

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ НА 2024 ГОД

Фондовый рынок США

Залог успеха — точный расчет

Влияние комплекса разнообразных факторов создает необходимость тщательного отбора инструментов для инвестиций и диверсификации вложений в 2024 году

Казахстан

Время рекордов

Узбекистан

Акции предпочли красный

Германия

Режим наибольшего благоприятствования



Инвестиции, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Содержание



Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2023 году.....	3
Рынок США в 2023 году. Индекс S&P 500.....	5
Ключевые события 2023 года. Златовласка отменяет рецессию	6
Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2024 год. По тонкому льду к уверенному росту	7
Рыночные ожидания на 2024 год. Сценарии. Выводы	10
Макроэкономические сценарии на 2024 год. Решающее слово за инфляцией	12
Долговой рынок: итоги и перспективы. Не переключайтесь: будет интересно	16
Базовый портфель. Основные сведения	18
Прогноз по индустриям и секторам. На пороге перемен	21
Итоги рынка IPO 2023 года. В поиске оптимальной точки входа	34
Перспективы рынка IPO в 2024 году. Топ-3 IPO будущего года	35
Рынок Казахстана в 2023 году. Индекс KASE	36
Рынок Казахстана. Итоги года. Время рекордов	37
Рынок Казахстана в 2024 году. На достигнутом не остановимся.....	39
Рынок Узбекистана в 2023 году. Индекс EqRe Blue	41
Рынок Узбекистана. Итоги года. Акции предпочли красный.....	42
Рынок Узбекистана в 2024 году.	45
Рынок Германии в 2023 году. Индекс DAX	46
Рынок Германии. Итоги года. Режим наибольшего благоприятствования	47
Рынок Германии в 2024 году. Делайте ваши ставки, ЕЦБ!.....	49
Контакты	50

Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2023 году



Выручка Freedom Holding во II квартале 2024 фингода выросла в 2,4 раза

Freedom Holding Corp. представил результаты за второй квартал 2024 фискального года, который закончился 30 сентября 2023-го. Выручка компании в отчетном периоде увеличилась на 142%, до \$435,6 млн. В том числе, в Центральной Азии показатель составил \$387,2 млн: Freedom Bank сгенерировал \$167 млн, Freedom Finance Global – \$86 млн, АО «Фридом Финанс» – \$35 млн, Freedom Life – \$63 млн, Freedom Insurance – \$18 млн. Чистая прибыль Freedom Holding поднялась на 135%, до \$115,8 млн. Прибыль на акцию FRHC достигла \$1,97. Активы холдинга выросли на 40,4%, до \$7,1 млрд. По состоянию на 30 сентября 2023 года количество брокерских клиентских счетов холдинга достигло 434 тыс.

Агентство S&P повысило рейтинги дочерних компаний Freedom Holding Corp.

В марте 2023 года международное агентство S&P Global Ratings повысило долгосрочные кредитные рейтинги АО «Фридом Финанс», Freedom Finance Global, Freedom Finance Europe и Freedom Bank с B- до B. Долгосрочные кредитные рейтинги Freedom Holding Corp. подтверждены на уровне B-. Прогноз по всем компаниям холдинга «стабильный». Рейтинги АО «Фридом Финанс» и Freedom Bank повышены по национальной шкале Казахстана с kzBB до kzBB+.

Freedom Holding Corp. приобрел компанию LD Micro

Холдинг стал собственником ведущей платформы для организации конференций среди компаний малой капитализации LD Micro. Данная покупка благодаря доступу к новым эмитентам и большому количеству инвесторов придаст дополнительный импульс развитию брокерского бизнеса Freedom. Кроме того, в результате сделки расширился список компаний, по которым проводится аналитическое покрытие, что позволяет аналитикам Freedom предлагать еще больше интересных инвестиционных идей клиентам брокера.

Холдинг дебютировал в качестве андеррайтера

В 2022 году Freedom получил разрешение от регулятора FINRA на осуществление деятельности на рынках капитала, а также на работу в сфере инвестиционного банкинга. В уходящем году американское подразделение Freedom Capital Markets в качестве со-менеджера провело IPO разработчика перспективных методов клинического лечения рака Intensity Therapeutic, поставщика готового питания DayDayCook, а также SPO производителя эпигенетических анализов крови для выявления рака VolitionRx Limited, золотодобытчика Contango ORE и компании Beam Global, выпускающей возобновляемые источники питания для электромобилей. Статус андеррайтера открывает перед холдингом и его клиентами широкие возможности. Сейчас Freedom занимается размещением небольших проектов с перспективными идеями, но со временем накопленный опыт, наработанные связи и экспертиза позволят проводить крупные выпуски, что, в свою очередь, принесет холдингу дополнительный доход.

Freedom расширил представительство в Старом Свете

Европейское подразделение холдинга получило статус участника торгов на рынке ценных бумаг Афинской фондовой биржи. В результате у клиентов появилась возможность совершать прямые сделки на фондовых площадках Греции. Кроме того, Freedom Finance Europe вышла на рынок Польши, открыв офис в Варшаве. Таким образом, холдинг в Европе представлен на Кипре, в Польше, Италии, Греции, Испании, Франции, Германии.

Freedom Holding продолжил развитие казахстанской экосистемы

В 2023 году холдинг вновь проявил высокую активность на рынке M&A: были приобретены сервисы по покупке авиабилетов Aviata и Chocotravel. Это агрегаторы онлайн-билетов с самым высоким уровнем автоматизации в СНГ. Также холдинг купил онлайн-супермаркет Arbus.kz, который за последние годы стал одним из флагманов казахстанского фудтеха и вносит большой вклад в развитие e-commerce в стране.

Freedom Telecom – новый сегмент бизнеса Freedom

Летом 2023 года в экосистеме холдинга появился новый бизнес – телекоммуникационная компания Freedom Telecom, развивающая на республиканском рынке широкополосный доступ к интернету и предоставляющая услуги мобильной связи на базе технологии 5G.



Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2023 году



Freedom Holding Corp. выпустил собственные облигации

Холдинг разместил долларовые облигации с дюрацией пять лет и ежемесячным купоном 11,25–12% годовых на первые два года обращения. После второго года ставка купона будет рассчитываться по формуле: Effective US Federal Funds Rate + 6,5%. Привлеченные средства направлены на развитие Freedom Telecom.

