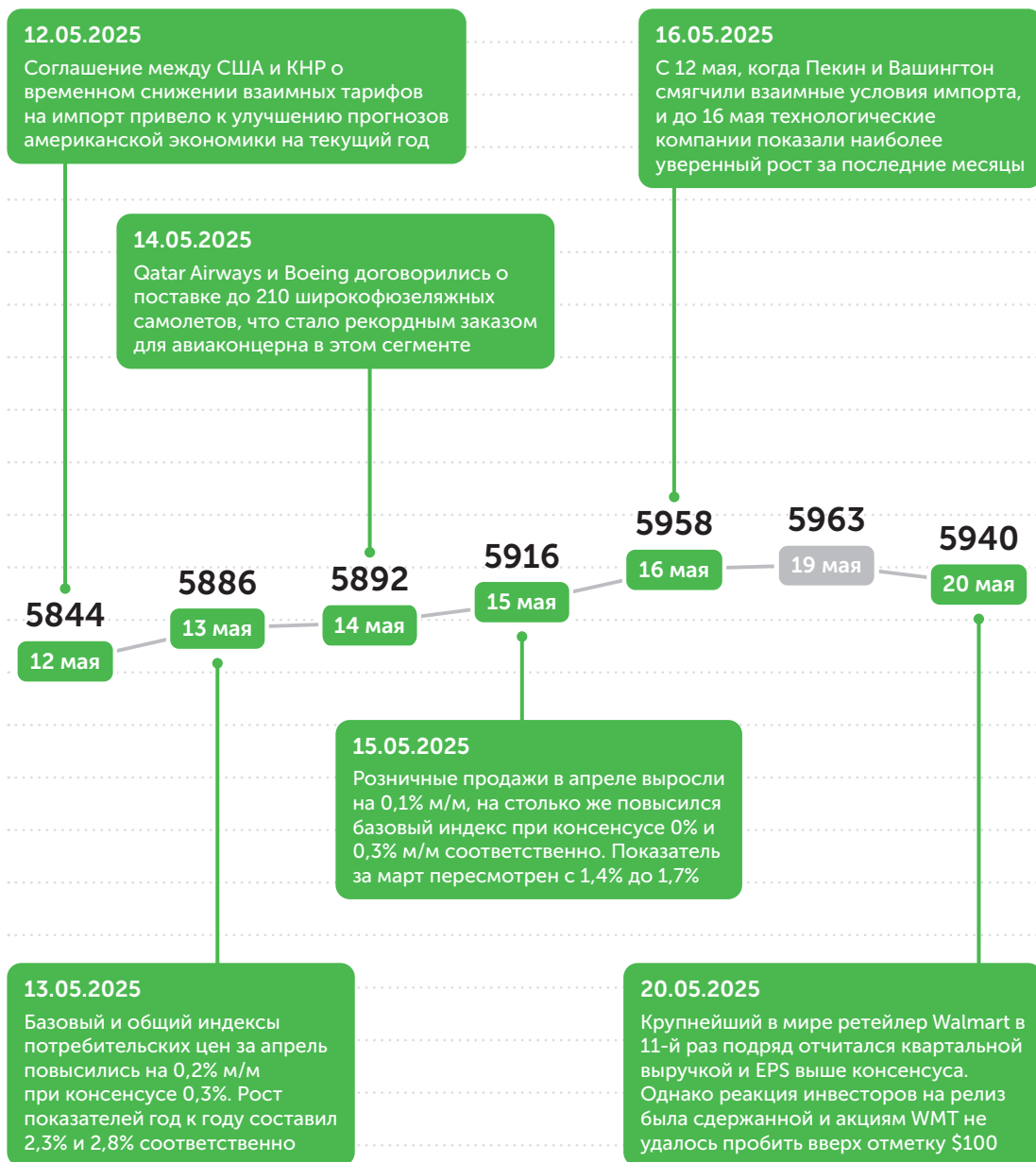


Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	5,29%	13,04%
QQQ	Индекс NASDAQ100	6,87%	17,41%
DIA	Dow Jones Industrial 30	3,43%	7,51%
UUP	Доллар	0,80%	2,20%
FXE	Евро	-1,00%	-2,16%
XLF	Финансовый сектор	3,47%	10,87%
XLE	Энергетический сектор	3,70%	7,25%
XLI	Промышленный сектор	5,64%	15,37%
XLK	Технологический сектор	7,95%	21,13%
XLU	Сектор коммунальных услуг	2,42%	6,76%
XLV	Сектор здравоохранения	0,31%	-2,35%
SLV	Серебро	-1,68%	-1,55%
GLD	Золото	-4,11%	-4,30%
UNG	Газ	-11,96%	-1,88%
USO	Нефть	2,24%	0,52%
VXX	Индекс страха	-13,54%	-29,35%
EWJ	Япония	0,67%	8,55%
EWU	Великобритания	1,59%	6,43%
EWG	Германия	0,20%	9,75%
EWQ	Франция	1,37%	8,44%
EWI	Италия	2,27%	12,19%
GREK	Греция	2,84%	10,88%
EEM	Страны БРИК	3,01%	11,20%
EWZ	Бразилия	1,60%	12,95%
RTSI	Россия	-0,26%	1,49%
INDA	Индия	4,33%	6,90%
FXI	Китай	2,33%	9,93%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

S&P 500 (12.05.2025 — 20.05.2025)





Самое главное

Покупаем американское!



Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.

На протяжении довольно волатильных четырех с половиной месяцев, прошедших с начала 2025-го, рынки успели пережить глубокую коррекцию и восстановить-ся после нее, поскольку Дональд Трамп ослабил давление на торговых партнеров. Данные нами прогнозы реализовались: новому президенту США важна динамика на рынках акций и облигаций, поскольку он считает ее оценкой своей работы в реальном времени. Чтобы закрепить успех после снижения тарифов на импорт из КНР, Трамп выстроил свой тур по Ближнему Востоку не только вокруг политики, но и вокруг бизнеса, пригласив присоединиться к себе крупнейшие американские компании, в том числе NVIDIA (NVDA), AMD (AMD), Boeing (BA), что принесло им многомиллиардные контракты. Таким образом, глава США снова сосредоточился на улучшение условий для корпоративной Америки.



Нужна ли эта помощь американским компаниям, можно понять по завершающемуся сезону отчетов. На 16 мая их опубликовали 92% компаний из состава S&P 500, причем у 78% прибыль на акцию (EPS) превзошла консенсус при средней за пять лет доле 77%. И это впечатляет, сигнализируя о сильных корпоративных результатах в целом. Темп роста прибыли в среднем по индексу широкого рынка на данный момент равняется 13,6%. Если по итогам сезона картина не изменится, это будет означать второй квартал с двузначным показателем. Наблюдаемый тренд доказывает устойчивость экономики. В то же время выручка оказалась выше консенсуса у 62% представивших квартальные отчеты компаний, и это немного ниже среднего уровня за пять лет. Позитивная реакция рынка на результаты стала более сдержанной, а негативная была усилена общей волатильностью. Компаниям, представившим слабые показатели за первый квартал, будет сложно улучшить их в становящихся все более непредсказуемыми условиях. На уровне секторов наибольший вклад в уверенный рост прибыли обеспечили телекомы, эмитенты из индустрии здравоохранения, производители потребительских товаров дискреционного спроса, технологические компании и поставщики коммунальных услуг.

Разница в темпах роста EPS «Великолепной семерки» и остальных представителей S&P 500 уменьшилась, хотя по-прежнему превышает 20% г/г. Количество компаний, улучшивших гайденс на второй квартал, резко сократилось до 25%. Доля снизивших прогнозы сохраняется на средних отметках — чуть ниже 20%. Эта расстановка сил показывает, что обозначать ориентиры в текущих реалиях многим эмитентам некомфортно.

По итогам сезона отчетов за первый квартал можно с уверенностью сказать, что в моменте речи о приближении рецессии не идет и большинство компаний чувствуют себя более чем уверенно. Риски ухудшения финансовых результатов очевидны, но я продолжаю верить в возможности американских корпораций и в дальнейшее развитие тренда, при котором их показатели сохраняют устойчивость к неопределенности и стабильно превышают ожидания. Ведь именно поэтому эти компании торгуются с премией к аналогам из других стран мира. В последнее время я подсвечивал большое количество активов, которые помогут инвестору защититься от скачков волатильности. Самым очевидным инструментом с экспозицией к «американской исключительности» является ETF на S&P 500 (SPY).

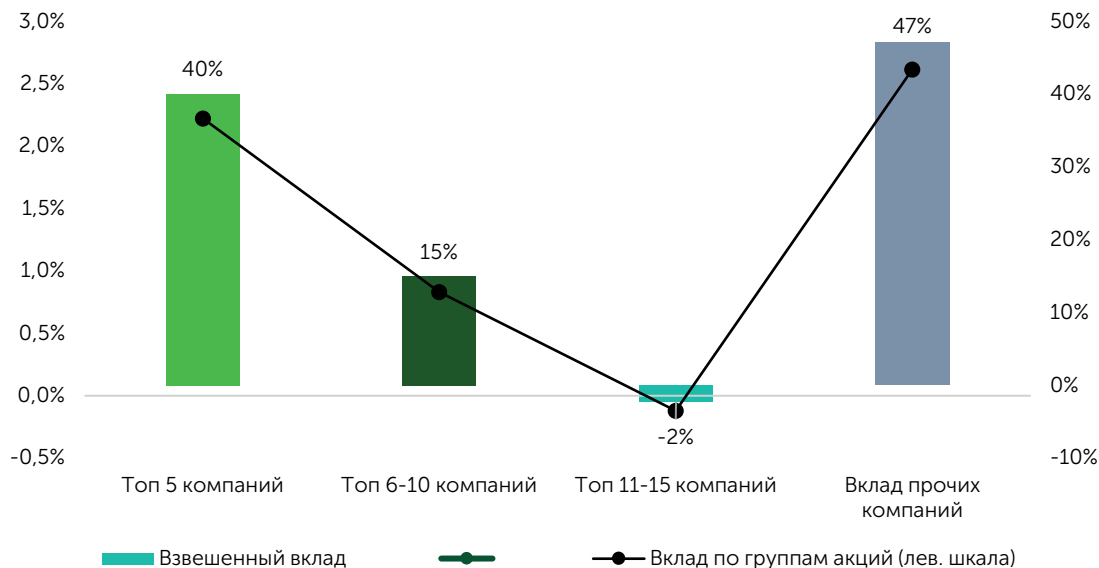


Актуальные тренды

Обзор на 19 мая

Глобальная картина

С 5 по 19 мая S&P 500 вырос на 5,5%, NASDAQ 100 поднялся на 7,4%, Dow Jones Industrials повысился на 3,8%. Вклад ИТ-сектора в общий рост бенчмарка составил 51,4 п.п., сдержал позитивную динамику сектор здравоохранения (-5,3 п.п.). На биржах идет процесс обратной ротации в крупные технологические компании. Как следует из графика ниже, топ-10 по капитализации компаний обеспечили 65 п.п. всего роста широкого рынка. Несмотря на умеренно позитивную динамику Russell 2000 и S&P 400, избыточная доходность к S&P 500 за аналогичный период времени составила -0,5% и -0,3% соответственно.