АО «Фридом Финанс» получило шесть наград KASE Awards за вклад в развитие фондового рынка

На международном форуме «Роль бирж в трансформации финансовых рынков» состоялась церемония награждения KASE Awards «За вклад в развитие фондового рынка». Мероприятие было приурочено к 30-летию Казахстанской фондовой биржи. АО «Фридом Финанс» получило награды в шести номинациях:

- Лидер рынка акций
- Лидер рынка облигаций
- За вклад в развитие рынка ГЦБ
- За развитие рынка розничных инвесторов
- За развитие института маркетмейкинга
- Лучший финансовый консультант

Совет директоров Freedom Holding Corp. провел стратегическую сессию

В октябре состоялось заседание совета директоров, в котором участвовали руководители всех дочерних структур холдинга. Топ-менеджеры подвели итоги работы всех подразделений Freedom Holding Corp., обсудили текущие задачи и планы на будущее. В ходе сессии были намечены приоритетные направления, в рамках которых будет развиваться синергия между подразделениями холдинга, также была разработана стратегия развития компании на ближайшие пять лет.

Холдинг продолжает финансировать социально значимые проекты в Казахстане

Freedom реализует инициативу по восстановлению экосистемы на осушенном дне Аральского моря. На территории в

500 гектаров Аральского района Кызылординской области создается оазис: территорию покроют зелеными насаждениями, там появятся ограждения и система орошения. Кроме того, холдинг профинансировал строительство нового кампуса школы IQanat под названием Freedom House. Благодаря этому школа сможет принять еще 120 учащихся. Согласно плану строительства в кампусе расположены амфитеатр на 420 посадочных мест, планетарий, оснащенный инновационным оборудованием современный кабинет для

изучения естественно-научных дисциплин, библиотека с фондом 7 тыс. книг и открытая терраса. Freedom Holding выступил в качестве генерального партнера юношеской футбольной лиги QJ League, а также чемпионата мира FIDE по шахматам–2023. Кроме того, при поддержке холдинга в Актау состоялся первый в истории чемпионат мира среди школьников (World Schools Team Championship), в котором приняли участие мальчики и девочки из более 50 стран мира.



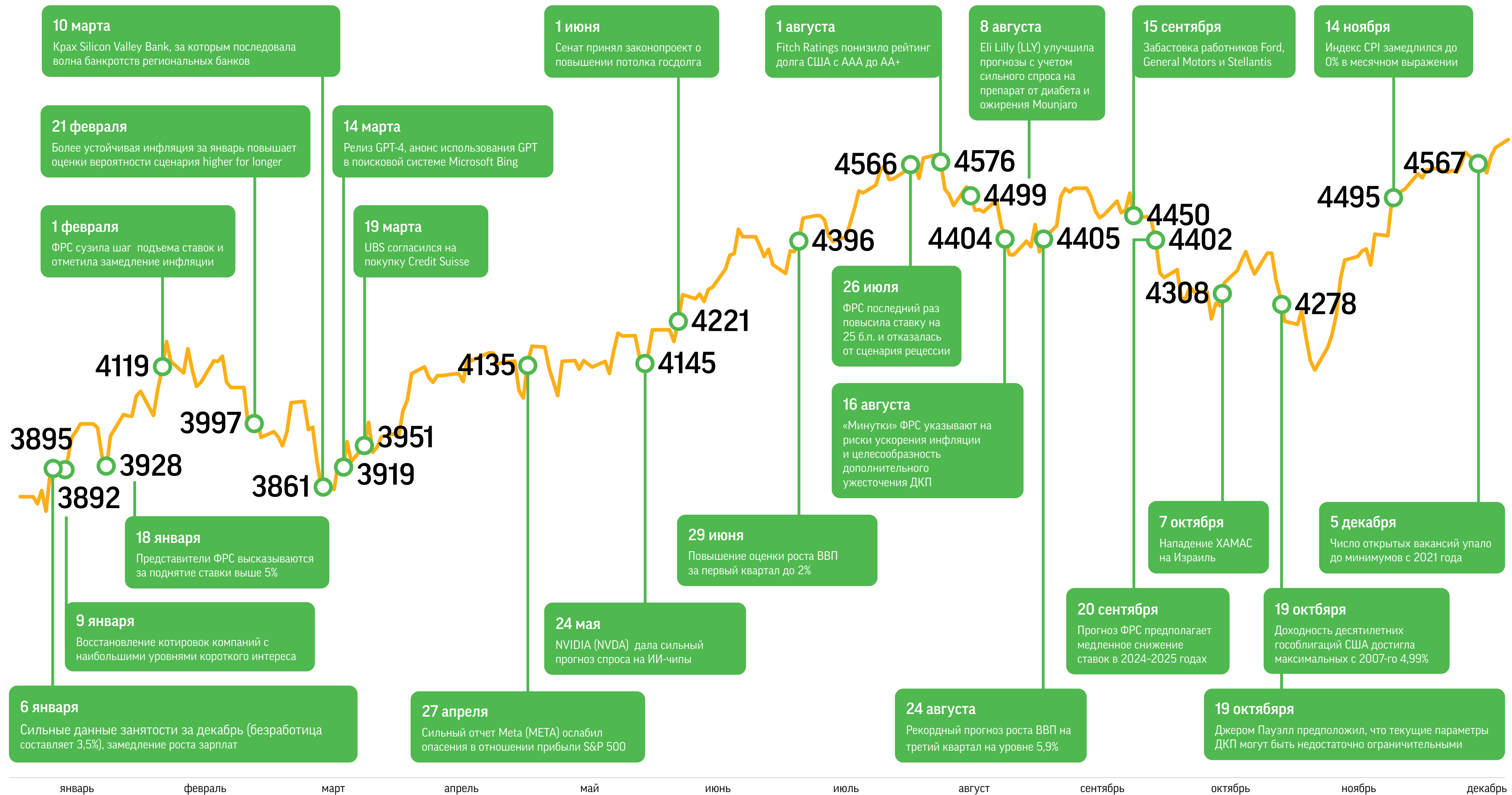
Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

Рынок США в 2023 году (индекс S&P 500)

Важные новости в одной инфографике



Ключевые события 2023 года

Златовласка отменяет рецессию

С начала 2023 года до 11 декабря S&P 500 вырос на 20,4%, продемонстрировав один из лучших результатов для фондовых бенчмарков развитых экономик.