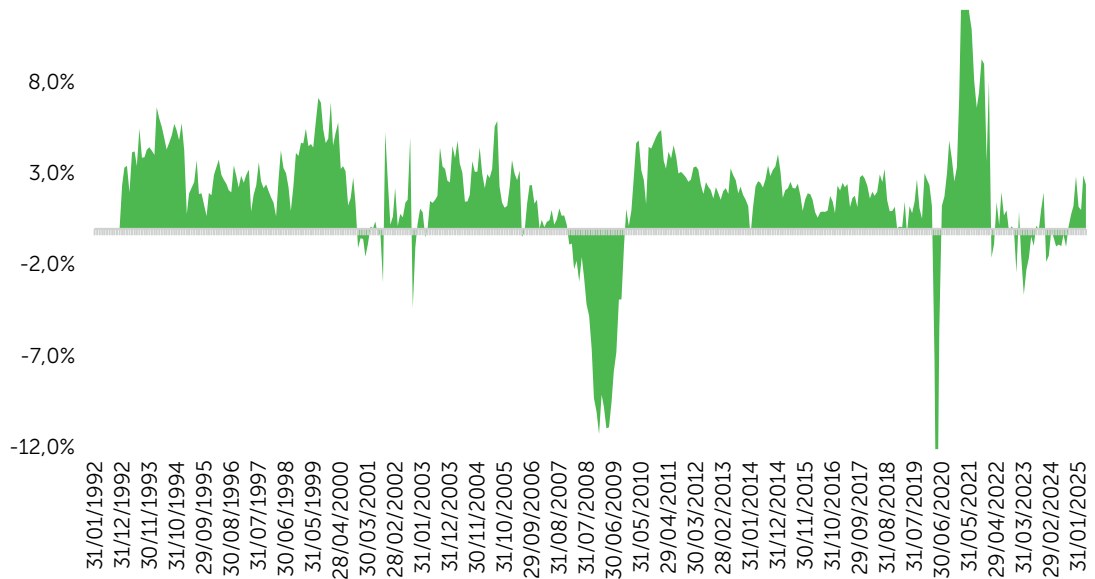


Вклад в динамику индекса S&P 500 по группам акций.
Источник: FactSet

Динамику котировок в рассматриваемом периоде определял главным образом прогресс переговоров между США и их торговыми партнерами. 8 мая было заключено предварительное соглашение с Великобританией, которое, как ожидается, будет финализировано к 8 июля. Сам факт выработки взаимоприемлемых условий указал на договороспособность администрации Трампа. После некоторого ослабления «бычьего» импульса к концу первой декады текущего месяца восходящий тренд активизировался 12 мая. Рынки бодро отреагировали на соглашение между США и КНР о взаимном сокращении тарифов с 145% и 125% до 30% и 10%. Это также обусловило улучшение ориентиров относительно перспектив экономики США в текущем году. Так, аналитики Goldman Sachs снизили оценку вероятности рецессии в стране с 45% до 35%, а Barclays перестал учитывать в прогнозах фактор спада.

Вышедшие за последние две недели макроданные способствовали снижению опасений относительно состояния экономики США. Индексы деловой активности (PMI) от ISM оказались выше ожиданий. Сервисный инди-

катор поднялся выше отделяющей рост от спада отметки 50 пунктов, то есть, несмотря на резкий всплеск неопределенности на фоне тарифных войн, настроения бизнеса в США остаются сравнительно устойчивыми. Дальнейшее замедление инфляции не отменяет рисков, связанных с тарифами, но продолжает улучшать базовое значение, что положительно. Розничные продажи в апреле продемонстрировали смешанную динамику. Общий и базовый показатели выросли на 0,1% м/м, притом что в первом случае прогнозировалась нулевая динамика, а во втором ожидалось повышение на 0,3% м/м. Мартовский результат был пересмотрен вверх на 0,3 п.п., а годовая динамика реальных розничных продаж остается выше 2%.



Динамика реальных розничных продаж г/г.
Источник: FactSet

Сдерживающим позитив фактором стало понижение Moody's кредитного рейтинга США с Aaa до Aa1, что сопоставимо со оценками AA+ от Fitch и S&P. Однако рынок в течение короткого времени выкупил просадку, так как изменение оценки не содержит принципиально новой для него информации.

Фокус рынка

В ближайшие полторы недели в центре внимания биржевых игроков останутся переговоры по внешней торговле. Важное значение для инвестсообщества будет иметь достижение реальных договоренностей. Негативную реакцию может вызвать ужесточение взаимной риторики. Мы оцениваем состояние рынка как неустойчивое. Значение индекса S&P 500 на закрытие торгов 21 мая соответствовало уровням конца февраля. То есть большая часть тарифных угроз и неопределенностей не учтена в текущих ценах. В то же время считаем ограниченным потенциал снижения, поскольку тактику агрессивного взвинчивания тарифов со стороны Белого дома оцениваем как прием побуждения к диалогу, а не как самоцель. В то же время баланс рисков выглядит смещенным в негативную сторону. Мы не можем исключить, что Трамп вновь объявит о повышении пошлин для стран, которые не стремятся идти на уступки. На ближайшие пару недель прогнозируем нейтрально-негативную динамику индексов, если не будут достигнуты новые соглашения о взаимной торговле.

Недавняя реакция рынка на неудачный аукцион 20-летних трежерис указывает как на неустойчивость настроений в целом (мы придерживаемся взгляда, что изменение доходности казначейских облигаций способно ока-



зать локальный эффект на фондовые площадки), так и на усиление опасений участников торгов по поводу дефицита бюджета и увеличения госдолга. Принятие налоговой инициативы Трампа, включающей большую часть переменных, вероятно, может оказать дополнительное давление на сентимент.

Среди потенциальных макротриггеров ближайших недель выделим статистику рынка жилья, PMI, заказов на товары длительного пользования, дефлятора PCE. Сильные данные будут расценены как дополнительный признак устойчивости макрофона. Свой вклад в динамику котировок внесут отчеты NVIDIA (NVDA), Salesforce (CRM), HP (HPQ), Dell Tech (DELL), Marvell (MRVL), от которых инвесторы будут ожидать дополнительных ориентиров в отношении спроса на ИИ-решения.

Акции малой капитализации

За последние две недели Russell 2000 (ETF: IWM) вырос на 4,2%, а Russell Microcap (ETF: IWC) поднялся на 5,1%. Корреляция с индексами компаний крупной капитализации составляла 0,93, что означает почти полную синхронность и отсутствие явного дифференциатора в настроениях инвесторов между высоко- и низкокапитализированными бумагами. Мы объясняем это высокой концентрацией внимания биржевых игроков на макроэкономических релизах и внешнеполитической обстановке, поскольку сезон корпоративной отчетности, способный выделить малый сегмент на фоне крупнокапитализированных бумаг, уже практически завершился. Дополнительным фактором синхронного движения выступает стабильный спрос на рискованные активы и сохраняющийся сильный импульс в динамике котировок.

На текущий момент уже более 93% эмитентов из индекса S&P 600 Small Cap представили свои квартальные результаты. Прогнозы восстановления прибыльности малых предприятий не оправдались: по сравнению с аналогичным периодом 2024 года агрегированная EPS по бенчмарку сократилась на 7,8% (по состоянию на конец первой декады мая: 7,9% г/г), притом что ожидался рост на 2,3%. Пересмотренный консенсус аналитиков Уолл-стрит на текущий квартал предполагает снижение взвешенной EPS на 0,34% г/г и рост на 6,9% по итогам года, тогда как в предыдущие ориентиры закладывалось ее повышение на 17,6% и 21,2% соответственно.

Динамика акций компаний малой капитализации, как и широкого рынка в целом, продолжит зависеть от новостной повестки, связанной с тарифными войнами. Важным катализатором для малокапитализированного сегмента способны стать публикация 29 мая уточненной оценки динамики реального ВВП за первый квартал (консенсус: -0,3% г/г), выход 30 мая приоритетного для ФРС индикатора инфляции PCE за апрель (консенсус: +0,14% м/м, март: +0,03%) и отчет Минтруда за май, который выйдет 6 июня (консенсус в отношении безработицы: 4,3%, апрель: 4,2%).

Техническая картина

С точки зрения технического анализа для S&P 500 сложилась нейтрально-негативная ситуация. Он приблизился к отметке 6000 пунктов, от которой последовал откат. Индикатор RSI вышел из зоны перекупленности, а MACD еще только начал разворот вниз. Вкупе с ближайшим сопротивлением у отметки 5700 это может указывать на продолжение коррекции.

Ожидаемый торговый диапазон

Ориентируемся на движения S&P 500 в диапазоне 5680–6010 пунктов.



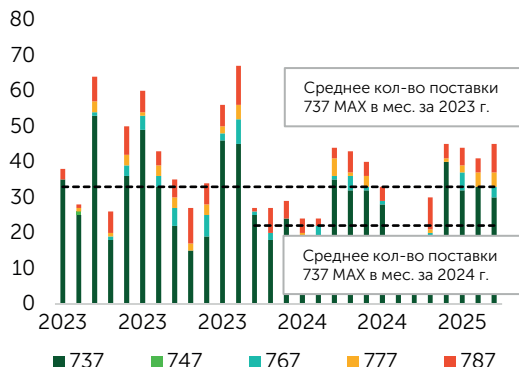
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков



Qatar Airways и **Boeing (BA)** подписали крупнейшее в истории обеих компаний соглашение на поставку до 210 широкофюзеляжных самолетов. Это стало самым большим объемом заявки на 787 Dreamliner. Boeing передаст катарской авиакомпании 130 бортов 787 Dreamliner и 30 модели 777-9. Также подписаны опционы на дополнительные 50 самолетов линейки 787 и 777X.

В настоящее время Qatar Airways эксплуатирует более 150 бортов Boeing, включая пассажирские версии 777 и 787, а также грузовые 777. Благодаря новому заказу авиакомпания станет крупнейшим эксплуатантом 787 Dreamliner на Ближнем Востоке.

Целевая цена по акции BA — \$193, рекомендация — «держать».



Поставки Boeing 2023-2025.

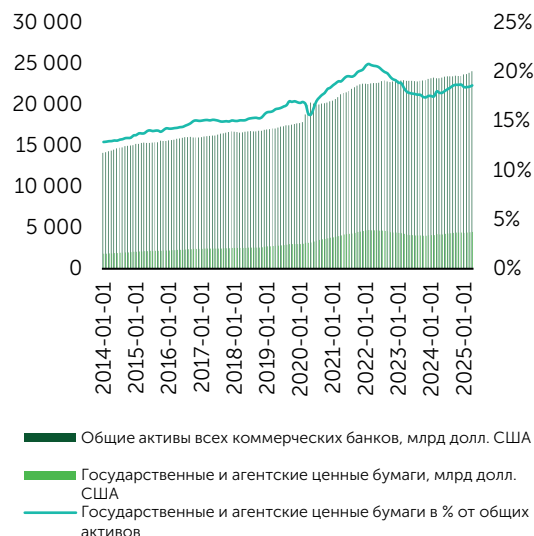
Источник: FactSet, Freedom Broker

Банковский сектор

По информации Financial Times, американские регуляторы (ФРС, FDIC и OCC) готовят значительное снижение введенного в 2014-м норматива SLR, обязывающего банки резервировать капитал под все активы, включая безрисковые, такие как казначейские облигации. Это может стать первым столь крупным смягчением требований по капиталу со времен кризиса 2008 года. Необходимость выполнять эти требования ограничивает участие банков на рынке казначейских облигаций

объемом \$29 трлн и затрудняет кредитование в периоды повышенной волатильности на фондовых площадках. Это вызывало недовольство у представителей финансового сектора. Доля казначейских бумаг в активах банков США с примерно 13% в 2014 году расширилась до пиковых 20,8% в 2022-м, прежде чем начать постепенное снижение. Это подчеркивает масштаб банковских инвестиций в госдолг и значимость пересмотра правил. Смягчение SLR особенно актуально на фоне широкой политики дерегулирования при администрации Трампа, включая упрощенную версию Basel III Endgame.

По данным Autonomous Research, частичное или полное исключение казначейских бумаг и резервов из расчета SLR может высвободить до \$2 трлн балансовой емкости крупнейших банков. Дополнительный капитал может быть направлен на увеличение кредитования, инвестиции в казначейские облигации и обратный выкуп собственных акций, что позитивно отразится на стоимости банков. Это также может способствовать снижению доходностей казначейских облигаций за счет увеличения спроса со стороны финансовых институтов.



Динамика активов банковской системы.

Источник: ФРБ Сент-Луиса, анализ Freedom Broker

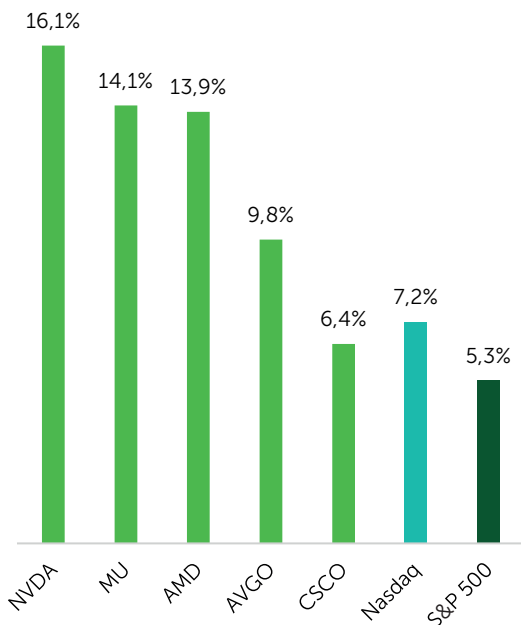


С 12 по 16 мая NASDAQ повысился на 7,2%, показав один из лучших за последние месяцы результат. В частности, акции

NVIDIA (NVDA) за неделю вы-

росли на 16%, а котировки **AMD (AMD)** прибавили почти 14% при повышении индекса полупроводниковой промышленности SOX на 10,2%.

Ралли технологического сектора стимулировали новости о договоренности между США и Китаем о снижении импортных пошлин со 145% и 125% до 30% и 10% соответственно на 90 дней с 14 мая. Это привело к улучшению прогнозов экономических индикаторов и финансовых показателей отдельных компаний. Еще одним позитивным для отрасли фактором стали результаты поездки американской делегации во главе с Дональдом Трампом в Саудовскую Аравию, Катар и ОАЭ. В ходе визита были достигнуты договоренности об инвестициях на общую сумму \$1,4 трлн. Во время визита с лидерами ближневосточных держав активно обсуждалась тема сотрудничества в сфере ИИ. Главы упомянутых арабских стран подписали контракты на поставку самых передовых чипов, что обеспечило ралли в котировках производителей компонентов для дата-центров.



Динамика котировок по итогам недели после торговой сделки США-Китай, %. Источник: FactSet, Freedom Broker



UnitedHealth Group

После публикации 17 апреля отчетности **UnitedHealth (UNH)** за первый квартал собственный прогноз прибыли на акцию на

2025 год был понижен с \$28–30 до \$24,65–25,15. Менеджмент объяснил это более быстрым, чем изначально предполагалось, повышением расходов на медобслуживание и невозможностью компенсировать издержки за счет тарифов Medicare Advantage. На этом фоне акции компании упали примерно на 20%. 13 мая стало известно, что Эндрю Уитти по личным причинам покидает пост CEO UnitedHealth после четырех лет работы. Одновременно с этим компания отозвала финансовый прогноз ввиду значительной неопределенности медицинских расходов. Это привело к обрушению котировок UNH еще на 18%. Двумя днями позже Wall Street Journal написала, что Минюст США начал уголовное расследование в отношении подразделения компании Medicare Advantage. Руководство UnitedHealth опровергло эту информацию, однако ее акции на этих новостях просели на 15%, вернувшись на минимумы 2020 года.

Долгосрочные перспективы компании выглядят неоднозначными. Неясно, насколько вырастут медицинские расходы, какую стратегию выберет новый CEO и нач-

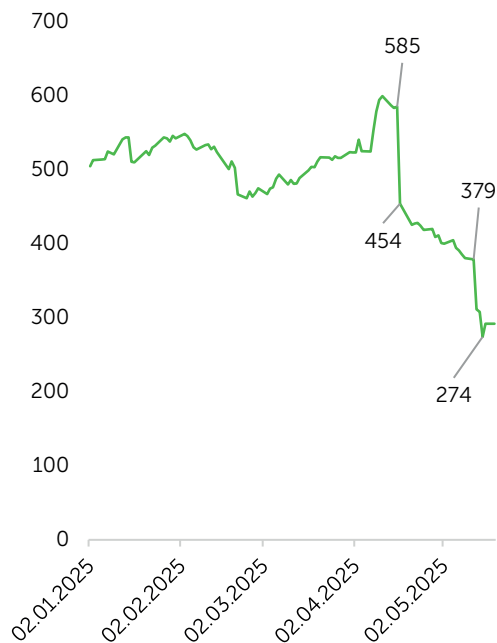


График UNH с начала года. Источник: FactSet

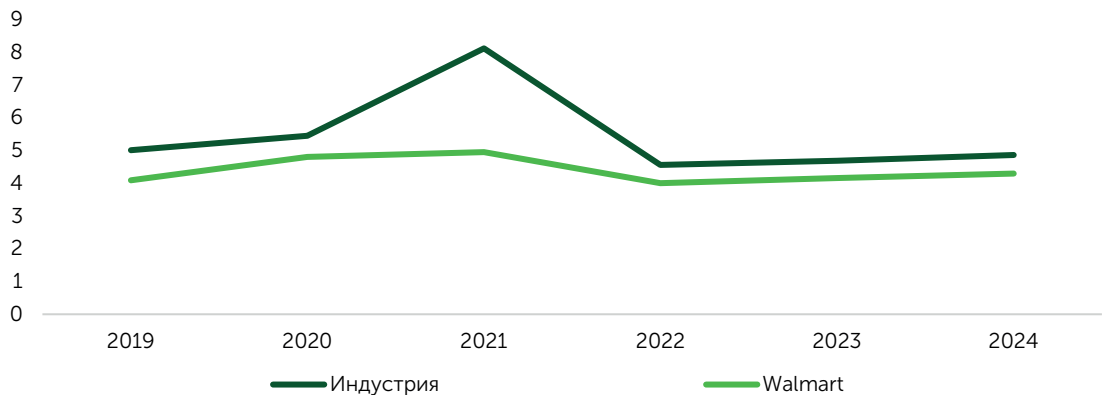
нется ли на самом деле объявленное СМИ расследование Минюста. Консенсус FactSet по EPS компании на данный момент составляет \$23,4, что заметно меньше нижней границы собственного ориентира руководства UnitedHealth \$24,65–25,15. Сохраняется риск дальнейшего ухудшения этих гайденсов с учетом потенциального давления на цены лекарств и стагнацию ставок по страховым программам. По нашему мнению, решающее значение будет иметь отчет эмитента за второй квартал. Предполагаем, что в нем будут представлены планы по оптимизации затрат и реорганизации бизнеса. До появления этих данных рекомендуем инвесторам занять выжидательную позицию.

вольно сдержанной: котировки ретейлера не смогли преодолеть психологически значимую отметку \$100. Совокупные продажи торговой сети с января по март увеличились на 2,5% г/г, до \$165,61 млрд. Потери от неблагоприятных курсовых разниц составили около \$2,5 млрд. При этом в центре внимания инвестсообщества остается ситуация, связанная с повышением импортных тарифов. Хотя доля китайских товаров в общем объеме реализации у Walmart относительно невелика, CFO компании предупредил рынок о неизбежном повышении розничных цен при увеличении импортных пошлин. В ответ на это президент США заявил, что компания не должна перекладывать рост затрат, связанный с повышением тарифов, на потребителей. Однако операционная рентабельность Walmart за последний отчетный квартал составила 4,3%, а чистая маржа — 2,8%. Таким образом, возможности компании по поглощению роста тарифов выглядят ограниченными.



Квартальные выручка и EPS **Walmart (WMT)** в 11-й раз подряд превысили консенсус-прогноз.

Однако реакция инвесторов на публикацию была до-



Операционная маржа, %.
Источники: FactSet





Обзор компаний малой капитализации



AMREP (AXR) — девелоперская компания, занимающая уверенные позиции в секторе недвижимости штата Нью-Мексико, работающая по модели B2B. Эмитент специализируется на оформлении прав на землю и жилищном строительстве. Земельный банк AMREP и ее высокая финансовая дисциплина обеспечивают компании уникальное конкурентное преимущество. Долг на ее балансе отсутствует, 29% активов размещены в наличных, покрытие текущих обязательств по кэшу составляет 12,4х, а соотношение между долгом и капиталом равняется символическим 0,02%. Это обеспечивает бизнесу высокую финансовую гибкость в условиях усилившейся рыночной волатильности. Несмотря на опасения по поводу доступности жилья в краткосрочной перспективе, стратегическое позиционирование AMREP по земельным активам и прочный баланс делают ее ценные бумаги интересным для инвестиций инструментом. Tapret Freedom Broker по акции AHR на горизонте 12 месяцев — **\$27**.



STRATTEC Security (STRT) — один из крупнейших в США поставщиков автомобильных комплектующих (дверные ручки и приводы, переключатели на приборной панели) для Ford, General Motors, Stellantis, Hyundai и других крупных представителей автопрома. После перестановок в составе высшего руководства STRATTEC в 2024 году компания приступила к оптимизации затрат и сосредоточилась на получении максимально выгодных для себя контрактов с точки зрения ценообразования. За последние пять лет существенно сократилась долговая нагрузка STRATTEC, следующая цель — позитивные результаты по превращению прибыли в денежные потоки. Среди рисков для бизнеса — расположение производственных мощностей на территории Мексики, притом что основной объем реализации продукции приходится на США. Tapret Freedom Broker по акции STRT на горизонте 12 месяцев — **\$70**.



SandRidge Energy (SD) занимается добычей и оптовой продажей углеводородов, что подразумевает значительные колебания финансовых показателей в зависимости от котировок нефти и газа. Выручка и скорректированная EPS компании в первом квартале недотянули до наших прогнозов, но повышение цен реализации газа и рост объемов добычи позитивно отразились на результатах SandRidge. Ожидаем, что реализация ранее анонсированной инвестиционной программы принесет основные плоды во второй половине этого года. К его финалу добыча нефти может превысить показатель первого квартала на 30%. Дополнительным позитивным фактором стало принятие программы buy back, на которую в январе – марте было направлено \$5 млн. Мы расцениваем решение менеджмента о проведении обратного выкупа как важное для акционеров и своевременное, поскольку бумаги компании имеют высокий потенциал роста, но остаются под давлением из-за негативной внешней конъюнктуры. Tapret Freedom Broker по акции SD на горизонте 12 месяцев — **\$17**.