Американский индекс широкого рынка начал текущий год в зеленой зоне. Развитию восходящего тренда способствовали ожидания скорого завершения цикла ужесточения ДКП, публикации более сильных, чем предполагалось в 2022-м, макроданных, улучшение прогнозов ВВП Евросоюза и Китая. В то же время в первом квартале с учетом высокой инфляции экономическое благополучие служило для инвесторов поводом опасаться дополнительных мер ужесточения ДКП и сохранения ФРС высокой ключевой ставки в течение длительного времени. К концу первого квартала S&P 500 приблизился к локальным пикам февраля на фоне активных действий ФРС и правительства по минимизации ущерба от кризиса региональных банков.

Начало второго квартала для индекса широкого рынка стало нейтральным. В апреле-мае он оставался преимущественно в узком боковом диапазоне. Опасения рецессии на этом этапе отошли на второй план, но статистика инфляции оставалась неоднозначной, что способствовало ожиданиям более высокого предельного уровня ставки ФРС. Кроме того, тревогу вызывали риски формирования «толстых хвостов» в финансовой системе. В начале мая был выкуплен очередной проблемный банк First Republic Bank (FRC). Несмотря на неплохие итоги сезона отчетов за первый квартал, которые частично нивелировали риски рецессии, активные покупки наблюдались в ограниченном круге акций, в числе которых в первую очередь выделяется Meta* (META). В июне фондовые площадки перешли к уверенному росту благодаря согласованию решения в отношении потолка госдолга США, а также на фоне публикации макроданных, зафиксировавших продол-

жение замедления инфляции при сохранении позитивных настроений потребителей, благополучного состояния рынка труда и уверенной динамики ВВП.

Третий квартал для S&P 500 стартовал на положительной территории. В июле рынок продолжил отыгрывать нейтрализацию ряда рисков, включая угрозу рецессии, так как предварительные данные ВВП за второй квартал подтвердили устойчивость экономики. Также были пересмотрены в сторону снижения риски стабильно высокой инфляции. Таким образом, в котировки включалось развитие в экономике так называемого сценария Златовласки. В начале августа на фоне некоторой переоценки рынка параллельно со снижением Fitch кредитного рейтинга США и ростом доходностей десятилетних трежерис на фондовых площадках развилась коррекция. В общерыночные ожидания закладывалось очень медленное снижение ставок ФРС в течение 2024-2025 годов. Динамика цен на нефть усиливала проинфляционные риски. Все эти факторы оказывали давление на S&P 500 до конца сентября.

Октябрь индекс широкого рынка начал с небольшого отскока, но из-за продолжавшегося роста доходностей гособлигаций и «ястребиной» риторики главы ФРС Джерома Пауэлла в Нью-Йоркском экономическом клубе завершился месяц в минусе. Несмотря на более сильные данные ВВП (проинфляционный фактор) и ускорение инфляции в сентябре, новых оценок экономической ситуации по итогам ноябрьского заседания ФРС не прозвучало. Из этого инвестсообщество заключило, что ключевая ставка достигла предельного уровня, от которого начнется ее снижение. Ориентация участников рынка на предстоящее постепенное снижение ставок ФРС оказывала давление на доходности десятилетних трежерис и поддерживала позитив на рынке акций до 11 декабря.