Achieve Life Sciences (ACHV) — биофармацевтическая компания, специализирующаяся на разработке препаратов для отказа от курения. Ключевой продукт ACHV — цитизин (cytisine), природный алкалоид растительного происхождения, который помогает справиться с зависимостью от никотина. Аналитики Freedom Broker ожидают подачи заявки NDA на одобрение этого продукта в июне, что станет главным триггером дальнейшего движения котировок. Запланированные сроки повторной подачи полностью соблюдены благодаря успешному сбору полного пакета данных о безопасности длительного приема препарата. Решение FDA о разрешении на использование cytisine ожидается в третьем квартале будущего года. Стоит отметить, что целевой рынок данного препарата велик: в США насчитывается 46 млн курильщиков, 55% из которых за последний год совершали безуспешные попытки избавиться от этой привычки. Cytisine может занять место недавно отозванного крупнейшего конкурирующего продукта Chantix. Tapret Freedom Broker по акции ACHV на горизонте 12 месяцев — **\$12**.

Инвестиционная идея

Johnson & Johnson. Жизненно важный бизнес

Акции JNJ интересны для инвестиций
с целевой ценой \$180



Вадим Меркулов,
директор
аналитического департамента
Freedom Finance Global

О компании

Johnson & Johnson (JNJ) — одна из крупнейших медицинских компаний. В состав ее бизнеса входят направления Innovative Medicine, MedTech и Consumer Health. В штате корпорации более 190 тыс. сотрудников, она присутствует в более чем 60 странах по всему миру.

Ключевые инвестиционные тезисы

- Новые продукты развернули негативный тренд выручки J&J.** Выделение в 2023 году подразделения, специализировавшегося на потребительских медицинских товарах, в автономную компанию Kenvue позволило Johnson & Johnson перераспределить ресурсы для развития более маржинальных направлений бизнеса — фармацевтики и медицинских технологий. Приоритетом для корпорации стала разработка препаратов для иммунологии, онкологии и неврологии. Несмотря на снижение выручки с 2022 года, трансформация стратегии и активность на рынке M&A заложили основу для устойчивого восстановления финансовых показателей эмитента. В первом квартале текущего года операционный рост продаж у него составил 4,2%, несмотря на потери эксклюзивных прав на производство и реализацию ряда продуктов. Согласно прогнозу, J&J рассчитывает на среднегодовой рост доходов (CAGR) на уровне 5% в среднесрочной перспективе. Этот темп должен быть, в частности, обеспечен за счет разработки новых формул лекарств и расширения объемов поставок продукции.
- Позитивные перспективы развития в секторе препаратов против иммунологических заболеваний.** Потеря эксклюзивных прав на бестселлер Stelara оказывает давление на доходы дивизиона по разработке средств против иммунных патологий. Чтобы минимизировать этот негатив, J&J вышла на рынок слияний и поглощений и приобрела компанию Intra-Cellular Therapies за \$14,6 млрд, что позволило расширить продуктовую линейку за счет таких перспективных препаратов, как Caplyta. Прогнозируется, что выручка от продаж этого продукта в текущем году превысит \$1 млрд, а к 2028-му достигнет \$2,5 млрд. Кроме того, новые лекарства демонстрируют устойчивые двузначные темпы роста объемов реализации. Если данный тренд продолжится,

Johnson & Johnson

Тикер **JNJ**

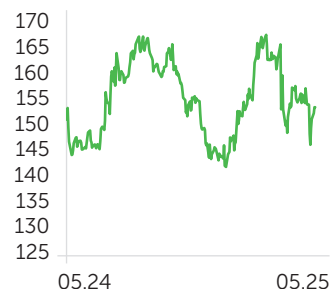
Цена на момент
анализа **\$152,49**

Целевая цена акций **\$180**

Потенциал роста **18,04%**

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
JNJ	0,8%	(1,1%)	(3,2%)	(3,4%)	(1,4%)
S&P 500	(0,4%)	2,0%	12,9%	(2,9%)	12,5%
Russell 2000	(0,6%)	0,6%	11,9%	(7,8%)	0,4%
DJ Industrial Average	(0,0%)	0,9%	9,3%	(4,1%)	7,0%
NASDAQ Composite Index	(0,4%)	2,7%	18,0%	(4,2%)	15,2%

Динамика JNJ, \$





Инвестиционная идея

то в ближайшем будущем за счет них удастся полностью компенсировать падение продаж Stelara.

- **Онкологический дивизион как устойчивый и мощный долгосрочный драйвер роста выручки.**

Продажи противораковых препаратов, разработанных Johnson & Johnson, растут двузначными темпами. Наиболее высокие результаты демонстрируют объемы реализации средства для лечения множественной миеломы (Darzalex), выручка от которо-

го за первый квартал составила \$3,2 млрд, а также CAR-T терапии (Carvykti). Продажи Carvykti в комбинации с Rybrevant составили \$510 млн с долей в совокупной выручке сегмента 9%. Мы рассчитываем, что именно этот дивизион станет одним из главных источников доходов J&J на долгие годы.

Рекомендация по акции JNJ — «покупать», целевая цена — \$180, стоп-лосс советуем установить на отметке \$130.

Маржинальность, в %	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E	2026E	2026E	2026E
Валовая маржа	68%	67%	68%	69%	67%	70%	70%	70%	70%	70%
Маржа по EBITDA	33%	32%	33%	32%	35%	35%	35%	34%	34%	34%
Маржа по чистой прибыли	22%	19%	15%	16%	30%	25%	24%	24%	24%	24%

Анализ коэффициентов	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E	2026E	2026E	2026E
ROE	23%	51%	19%	28%	20%	19%	19%	18%
ROA	10%	21%	8%	13%	10%	10%	10%	10%
ROCE	18%	19%	16%	17%	15%	15%	15%	15%
Выручка/Активы	0,51x	0,56x	0,49x	0,44x	0,42x	0,42x	0,42x	0,42x
Коэф. покрытия процентов	30,27x	26,28x	25,72x	19,44x	22,25x	23,12x	23,98x	24,84x

Финансовые показатели, \$ млн	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2026E	2026E	2026E	2026E
Выручка	93 775	94 943	93 022	88 821	91 294	95 078	98 889	102 760	106 592	110 428
Основные расходы	29 855	31 089	30 011	27 471	30 259	28 524	29 667	30 828	31 977	33 128
Валовая прибыль (GAAP)	63 920	63 854	63 011	61 350	61 035	66 555	69 223	71 932	74 614	77 300
SG&A	32 883	33 181	32 159	33 173	28 647	33 505	34 616	36 580	38 467	40 302
EBITDA (GAAP)	31 037	30 673	30 852	28 177	32 388	33 050	34 607	35 352	36 147	36 997
Амортизация	7 390	6 970	7 486	7 139	6 780	6 428	6 918	6 579	6 301	6 077
EBIT (GAAP)	23 647	23 703	23 366	21 038	25 607	26 622	27 689	28 773	29 846	30 920
Процентные расходы (доходы)	130	-214	-489	224	-577	-1 505	-684	-927	-1 159	-1 386
EBT (GAAP)	22 776	21 725	16 068	16 687	33 505	28 127	28 373	29 700	31 005	32 306
Налоги	1 898	3 784	2 551	2 621	6 011	4 782	4 823	5 049	5 271	5 492
Чистая прибыль (GAAP)	20 878	17 941	13 517	14 066	27 495	23 345	23 549	24 651	25 734	26 814
Diluted EPS	\$5,57	\$5,57	\$0,37	\$5,79	\$11,35	\$9,64	\$9,72	\$10,18	\$10,63	\$11,07
DPS	\$1,93	\$2,04	\$4,61	\$4,89	\$1,76	\$1,76	\$7,34	\$7,68	\$8,02	\$8,36

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

Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млрд	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал, %	Стоп-лосс	Рекомендация
JNJ	Johnson & Johnson	Фармацевтика	369 717	2025-05-20	153,7	180	2026-05-20	17%	130	Покупать
V	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	627 658	2025-05-06	366,8	400	2026-05-06	9%	315	Держать
TKO	TKO Group Holdings, Inc. Class A	Развлечения	13 304	2025-04-22	162,7	175	2026-04-22	8%	140	Держать
VSCO	Victoria's Secret & Company	Одежда и предметы роскоши	1 879	2025-04-08	23,5	25	2026-04-08	6%	13,5	Держать
GILT	Gilat Satellite Networks Ltd.	Коммуникационное оборудование	350	2025-03-25	6,1	8,3	2026-03-25	—	5,9	Фиксация позиции (стоп-лосс - 04.04.2025)
HOOD	Robinhood Markets, Inc. Class A	Рынки капитала	49 789	2025-03-11	64,9	53,5	2026-03-11	—	24	Фиксация позиции (тейк профит - 08.05.2025)
ATYR	aTyr Pharma, Inc.	Биотехнологии	311	2025-02-25	3,5	9,5	2026-02-25	172%	2	Покупать
ORCL	Oracle Corporation	Программное обеспечение	449 547	2025-02-11	160,3	210	2026-02-11	—	145	Фиксация позиции (стоп-лосс - 11.03.2025)
PAAS	Pan American Silver Corp.	Горная промышленность	8 599	2025-01-28	23,8	26	2026-01-28	—	18,3	Фиксация позиции (тейк профит - 13.03.2025)
SLB	Schlumberger Limited	Нефтегаз	47 021	2025-01-14	34,6	44,5	2026-01-14	—	35,3	Фиксация позиции (тейк профит - 17.01.2025)
LEA	Lear Corporation	Производство автозапчастей	5 022	2024-12-03	93,9	115	2025-12-03	—	89,9	Фиксация позиции (стоп-лосс - 03.02.2025)
FCX	Freeport-McMoRan, Inc.	Горная промышленность	55 150	2024-11-19	38,4	56	2025-11-19	—	35	Фиксация позиции (стоп-лосс - 03.02.2025)
TXT	Textron Inc.	Авиастроение	13 730	2024-11-05	76,1	97	2025-11-05	—	73,5	Фиксация позиции (стоп-лосс - 12.02.2025)
GOOGL	Alphabet Inc. Class A	Коммуникации	1 856 845	2024-10-22	164,0	205	2025-10-22	—	140	Фиксация позиции (тейк профит - 04.02.2025)
PHM	PulteGroup, Inc.	Строительство	20 305	2024-10-08	101,3	188	2025-10-08	—	114	Фиксация позиции (стоп-лосс)
DPZ	Domino's Pizza, Inc.	Рестораны	16 883	2024-09-24	493,1	520	2025-09-24	5%	370	Держать
BIDU	Baidu, Inc. Sponsored ADR Class A	Информационные технологии	25 578	2024-09-10	89,3	170	2025-09-10	90%	73	Покупать
CXDO	Crexendo, Inc.	ИТ-услуги	171	2024-08-27	5,9	6	2025-08-27	—	4,3	Фиксация позиции (тейк профит)



Опционная идея

CALL CREDIT SPREAD ON SHOP

Shopify (SHOP) — SaaS-платформа для создания и управления интернет-магазином, приема заказов на доставку, обработки платежей и маркетинга. Также компания предлагает решения в области POS (point-of-sale), логистики и аналитики. Shopify зарабатывает на подписке (Subscription Solutions) и транзакционных комиссиях (Merchant Solutions), а также развивает экосистему партнеров и собственных приложений. Акции SHOP с начала года выросли почти на 30%. Это во многом было связано с оптимистичными ожиданиями в отношении развития ИИ-решений, а также с улучшением интерфейса и привлечением новых клиентов. В то же время за первый квартал Shopify отчиталась снижением валовой маржи до 49,5%, что сигнализирует о росте себестоимости. Выручка компании увеличилась на 27% г/г, а прибыль недоотянула до прогнозов, что надавило на котировки эмитента. Гайденс на текущий квартал оказался осторожным. Недавно Shopify объявила о партнерстве с Roblox, в рамках которого пользователи смогут продавать физические товары через интерфейс последней. В долгосрочном горизонте это позитивно для компании, но краткосрочный эффект может быть переоценен рынком.

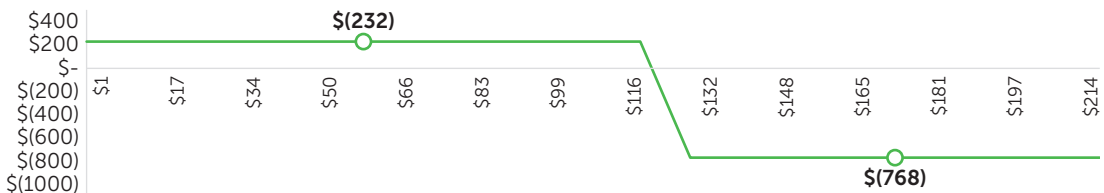
Параметры сделки

Продажа	Call Credit Spread on SHOP
Страйки	Long CALL 125; Short CALL 115
Покупка	+SHOP^F6K125
Продажа	+SHOP^F6K115
Дата экспирации	20.06.2025
Маржинальное обеспечение	\$1000
Максимальная прибыль	\$232
Максимальный убыток	\$(768)
Ожидаемая прибыль	23%
Точка безубыточности	\$117,32

Управление позицией

Если в день экспирации, 20 июня, цена базового актива опустится ниже цены проданного опциона call, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$232. При стоимости базового актива в диапазоне \$115–125 убыток будет варьироваться, при этом необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) SHOP для закрытия позиции в момент экспирации. Если же базовый актив к этому времени поднимется в цене выше купленного опциона call, инвестор понесет максимальный убыток на сумму \$768. В позицию необходимо заходить до 1 июня 2025-го включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Прибыль и убытки по стратегии



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйки инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1M	3M	6M	12M
SHOP	Покупать	CALL \$125	20.06.2025	1,205	\$(232,00)	0,168	0,018	0,087	-0,058	43,67%	63%	81%	65%	60%
	Продавать	CALL \$115	20.06.2025	3,525		0,379	0,027	0,122	-0,090	44,18%				

IPO Voyager Technologies

Просто космос

16 мая заявку на размещение подал производитель оборудования для ВПК и космической отрасли Voyager Technologies. Среди андеррайтеров Morgan Stanley, J.P. Morgan, BofA Securities



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker

Чем интересна компания?

- О компании.** Voyager Technologies, которая до начала текущего года была известна как Voyager Space, ведет деятельность по трем направлениям. Дивизион Defense & National Security предоставляет навигационные, коммуникационные технологии, системы управления и др. Подразделение Space Solutions сосредоточено на космических разработках и системах, а также на научной деятельности. Самый значимый проект компании Starlab Space Stations представляет собой коммерческую космическую станцию, которая придет на смену МКС. Компания получила поддержку NASA на проведение проектных работ на станции общей стоимостью \$217,5 млн, из которых \$70,3 млн еще не выплачены. Starlab планируется запустить в 2029 году, при этом вся станция будет развернута за один запуск SpaceX Starship. Ключевые партнеры и клиенты Voyager — Palantir, NASA, Lockheed Martin, BBC США и Sierra Space.
- Финансовые показатели.** В 2024 году выручка Voyager увеличилась на 6%, за первый квартал 2025-го ее рост ускорился до 14%. Операционная маржа снизилась с -10% в 2023 году до -76% в январе – марте 2025-го.

Обзор перед IPO



Эмитент **Voyager Technologies**

Тикер **VOYG**

Биржа **NASDAQ**

Андеррайтеры **Morgan Stanley,
J.P. Morgan,
Barclays,
Jefferies,
BofA Securities,
KeyBanc Capital Markets,
Wolfe | Nomura Alliance**





Рынок Казахстана

Высота близка

KASE пока не удалось закрепиться выше сопротивления 5700 пунктов: он остается в боковом тренде



Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker

В мае индекс KASE двигался между отметками 5600 и 5700 пунктов, а нижняя граница актуального диапазона расположена около 5500. Пробой важных локальных уровней мог бы дать рынку шанс на ретест исторических максимумов. Тем не менее мы не ощущаем влияния негативной конъюнктуры, хотя сезон отчетов за первый квартал оказался чуть слабее наших ожиданий.

Наибольший рост продемонстрировали ГДР Казатомпрома, которые уверенно отскочили от \$30, достигнув \$37,2 при поддержке ралли в ценах на уран. Этот металл с \$64,4 в начале апреля подорожал до \$71,25 на 19 мая (+10,6%). Позитива добавила новость о подписании кредитного соглашения на 85 млрд тенге с Банком развития Казахстана для финансирования проекта предприятия по выпуску серной кислоты в Туркестане. Проект, завершение которого запланировано на первый квартал 2027 года, оценивается в 113 млрд тенге. Напомним, что на текущий момент производитель урана сталкивается с дефицитом серной кислоты, что неблагоприятно сказывается на его результатах. Наличие собственного завода по выпуску этого компонента поможет снизить себестоимость производства. Неприятный сюрприз преподнес Kaspi.kz, отчет которого за первый квартал оказался умеренно негативным. Эмитент зафиксировал снижение чистой прибыли, собственные прогнозы на 2025 год были ухудшены. Компания ожидает замедления роста доходов двух из трех сегментов бизнеса, а также чистой прибыли. Показатели недавно приобретенного турецкого маркетплейса Hepsiburada были включены в отчетность компании, и это оказало негативное влияние на общую чистую прибыль. Мы снизили целевую цену по ADS до \$104, но сохраняем рекомендацию «покупать». Одной из наиболее обсуждаемых тем на рынке остаются дивиденды Казхотелекома. Напомним, что реестр претендентов на получение рекордно высокой выплаты в размере 26 664,88 тенге на акцию будет закрыт в ночь на 25 мая.

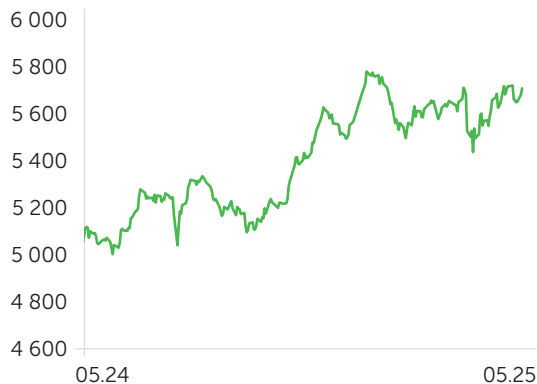
На валютном рынке пара USD/KZT сдерживается уровнем сопротивления 512, но все же остается около своей 50-дневной средней. Сохраняем прогноз, предполагающий достижение долларом отметки 530 тенге к середине июля.



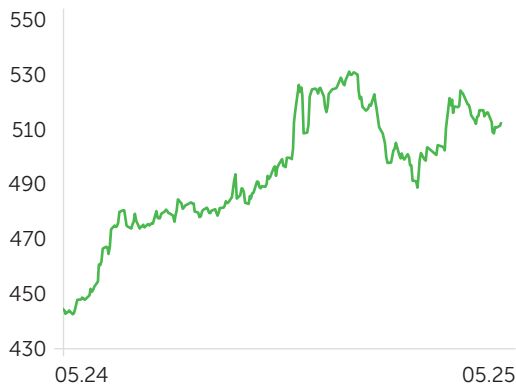
Динамика акций и ГДР

Акция	Значение		Изменение
	06.05.25	20.05.25	
Индекс KASE	5 679,34	5 705,65	0,5%
Казатомпром (GDR)	33,75	36,60	8,4%
Халык Банк (GDR)	22,90	23,95	4,6%
Халык Банк (KASE)	287,78	299,00	3,9%
Air Astana (KASE)	728,65	756,69	3,8%
Казатомпром (KASE)	17 901,00	18 521,60	3,5%
Air Astana (GDR)	5,84	5,98	2,4%
Казтрансойл (KASE)	854,95	866,50	1,4%
Банк ЦентрКредит (KASE)	2 840,00	2 868,99	1,0%
KEGOC (KASE)	1 486,05	1 492,00	0,4%
Kcell (KASE)	3 335,94	3 348,00	0,4%
Казмунайгаз (KASE)	14 876,02	14 920,00	0,3%
Казхотелеком (KASE)	59 298,00	58 249,00	-1,8%
Kaspi (KASE)	47 990,00	44 974,00	-6,3%
Kaspi (ADS)	89,19	82,36	-7,7%

Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Важные новости

- **ВВП Казахстана с января по апрель увеличился на 6%.** По предварительным данным профильного министерства, базовый показатель экономики за четыре месяца повысился на 6%. Позитивными драйверами ВВП обеспечили транспортная отрасль (+22,4% из-за увеличения грузоперевозок), строительство (+16,2%), торговля (+7%) и промышленность (+6,4%), в том числе добывающий (+7,1%) и обрабатывающий (+7,2%) сектора. Более умеренным был рост в сельском хозяйстве (+3,9%) и услугах связи (+2,6%).
- **KEGOC представил отчет за первый квартал.** Компания продолжает демонстрировать рост выручки, однако его темп снизился из-за сокращения доходов от неосновной деятельности. Кроме того, ухудшились показатели маржинальности по сравнению с прошлогодними уровнями. Тем не менее основным событием стало существенное повышение с 1 апреля тарифов на все основные услуги компании. Мы оцениваем это как очень позитивный фактор для стоимости KEGOC.
- **Air Astana отчиталась за январь – март.** Результаты авиаперевозчика мы оцениваем умеренно позитивно, учитывая продолжение роста квартальной выручки. Отметим также увеличение маржи EBITDAR относительно прошлого года, но без учета разовых факторов аналогичного периода 2024-го этот показатель остается стабильным. Компания зафиксировала чистый убыток, однако уровень генерации денежных средств остался высоким, хотя и был достигнут за счет прибыли от продажи запасных двигателей с обратной арендой. В целом напомним, что первый квартал является сезонно самым слабым для гражданских авиаперевозок.