Игорь Ключнев,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Broker

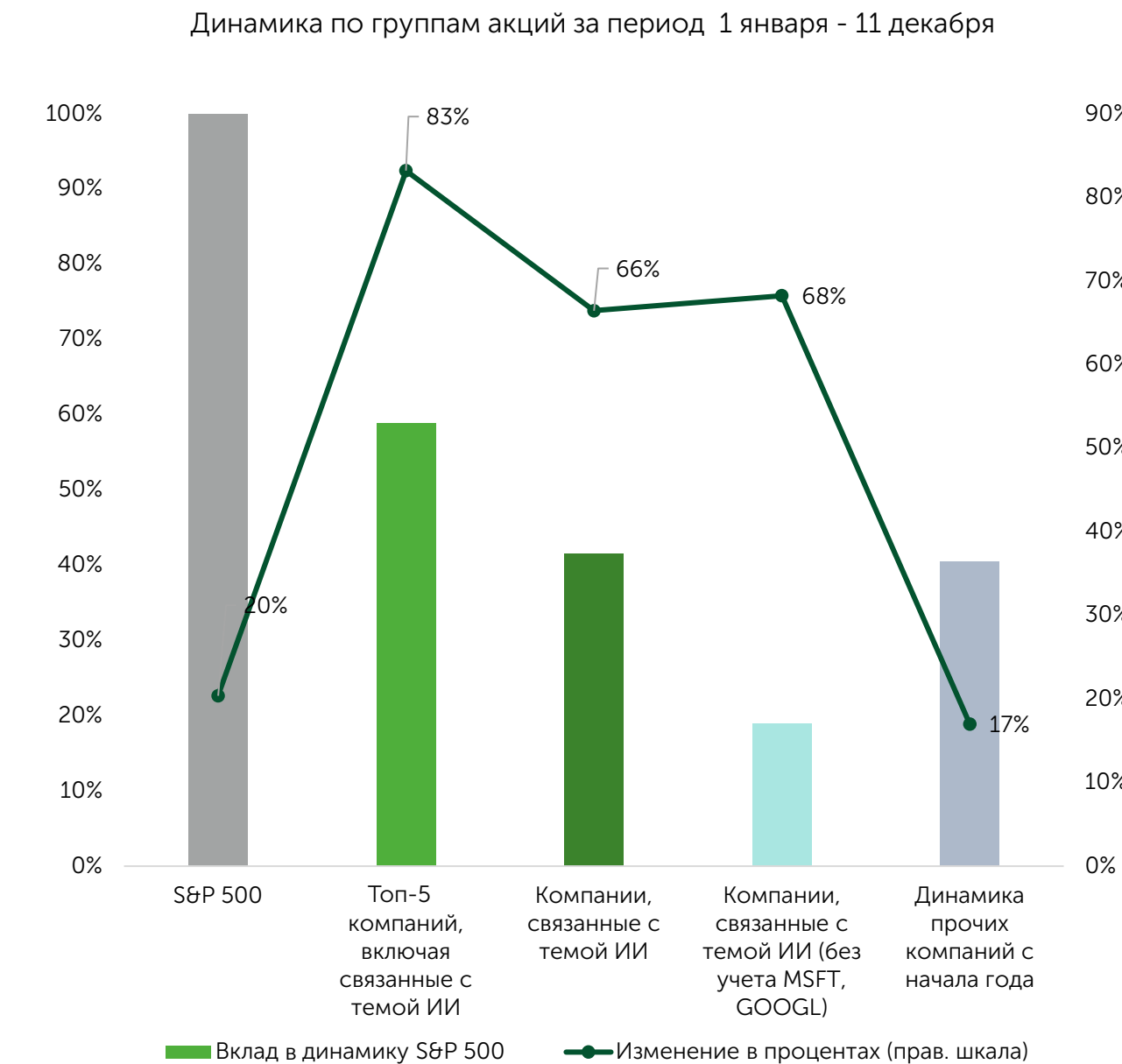


Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

Позитивную динамику на фондовых площадках США обеспечили три основных драйвера: устойчивая экономика (вместо рецессии в течение двух кварталов по итогам года прогнозируется рост ВВП на 2,6%), замедление инфляции, а также бум ИИ-технологий. Вклад последнего сложно измерить, но именно этот фактор оказал существенную поддержку биг-техам и технологическому сектору в целом. Котировки компаний, связанных с темой ИИ, в среднем поднялись на 66%, более чем втрое опередив по темпам роста широкий рынок.



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker



Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2024 год

По тонкому льду к уверенному восстановлению

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

Благоприятные факторы

• Макрофон

Состояние экономики сохранит приоритетное значение для движения фондового рынка. Мы ожидаем замедления деловой активности по сравнению с уровнями 2023-го, прогнозируем рост ВВП по итогам 2024 года в пределах 0,9%. В то же время предполагаем, что существенного давления на потребление не будет благодаря сохраняющемуся перевесу количества открытых вакансий к численности нетрудоустроенных, сдерживающему безработицу, замедлению инфляции при сохранении умеренного роста зарплат, обеспечивающего покупательную способность населения. По данным ФРБ Сан-Франциско, в октябре объем избыточных резервов населения составил \$400 млн, что будет поддерживать спрос до середины будущего года. Полагаем, что в целом состояние деловой активности укладывается в благоприятный сценарий «экономики Златовласки».

• Прогнозы выручки, прибыли и маржинальности

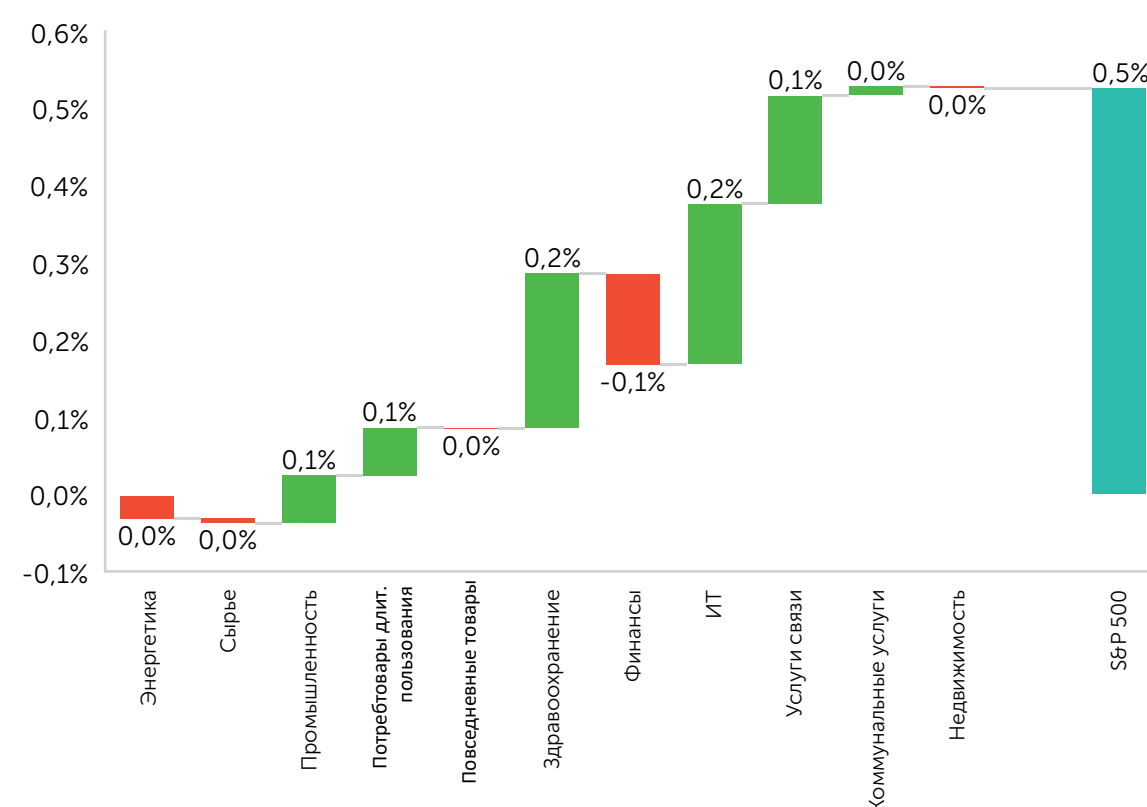
В числе факторов поддержки чистой маржи в 2024–2025 годах будет возвращение темпов роста выручки к предпандемийным трендам, а также повышение рентабельности EBITDA и валовой маржи.



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

По мере реализации эффекта лага по времени мы ожидаем постепенного улучшения маржинальности ИТ и коммуникационного секторов (с учетом базы 2023 года, продолжающегося восстановления в сегментах онлайн-рекламы и полупроводниковой отрасли). Аналогичные тренды наблюдаются и в индустриях сырья и энергетики, где мы ожидаем стабилизации цен на базовые активы. В целом рассчитываем, что позитивный тренд в маржинальности станет одним из ключевых факторов поддержки EPS в среднесрочной перспективе. Ощутимый положительный вклад в развитие этого тренда внесет и восстановление прибыли в секторе здравоохранения, который обеспечит около 24% увеличения прибыли и около 35% прироста маржинальности для S&P 500 в 2024 году.