Ожидания и стратегия

Если KASE удастся закрепиться выше 5700 пунктов, у него появятся высокие шансы на обновление исторических максимумов. Предлагаем обратить внимание на акции Народного банка, который представил сильную отчетность и на удивление быстро завершил дивидендное снижение. Казатомпром сохраняет привлекательность для покупки на фоне роста цен на уран. Предполагаем, что котировки Казахтелекома после прохождения дивидендной отсечки покажут глубокую коррекцию из-за потери доходов ввиду продажи Altel/Tele2. Видим технический потенциал роста у акций Kaspi.kz, несмотря на негативную динамику в первом квартале.



Инвестиционная идея

Народный банк. Лови момент!

После завершения дивидендной коррекции акции банка подходят к привлекательным для покупки уровням

Причины для покупки:

- **Позитивные результаты за первый квартал.** За отчетный период банку удалось увеличить чистую прибыль и маржу по ней в годовом выражении и сохранить позитивную динамику показателей в поквартальном. Процентные доходы с января по март выросли на 27% г/г и 5% кв/кв, до рекордных 629 млрд тенге. Процентные расходы повысились на 25% г/г и на 3% кв/кв. Результат в годовом сопоставлении был обусловлен низкой базой прошлого года из-за досрочного погашения задолженности по госпомощи. Расходы по кредитным убыткам поднялись на 26% г/г и снизились на 8,9% кв/кв. Чистый процентный доход после вычета резервов увеличился на 28% г/г и на 8,8% кв/кв. Стоимость риска осталась на уровне 1,2%. Непроцентные расходы выросли на 18% г/г на фоне увеличения операционных расходов на 22% г/г. Квартальная чистая прибыль повысилась на 55% г/г при сокращении на 2,5% кв/кв, до 275 млрд тенге. Количество активных клиентов банка выросло на 1,8%, число ежемесячных посещений приложения Halyk увеличилось на 4,1%, ежедневных — на 8,6%. Объем кредитного портфеля эмитента вырос на 23% г/г и на 0,1% кв/кв. Мы обновили модель оценки Народного банка, пересмотрев все основные финансовые показатели. Из-за вероятного введения налога на прибыль от государственных облигаций был немного снижен ориентир по чистому процентному доходу. Прогнозы процентного дохода и роста депозитного и кредитного портфелей улучшены.

- **Динамика после дивидендной коррекции.** После фиксации реестра акционеров для получения дивиденда котировки Народного банка показали умеренное снижение. Мы ожидали более продолжительную и глубокую коррекцию, так как доходность выплат эмитента составляет максимальные по KASE 13,1% на момент написания обзора. Вероятно, сужение дивидендного гэпа было обусловлено тем, что менеджмент банка решил распределять прибыль между акционерами дважды в год. Мы считаем, что на текущий момент коррекция полностью завершена и акции достигли привлекательных для покупки уровней. Их цена колеблется в диапазоне 275–313 тенге. Волатильность снижается, поэтому можно предположить переход к консолидации с формированием паттерна «треугольник» и последующим выходом котировок вверх.



Тикер на KASE	HSBK
Текущая цена	17 195₸
Целевая цена	24 700₸
Потенциал роста	43%

Динамика акций HSBK



Рынок Узбекистана

На повышенных оборотах

Объемы торгов по TSMI за две недели увеличились втрое

За последние две недели **Tashkent Stock Market Index (TSMI)** повысился на 0,78%, до 649,2 пункта. В зеленой зоне завершили этот период четыре из семи компонентов индекса. Совокупный объем торгов увеличился в 2,85 раза, достигнув 5,07 млрд сумов.

В лидерах роста остается **Торговый комплекс Чиланзар (CBSK, +6,48%)**. За рассматриваемый период его акции колебались в пределах 3,49–3,53 сума, затем поднялись до максимального за четыре года уровня 3,8. С 12 по 19 мая котировки оставались в диапазоне 3,58–3,78 сума.

Бумаги **Товарно-сырьевой биржи (URTS)** выросли на 2,41%. Движение было смешанным: в первую неделю котировки опустились с 3600 до 3491 сума, во вторую отскочили до 3610.

Акции **Узтелекома (UZTL)** поднялись на 2,87%, достигнув 5555 сумов. В рассматриваемом периоде они двигались между 5300 и 5700 сумами.

В лидерах падения оказался **Универсалбанк (UNVB)**. Его бумаги скорректировались на 3,79%, до 7700 сумов, при обороте 3,67 млрд, который был обеспечен всего двумя крупными сделками.

Акции **Хамкорбанка (НМКВ)** опустились на незначительные на 0,25%, оставаясь в диапазоне 24,11–24,93 сума с одним резким откатом до 23,01.

Статистика по бумагам в покрытии

Акция	Значение		Изменение
	06.05.25	20.05.25	
TSMI Index	644,19	649,20	0,78%
URTS	3 525,00	3 610,00	2,41%
UZTL	5 399,99	5 555,00	2,87%
НМКВ	24,32	24,26	-0,25%
UZMK	4 000,00	4 000,00	0,00%
UZMT	61 000,00	61 778,00	1,28%
CBSK	3,55	3,78	6,48%
UNVB	8 003,00	7 700,00	-3,79%

Рекомендуем к покупке

Акции

- Товарной биржи (URTS, таргет: 24,9 тыс. сумов)
- Хамкорбанка (НМКВ, таргет: 37,5 сума)
- Узпромстройбанка (SQBN, таргет: 12,85 сума)

Облигации

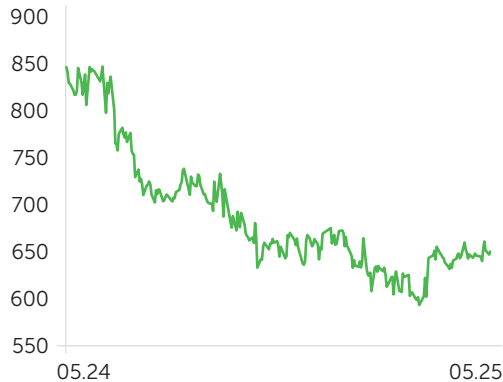
- Agat Credit (ACMT1B) с годовой доходностью 29%

Новости экономики

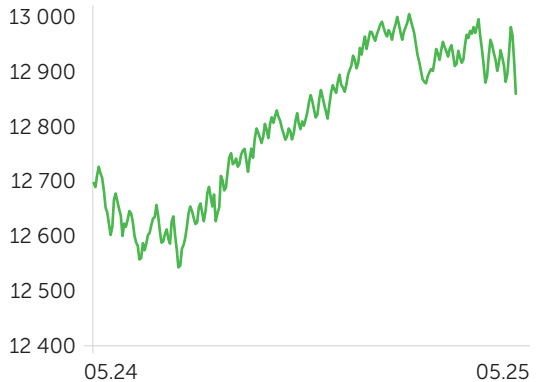
- **14 мая президент РУз Шавкат Мирзиёев провел совещание о шагах по вхождению во Всемирную торговую организацию (ВТО)**, по итогам которого поручил до конца года завершить переговоры со странами-участницами, провести два заседания рабочей группы и подготовить итоговый отчет, закрепляющий международные обязательства Узбекистана. Особое внимание было уделено ускоренной разработке новых редакций законов о качестве пищевой продукции, о защитных мерах, а также реформам в техническом регулировании и санитарных стандартах. Важной задачей остается повышение компетенций специалистов в этих сферах.
- **Центральный банк Узбекистана разработал проект поправок, усиливающих требования к информированию клиентов банков**: вводится обязательный информационный лист при оформлении кредитных карт с детальными условиями, информирование о лимите гарантии по вкладам, предоставление бесплатной ежемесячной выписки, размещение на сайтах данных о порядке замены и частичного выведения залога.



Tashkent Stock Market Index, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



- **13 мая президент Узбекистана провел переговоры со спецпредставителем Евросоюза Эдуардсом Стипрайсом о расширении сотрудничества с ЕС.** Была подчеркнута необходимость ускоренной подготовки проектов на сумму 12 млрд евро.
- **Узбекистан и Иран планируют увеличить товарооборот вчетверо, до \$2 млрд,** по итогам переговоров с первым вице-президентом исламской республики Мухаммадом Резой Орифом в Тегеране. Была также подписана дорожная карта партнерства на 2025–2027 годы.
- **Всемирный банк предоставляет Узбекистану льготный кредит на сумму \$100 млн на модернизацию электросетей и интеграцию возобновляемых источников энергии в рамках программы до 2030 года.** План предусматривает строительство и реконструкцию 6 тыс. км низковольтных линий, установку 1,2 тыс. трансформаторов и подключение 150 тыс. умных счетчиков. Ориентир по сокращению ежегодных выбросов парниковых газов — 450 тыс. тонн. Общая стоимость проекта — \$150 млн, оставшуюся часть вложит компания «Региональные электрические сети».

Новости компаний

- **Навоийский ГМК (НГМК) успешно разместил на Лондонской фондовой бирже дополнительные евробонды на сумму \$500 млн со ставкой 6,75% годовых.** Бумаги выпущены в форматах RegS и 144A при поддержке консорциума банков Citi, J.P. Morgan, Societe Generale и MUFG. Спрос со стороны инвесторов превысил \$2,3 млрд — в 4,6 раза больше объема размещения. Привлеченные средства направят на рефинансирование и оптимизацию кредитного портфеля.
- **Fitch Ratings отметило значительный прогресс реформы банковской системы Узбекистана с 2020 года, несмотря на сохраняющиеся вызовы и новые риски.** Ключевым достижением стала приватизация Ипотека-банка, однако продажа других крупных госбанков до конца 2025 года будет сложной из-за проблем с качеством кредитов и конкуренции. Госбанки постепенно переходят к коммерческому кредитованию и улучшают управление через создание Национального инвестиционного фонда. Несмотря на снижение долларизации, сохраняются риски, связанные с качеством активов и зависимостью от внешнего финансирования. Рост розничного кредитования грозит обернуться перегревом, однако ЦБ предпринимает шаги для его предотвращения. Особое внимание уделяется рискам в кредитовании малого и среднего бизнеса в уязвимых секторах экономики.

Рынок Германии

На максимумах

Новости о смягчении тарифной политики США позволили DAX установить исторический рекорд дважды в течение последних недель



Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker

С 5 по 9 мая ключевой бенчмарк немецкого рынка DAX поднялся 1,8%.

На этой неделе индекс преодолел отметку 23 500 пунктов, установив новый исторический максимум. В фокусе внимания инвесторов оставались новости, касающиеся тарифной и общей внешней политики США, а также монетарного курса ФРС. Ощутимым позитивным стимулом для фондовых площадок стало заявление президента США Дональда Трампа о заключении торгового соглашения с Великобританией, предполагающего снижение ею ввозных пошлин с 5,1% до 1,8% при сохранении Штатами тарифа 10% на основной импорт из Соединенного Королевства с некоторыми исключениями. ФРС оставила ставки без изменений. Руководство регулятора отметило неопределенность в отношении перспектив экономического роста, повышение рисков ускорения инфляции и увеличения безработицы. Неудачная попытка голосования в Бундестаге за кандидатуру Фридриха Мерца на пост канцлера вызвала распродажи, в результате которых DAX скорректировался вниз на 2%. После второго раунда голосования глава правительства был избран, и рынки отыграли основную часть потерь. В лидеры роста в последний торговый день рассматриваемого периода вышел Commerzbank, акции которого выросли на 4% на фоне публикации отчета за первый квартал, в котором чистая прибыль эмитента неожиданно увеличилась на 12% г/г.