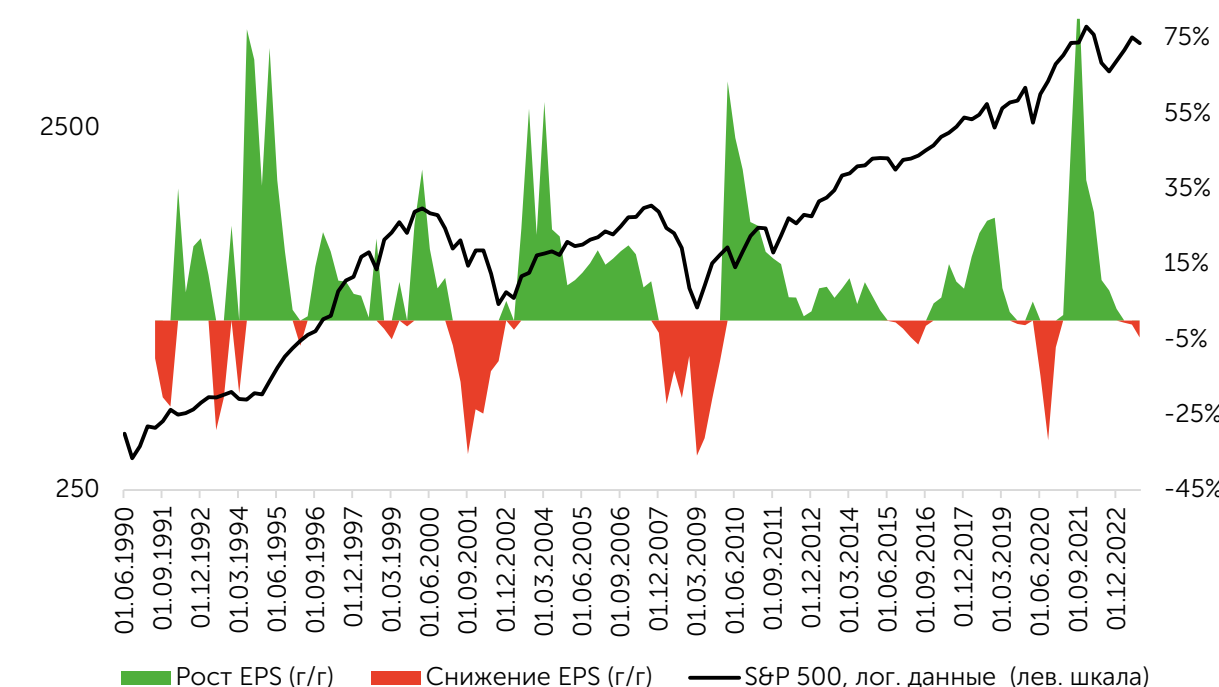
Ожидаемое изменение чистой маржи индекса широкого рынка в 2024-м (на 0,5%, до 12,5%) в разрезе секторов



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

• Динамика EPS

Как уже было сказано, в будущем году мы прогнозируем увеличение выручки и маржи чистой прибыли, что обеспечит повышение EPS на 9% (взвешенное значение). Кроме очевидных положительных эффектов, связанных с ростом EPS, на графике ниже видна статистическая закономерность между восстановлением динамики EPS* и улучшением рыночного сентимента. Полагаем, что закрепление установки на завершение «рецессии прибыли» будет обеспечивать поддержку «бычьим» настроениям в перспективе ближайших кварталов.



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

• Ожидания снижения ставок

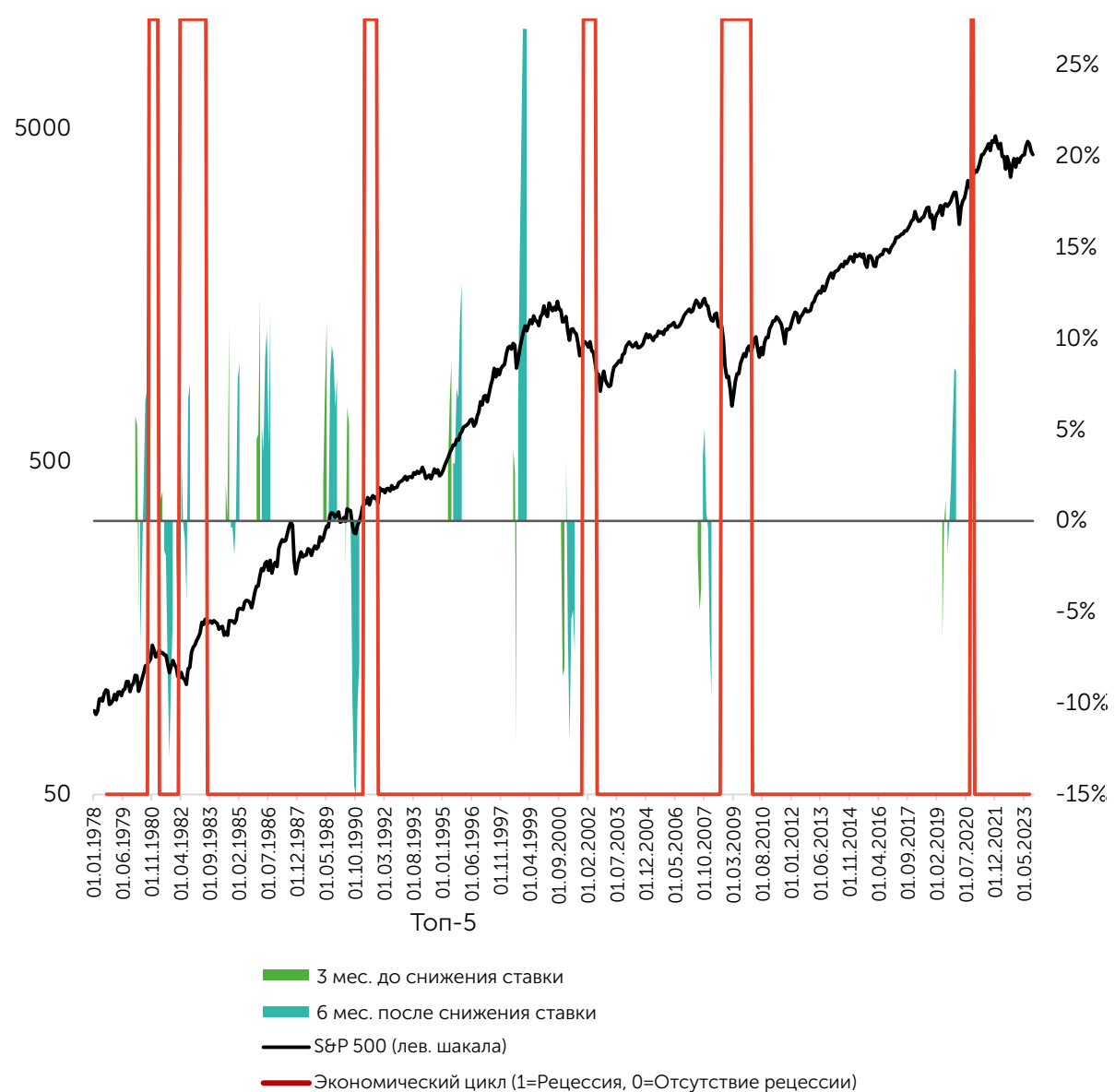
Несмотря на обозначенные далее риски, связанные с действиями ФРС, мы ориентируемся на переход регулятора к смягчению монетарных условий в 2024 году при отсутствии рецессии, отмечая, что снижение ставок оказывало благоприятный эффект на динамику индекса широкого рынка. Как видно на графике ниже, периоды негативных



Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2024 год

По тонкому льду к уверенному восстановлению

биржевых трендов в условиях снижения ставок ФРС были по преимуществу обусловлены рецессиями в экономике США

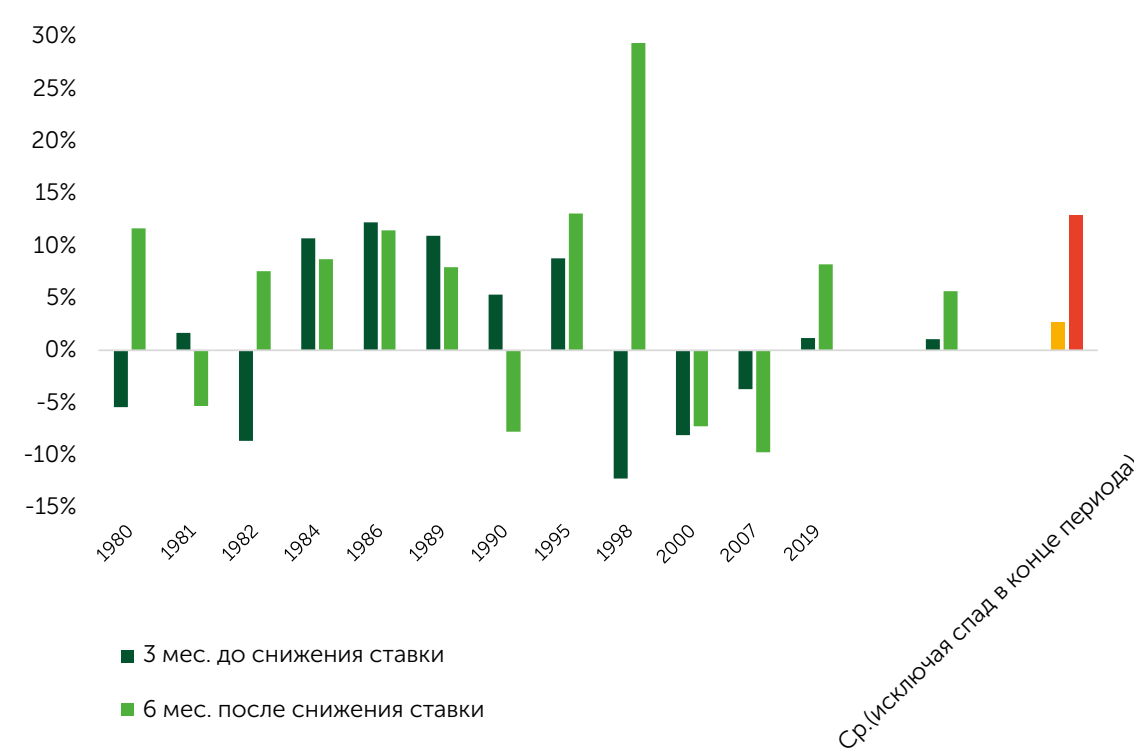


Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

*На графике рассмотрены периоды начала смягчения ДКП (разворот ДКП) и/или продолжения снижения ставок после длительного удержания ставки

Как видно на следующем графике, исключая периоды рецессии, на конец трех- или шестимесячного периода биржевые индексы демонстрируют прирост за три месяца до и через полгода после снижения ставки ФРС на уровне 3% и 13% соответственно. Поскольку на сегодня рынок оценен выше

привлекательных значений, можно предположить, что позитивный эффект окажется вдвое слабее и рост составит 1,5% и 6,5% соответственно (около средних уровней, включая периоды рецессий).