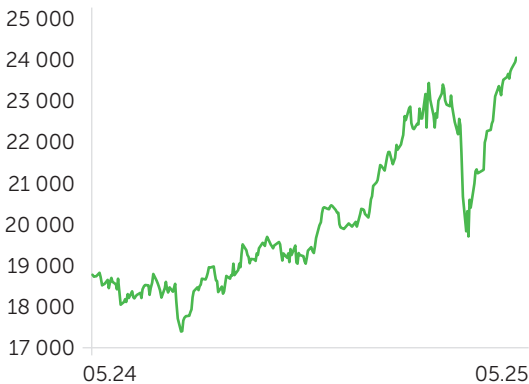
С 12 по 16 мая DAX вырос еще на 1,1%, превысив предыдущий рекорд почти на 370 пунктов. Основной новостью для инвесторов стало торговое соглашение между США и Китаем о снижении импортных тарифов со 145% до 30% и 125% до 10% соответственно сроком на 90 дней. На этом фоне вверх пошли цены на металлы и акции горнодобывающих компаний. Котировки Adidas и Puma, которые тесно сотрудничают с КНР поднялись на 3,8% и 6,5% соответственно. Также в фокусе были данные апрельской инфляции в США, которая оказалась чуть лучше ожиданий аналитиков. В то же время довольно слабо за квартал отчитались крупнейшие немецкие страховые компании Munich Re (-4,6%) и Hannover Re (-4,4%). Это привело к падению и других акций этого сектора. Котировки ведущего туроператора Европы TUI просели на 11% из-за снижения заказов на предстоящее лето. Акции Thyssenkrupp упали на 12,5%, так как компания отчиталась за квартал сокращением операционной прибыли на 90% ввиду

Лидеры роста в индексе DAX

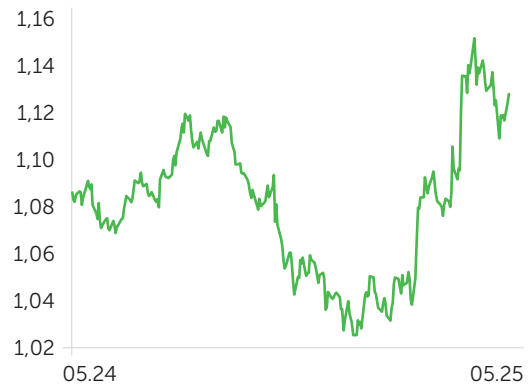
Акция	Значение		Изменение
	02.05.25	16.05.25	
DAX Index	23 086,65	23 767,43	2,9%
FME GR Equity	45,32	51,58	13,8%
IFX GR Equity	30,01	33,57	11,9%
RHM GR Equity	1 559,50	1 714,00	9,9%
CBK GR Equity	23,61	25,35	7,4%
VOW3 GR Equity	96,50	103,20	6,9%
CON GR Equity	70,04	74,48	6,3%
DBK GR Equity	23,62	24,96	5,7%
ADS GR Equity	206,90	218,50	5,6%
MTX GR Equity	317,80	335,40	5,5%
SIE GR Equity	210,20	220,10	4,7%
DTE GR Equity	31,69	32,97	4,0%
ENR GR Equity	72,50	75,42	4,0%
HEI GR Equity	179,55	186,70	4,0%



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



слабого спроса. В то же время на фоне публикации успешных отчетов Bayer и Deutsche Telekom их котировки прибавили около 3%. Повышенная волатильность наблюдалась в ценах на бумаги оборонного сектора. Это было обусловлено противоречивой информацией с переговоров между Россией и Украиной в Стамбуле. Поначалу акции сильно упали на слухах о встрече между главами обоих государств, но после отказа Путина это падение удалось компенсировать.

Ключевые события и макропубликации ближайших недель. 27 мая выйдет индекс потребительской уверенности в Германии (консенсус: -19 пунктов, предыдущее значение: -20,6). 30 мая увидит свет статистика потребительских цен (консенсус: +2%, предыдущее значение: +2,1%). 3 июня будут опубликованы аналогичные данные по еврозоне (консенсус: +2,1%, предыдущее значение: +2,2%). 5 июня состоится заседание ЕЦБ, после которого его глава даст пресс-конференцию. Средние прогнозы предполагают очередное снижение ставки, хотя новые макроданные способны изменить этот ориентир.

Важные новости

- **Министр финансов Германии подтвердил план увеличения госрасходов.** Глава Минфина пояснил, что новая стратегия ЕС в отношении распределения заемных средств не станет препятствием для реализации этих намерений. Первая версия постоянного бюджета на 2025 год будет представлена в июне, а на 2026-й — в июле.
- **Настроения немецких инвесторов по данным ZEW в мае значительно улучшились.** Апрельская статистика зафиксировала показатель на отметке -14 пунктов, а в мае он достиг 25,2 пункта при консенсусе 11,9.
- **Окончательная оценка ВВП еврозоны зафиксировала его рост на 0,3% кв/кв в первом квартале.** Предварительные данные указывали на повышение базового показателя экономики на 0,4% кв/кв. При этом занятость в альянсе увеличилась на максимальные за предыдущие четыре квартала 0,3% кв/кв.

Ожидания и стратегия

DAX удалось установить новые исторические максимумы благодаря позитивным сдвигам внешнеторгового курса США. Судя по теханализу, есть вероятность подъема индекса до 24 600 пунктов, за чем последует замедление роста, боковая динамика или небольшая коррекция. Текущая поддержка для бенчмарка находится в районе 23 700 пунктов, ее удержание важно для дальнейшего роста.

Инвестиционная идея

Daimler Truck. Оптимизм рулит

Инвестиционную привлекательность акциям DTG обеспечивает сохранение прогноза маржинальности бизнеса

Причины для покупки

- Финансовые результаты и прогнозы.** Менеджмент Daimler Truck скорректировал ориентир по поставкам большегрузных автомобилей класса 8 в Северной Америке с 280–320 тыс. до 260–290 тыс. единиц. Прогноз продаж Trucks North America пересмотрен со 180–200 тыс. до 155–175 тыс. при стабильном гайденсе по прибыльности от 11% до 13%, что доказывает устойчивость североамериканского бизнеса. Из-за неопределенности в отношении внешнеторгового курса США и его влияния на перспективы экономики, а также связанного с этим риском руководство ожидает скорректированную рентабельность собственного капитала (ROE) от финансовых услуг в пределах 6–8% (предыдущий прогноз: 8–10%). Для всех остальных сегментов ориентиры на 2025 год оставлены без изменений. Компания рассчитывает на сохранение операционной стабильности и прогнозирует скорректированную рентабельность продаж своей продукции в диапазоне 8–10%. Обновленный прогноз на 2025 финансовый год зависит от дальнейших макроэкономических и геополитических событий. Он основан на предположении, что Daimler Truck может продолжать работать в рамках соглашения между США, Мексикой и Канадой (USMCA). Дальнейшие потенциальные финансовые последствия от продолжающихся обсуждений китайского бизнеса не учитываются.

- Рекомендации ведущих инвестдомов.** Акции DTG покрывает 21 инвестиционный банк, из которых 11, в том числе RBC Capita (таргет: 47 евро), Citi (таргет: 45 евро) и Morgan Stanley (таргет: 46 евро), дают рекомендацию «покупать», семь — «держаться», три — «продавать». Средняя целевая цена по бумаге — 43,9 евро.

- Техническая картина.** Котировки DTG в конце апреля пробили наклонный нисходящий канал и поднялись до 41 евро. На текущий момент акции близки к сопротивлению на отметке 41,5 евро, в случае ее пробоя вероятен рост до 45 евро.

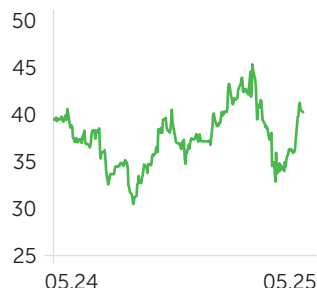


Среднесрочная идея

DAIMLER TRUCK

Тикер на Xetra	DTG
Текущая цена	€39,71
Целевая цена акций	€43,9
Потенциал роста	10,5%

Динамика акций DTG





Рынок Армении

Распродажи продлены

Как и двумя неделями ранее, биржевые котировки локальных активов к концу второй декады мая оставались в минусе

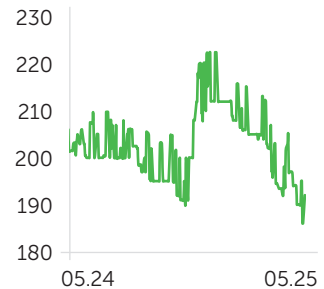
С 5 по 19 мая фондовый рынок Армении снова показал негативную динамику. Акции **Telecom Armenia (AMTL)** скорректировались на 1%. Небольшой рост выручки в марте уже учтен в котировках. Акции **ACBA Bank** потеряли **4,2%**, опустившись до минимумов с октября 2024 года, хотя в ранжировании самых прибыльных банков страны он поднялся с четвертой на третью строчку по итогам первого квартала. В то же время по темпам роста чистой прибыли эмитент занял лишь пятое место, что могло вызвать разочарование у инвесторов. В то же время по размеру кредитного портфеля ACBA Bank третий в стране.

Ценовой индекс трехлетних корпоративных облигаций от AMX подрос на **0,1%** ввиду низкой ликвидности рынка, стабильности макропоказателей, в том числе сохранения таргета Нацбанка по инфляции и неизменного курса ДКП. Пара USD/AMD снизилась на 1,4%, до минимума более чем за год на отметке 383, хотя лишь незначительно отклонилась от диапазона 385–403, в котором движется последние 12 месяцев.

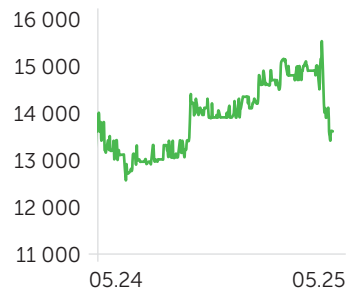
Новости экономики

- **Центральный банк Армении второй раз подряд сохранил ставку на уровне 6,75%.** Регулятор при этом отмечает, что рассматривает несколько сценариев развития глобальной неопределенности при принятии решения и сохраняет осторожный подход к корректировке ДКП. Дальнейшие шаги регулятора продолжат зависеть от динамики инфляции и других значимых макроданных. В случае появления дезинфляционных сигналов ставка может быть немного снижена, хотя ее текущий уровень, на наш взгляд, близок к нейтральному.
- **Выручка телекоммуникационного сектора Армении,** включая сегменты создания и трансляции теле- и радиоконтента, за первый квартал выросла на 0,6% г/г, до 40,736 млрд драмов (\$104,7 млн). Причем в марте рост показателя ускорился до 4,5% г/г и 12,3% м/м, что указывает на возможное восстановление потребительской и корпоративной активности. Основной вклад в совокупный результат продолжает вносить телеком-сегмент, формирующий 93% доходов сектора.
- **Оборот внутренней торговли Армении с января по март увеличился на 6% г/г,** до 1,34 трлн драмов. На 65% этот показатель формирует за счет оптовых сделок (+5,9% г/г), на 31% — за счет розницы, (+5%), еще 4% вносит автомобильный сегмент (+15,2%).