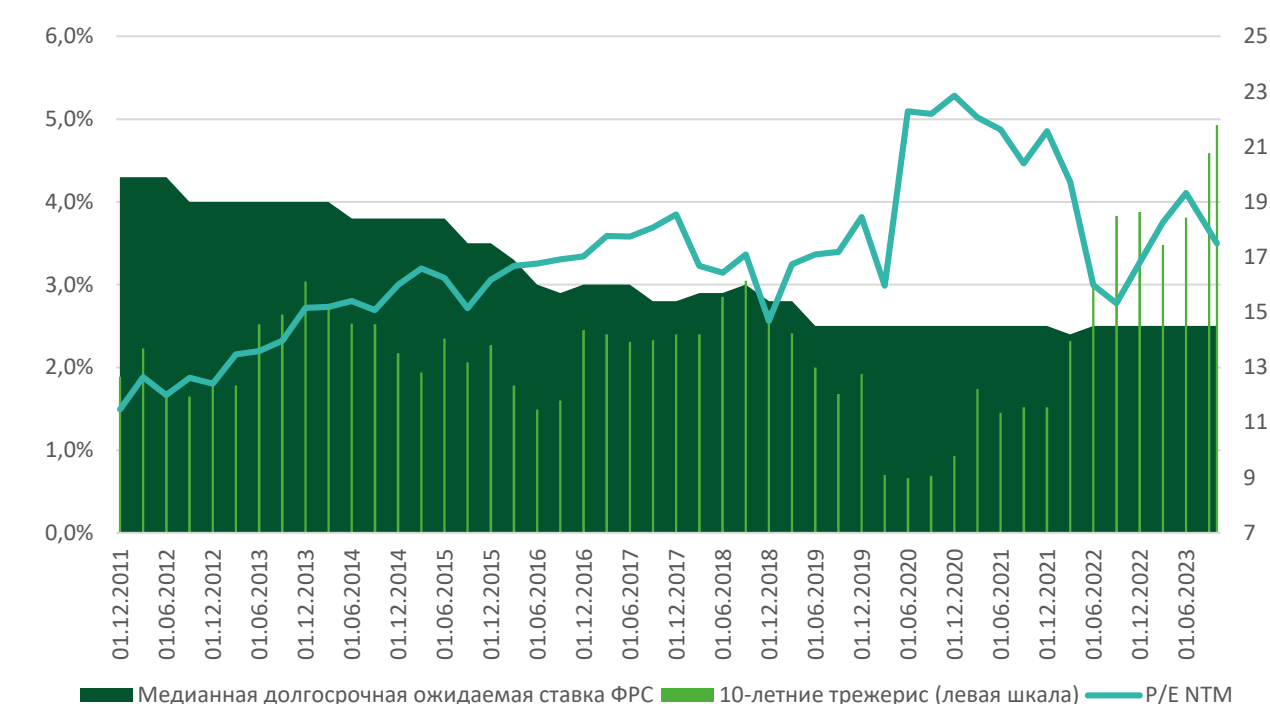


Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Риски

- **Инфляция, ставки ФРС, доходности гособлигаций**
ФРС в сентябре планировала снижение ставки до 5,25% или — при условии, что она уже достигла пиковых уровней — на 5%, то есть на 50 б.п. по итогам 2024 года. При этом, согласно данным CME Group, рынки ожидают уменьшения ставки на 100 б.п., до 4,3%. При сохранении более устойчивой макросреды и замедлении дезинфляционных процессов рынок может пересмотреть график снижения ставок ФРС, что поддержит доходности гособлигаций на дальнем конце кривой. Более длительный период сохранения повышенных ставок может изменить ориентиры инвестсообщества в отношении «нейтральной» ставки, которая, согласно нашему

исследованию, была одной из переменных, поддерживающих повышенные рыночные мультипликаторы в течение последних лет. Таким образом, более высокие текущие значения и ожидаемый долгосрочный уровень ставок ФРС могут неблагоприятно воздействовать на оценки рынка при прочих равных. Ниже приведена сравнительная динамика ожидаемой долгосрочной ставки ФРС, десятилетних трежерис и форвардного P/E индекса S&P 500.



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Наш базовый прогноз предполагает стабилизацию доходностей десятилетних гособлигаций на ближайшие два года в диапазоне 4,1–4,2%. Более устойчивая инфляция и, как следствие, более высокие доходности десятилетних трежерис могут оказать существенное давление на оценки рынка. При неблагоприятном развитии событий форвардный мультипликатор P/E индекса S&P 500 может скорректироваться примерно на ту же величину, что с августа по октябрь 2023 года. При отсутствии прочих факторов поддержки мультипликатор может снизиться до 17–17,5.

21 декабря 2023

ffin.global



Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2024 год

По тонкому льду к уверенному восстановлению

• Оценки рынка

Данные следующего графика служат одним из доказательств того, что текущие оценки рынка неустойчивы. Требуемая инвесторами премия за инвестирование в акции (разница между коэффициентом доходности (earnings yield) и доходностью десятилетних трежерис) ниже медианного значения и лишь на 0,9% превышает требуемую доходность для «десятилеток». В среднесрочной перспективе при условии отсутствия кардинальных изменений на рынке величина ERP, по нашим расчетам, не вернется к средним значениям с 2000 года (2,8%). Полагаем, что в перспективе нескольких лет показатель ERP может стремиться к диапазону 1,5–2%, продолжая негативно влиять на оценки рынка.