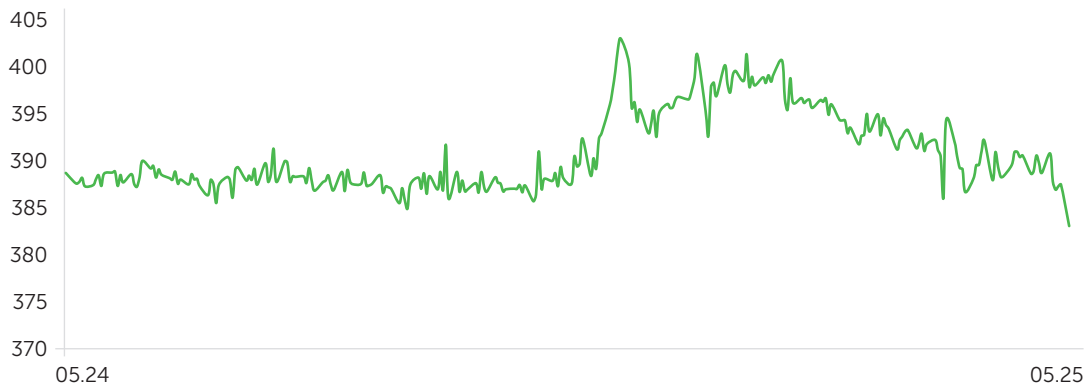
Динамика акций Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций ACBA BANK, 1 год



Динамика USD/AMD, 1 год





Рынок ОАЭ

В погоне за S&P 500

Локальные фондовые площадки демонстрировали восходящую динамику с отставанием от ключевого бенчмарка США

С 6 по 19 мая индекс Dubai Financial Market (DFM) General поднялся на 2,74%, а Abu Dhabi Securities Exchange (FTSE ADX General Index) повысился на 1%. Таким образом, средний рост на биржах ОАЭ составил 1,9%. При этом ключевой бенчмарк американского фондового рынка S&P 500 вырос на 5,5%. Нефть марки Brent за рассматриваемый период подорожала на 7,6%, до \$66 за баррель, что способствовало позитивной динамике энергетической отрасли (+0,5%) и вывело в лидеры роста ADNOC Drilling Company (ADNOCDRILL: +5,1%).

Кроме энергетиков, восходящий тренд был поддержан финансовым сектором (+1,1%), опережающий рост в котором показал Emirates NBD Bank (EMIRATESNBD: +9,6%) на фоне повышения кредитного рейтинга от Moody's и получения разрешения на запуск представительства в Индии.

Индекс, отражающий доходность форвардной 10-летней ставки ОАЭ, опустился на незначительные 32 б.п. За этот же период доходности трейжерис выросли, что может означать небольшую переоценку кредитного рейтинга США после его снижения Moody's.

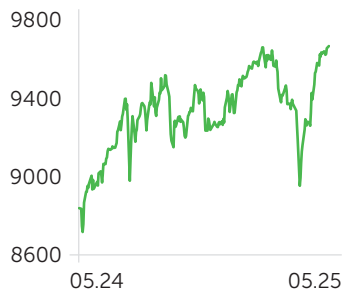
Новости экономики

- **С 15 мая вступило в силу соглашение о всеобъемлющем экономическом партнерстве (СЕПА)** между ОАЭ и Иорданией, направленное на укрепление торговых и инвестиционных связей.
- **ОАЭ планируют инвестировать \$1,4 трлн в экономику США в течение следующих десяти лет.** ADNOC подписала соглашения с ведущими американскими энергетическими корпорациями, которые могут вложить в энергоотрасль Эмиратов \$60 млрд в течение срока действия проектов.
- Делегация Департамента экономического развития Абу-Даби (ADDED) **в начале мая побывала в Японии,** где обсуждались новые пути расширения сотрудничества.
- Абу-Даби **объявил о планах строительства первого в мире города искусственного интеллекта,** в развитие которого в ближайшие два года будет вложено \$3,3 млрд. Прогнозируется, что за счет этого ВВП Абу-Даби получит дополнительные 24 млрд дирхамов к 2027 году. Реализация проекта приведет к созданию более 5000 рабочих мест.

Динамика
DFM General Index, 1 год



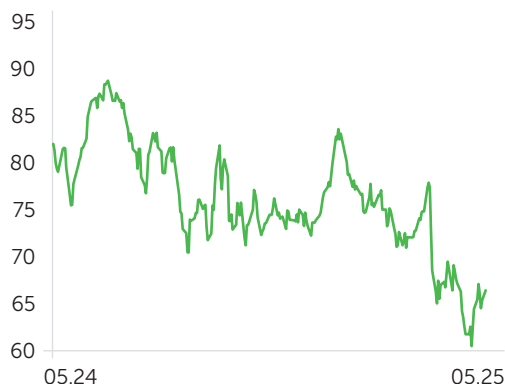
Динамика
UAE ESG Index, 1 год



Доходность, форвардная ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



Нефть марки Brent, 1 год



Новости компаний

- **Emaar Properties (EMAAR)** в первом квартале нарастила объем незавершенных проектов (будущая выручка от продаж) на 50%, более чем до 100 млрд дирхамов (\$27 млрд). Выручка девелопера выросла на 43%, до \$1,4 млрд.
- Центральный банк Индии (RBI) предоставил **Emirates NBD (EMIRATESNBD)** принципиальное одобрение на создание дочерней компании в стране путем преобразования существующих филиалов. Банк также объявил о партнерстве с Majid Al Futtaim для запуска новой кредитной карты SHARE.
- **International Holding Company (IHC)** отчиталась за первый квартал 2025 года ростом выручки на 41% г/г, до 27,2 млрд дирхамов, доходность на капитал составила 9,9%.

Ожидания на предстоящие две недели

В ближайшие две недели ключевыми факторами, влияющими на финансовые рынки стран Персидского залива, останутся цены на энергоносители, глобальные макроэкономические тенденции и геополитическая обстановка. Инвесторы будут внимательно следить за инфляционными ожиданиями и развитием торговых отношений между ведущими экономиками мира.

Важным событием, которое способно оказать существенное влияние на динамику нефтяных котировок, станет заседание участников соглашения ОПЕК+, запланированное на 1 июня. Если будет принято решение о повышении квот на добычу в июле, это окажет давление на котировки жидкого углеводородного сырья. В то же время рынок ОАЭ в целом может сохранить позитивную динамику благодаря оптимистичным экономическим прогнозам и фиксируемым притокам государственных и частных инвестиций. Выборочная активность может наблюдаться в акциях компаний, демонстрирующих сильные финансовые результаты, а также объявляющих о новых крупных проектах и партнерствах. Краткосрочно биржевые котировки могут сохранять чувствительность к внешнему фону, особенно к новостям, касающимся монетарной политики ведущих центральных банков и геополитических событий.



Новости Freedom Holding Corp.

Freedom Finance Global подвела итоги финансового года

Активы компании Freedom Finance Global за 2025 финансовый год, завершившийся 31 марта, выросли до \$226,4 млн на фоне увеличения торгового портфеля на 102% (\$55,2 млн).

Объем обязательств поднялся на 9,8%, до \$97,4 млн, в связи с повышением дивидендных выплат на 55,7%. Собственный капитал по состоянию на 1 апреля 2025 года снизился на 4,9%, до \$129 млн, в результате сокращения объемов нераспределенной прибыли, которая была перечислена в виде дивиденда за отчетный период. Чистая прибыль компании уменьшилась на 22% год к году и составила \$135 млн.

Холдинг продолжает лидировать в рейтинге активности членов KASE. По итогам первого календарного квартала 2025 года Freedom Finance Global заняла первое место на рынках долговых и государственных ценных бумаг, АО «Фридом Финанс» возглавила топ в секторе репо.

Общее количество действующих клиентских счетов Freedom Broker на 1 апреля 2025 года составило 268 тыс. В январе – марте 2025 года осуществлено 8,3 млн сделок с ценными бумагами, число брокерских счетов за этот период увеличилось на 54% по сравнению с предыдущим кварталом.

Freedom Broker расширяет перечень инструментов, доступных розничным инвесторам за счет фондов ITSW ETF и ITSS ETF. Их акции номинированы в долларах США и торгуются на ITS с привязкой к динамике собственных индексов площадки ITS World и ITS Shariah. Расширение линейки доступных инструментов и увеличение клиентской базы Freedom Broker способствовали росту объема торгов этими инструментами на ITS.

Топ-5 популярных акций среди клиентов Freedom Broker

По количеству сделок

Казахстанский рынок

1. Народный Банк Казахстана (HSBK)
2. Банк ЦентрКредит (CCBN)
3. ForteBank (ASBN)
4. Эйр Астана (AIRA)
5. Казатомпром (KZAP)

Американский рынок

1. NVIDIA (NVDA)
2. Tesla (TSLA)
3. Marathon Digital Holdings (MARA)
4. Palantir Technologies (PLTR)
5. Supermicro (SMCI)

По объему сделок

Казахстанский рынок

1. Фридом Финанс (FFIN)
2. КазМунайГаз (KMGZ)
3. Народный Банк Казахстана (HSBK)
4. Казахтелеком (KZTK)
5. Казатомпром (KZAP)

Американский рынок

1. Alibaba Group Holding (BABA)
2. ASML Holding (ASML)
3. NVIDIA (NVDA)
4. Petróleo Brasileiro (PBR)
5. Occidental Petroleum Corporation (OXY)



Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

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

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев, capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов, vadim.merkulov@ffin.ae

Ерлан Абдикаримов, yerlan.abdikarimov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина, prglobal@ffin.kz

ПН-ПТ 09:00-21:00

(по времени г. Астана)

+7 7172 727 555

info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

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

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

ВАШИ ДЕНЬГИ ЗАСЛУЖИВАЮТ БОЛЬШЕГО

Начните инвестировать
и превратите накопления в капитал



— Открыть счет! —



Freedom Broker — Freedom Finance Global PLC (www.ffin.global) зарегистрирована в Международном финансовом центре «Астана», Казахстан. Компания предоставляет брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг от 23 января 2025 года. Лицензия AFSA-A-LA-2020-0019, выданная AFSA AIFC. Инвестиции в ценные бумаги и другие финансовые инструменты всегда сопряжены с риском потери капитала. Настоящий материал является рекламным предложением (Financial Promotion).

7 555
fbroker.kz



Финансист

Журнал о личных инвестициях, брендах и акциях

№ 1 (37) 2025



ВЭЙ ВЭЙ

ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР
ZTE КАЗАХСТАН

«НАШИ ТЕХНОЛОГИИ
УСКОРЯЮТ РАЗВИТИЕ
УСЛОВНОЙ ЭКОНОМИКИ»

СТАВКА
НА ВОСТОК

ЦИФРОВАЯ
ЖИЛА

ПРОГРЕСС
НА КОЛЕСАХ

ЛАБИРИНТ
РИСКОВ

ZTE

Фина



Журнал о

СКАЗОЧНЫЙ
БИЗНЕС

БУДЬ
ЗДОРОВ,
МАЛЫШ

ИЯ
РА
YSE

МОТЕКА
ВЕСТОРА

РЛОВ

И ФИШКОЙ,
И УСПЕХ»

Журнал «Финансист»

Только актуальные тренды в мире
финансов и качественная аналитика



Читайте в электронной версии