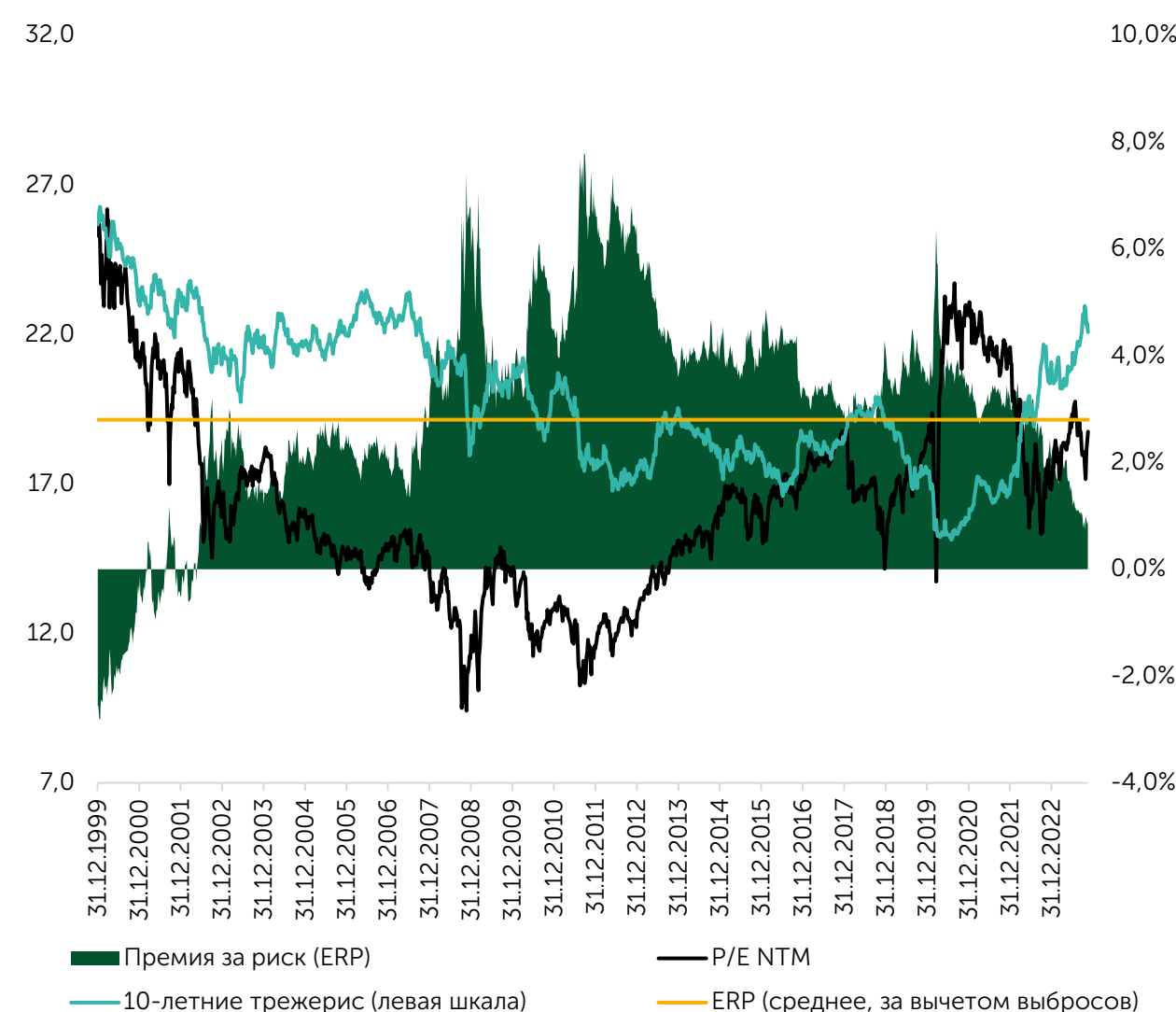
• Концентрация индекса

О таком среднесрочном факторе риска, как повышенная концентрация индекса, мы упоминали неоднократно. Он может частично реализоваться в течение 2024 года, но более вероятно сохранение его влияния на горизонте от двух до четырех лет. В будущем году частичная нормализация оценок (ближе к пятилетним средним) по компаниям Apple (AAPL), Microsoft (MSFT) и Tesla (TSLA) может оказать давление на значение форвардного P/E для S&P 500 на уровне 0,4 и вызвать снижение капитализации всего рынка на 2,1%.

уменьшение «избыточных» накоплений населения, слабый спрос на циклические товары. В пессимистичный сценарий мы закладываем снижение ВВП США во втором квартале 2024-го на 0,5%, а в третьем – на 0,2%. Предполагаем, что даже неглубокий экономический спад будет способен оказать серьезное краткосрочное давление на фондовый рынок.

• Технические факторы, локальные настроения

По состоянию на 12 декабря настроения на фондовом рынке оценивались как перегреты. Приток капитала в фонды ETF, ориентированные на акции США, за 30 дней к этой дате был на рекордных уровнях с ноября 2021 года (предыдущий пик) и составлял около \$43 млрд (выборка из 40 крупнейших фондов), недельные притоки также находились на близких к максимумам значениях (+\$24 млрд, согласно данным FactSet). Вкупе с завышенными оценками по мультипликаторам и значительной шириной рынка это выглядит как локальный фактор риска.



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

• Риски рецессии

Несмотря на устойчивость экономики США, на риски рецессии указывают близкие к рекордным ставки по кредитам, увеличение объема просрочки, сокращение числа ипотечных сделок,



Рыночные ожидания на 2024 год

Сценарии. Выводы

Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

	Умеренный рост с дезинфляцией	«Мягкое приземление»	Рецессия
EPS (2023)	221,2	219,5	218,0
Изменение EPS (2023)	2,50%	1,70%	1,00%
EPS (2024)	250,0	241,4	226,7
Изменение EPS (2024)	13,00%	10,00%	4,00%
EPS (2025)	279,9	263,1	253,9
Изменение EPS (2025)	12,00%	10,00%	12,00%
P/E NTM (2024)	18,7	18,2	17,4
Вероятность	20%	55%	25%
S&P 500 (на конец 2024)	5235,0	4789,2	4417,5
Допущения	<p>Экономика США остается устойчивой и демонстрирует незначительное замедление по сравнению со средними темпами. Более высокая деловая активность будет поддерживать уверенный рост EPS (2023: +13,5%, 2024: +12,5%). Ожидание ускоренного увеличения прибыли на акцию будет стимулировать сохранение завышенных оценок рынка до конца 2024 года с последующей постепенной нормализацией. Одним из факторов риска для реализации этого сценария является более устойчивая инфляция и, как следствие, потенциально более высокие ставки ФРС</p>	<p>Экономическая активность в США демонстрирует спад с первого по четвертый квартал без серьезного давления на спрос. Вкупе с восстановлением маржинальности рынка и стабилизацией роста выручки это будет способствовать увеличению EPS в пределах 9% по итогам года. Учитывая свой ориентир в отношении десятилетних трежерис и долгосрочной ставки ФРС, мы снизили целевое ожидаемое значение P/E NTM до 18,2. Полагаем, что рост прибылей и снижение ставок ФРС в середине года поддержит сентимент инвесторов</p>	<p>Рост ВВП США замедляется и переходит к снижению со второго по четвертый квартал. Инфляция по базовому PCE замедляется, что позволяет ФРС приступить к снижению ставки в начале второго квартала. Ослабление деловой активности будет способствовать нормализации оценок рынка. Ожидаем восстановления P/E NTM до 17,2. Несмотря на экономический спад, давление на EPS будет ограниченным за счет благополучной ситуации на рынке труда, продолжения фискальной поддержки и поверхностного характера рецессии</p>



Взвешенное значение S&P 500 на конец 2024 года – 4790

Мы ожидаем, что в течение всего 2024 года ситуация на рынках будет неустойчивой, но сценарий «экономики Златовласки» продолжит осуществляться. Макрофон в целом останется позитивным для фондовых площадок. Благополучное состояние рынка труда, сохраняющиеся со времен пандемии накопления вкупе с реализацией фискальной поддержки экономики, вероятно, будут стимулировать потребительский и корпоративный спрос. Консенсус FactSet предполагает рост капзатрат компаний на 5%. Отсутствие выраженного давления на экономику позволит поддержать

маржинальность чистой прибыли, что окажет благоприятный эффект на динамику EPS. В целом участники рынка сохраняют оптимизм относительно следующего года, прогнозируя увеличение прибыли на акцию в пределах 12%. Наиболее значимый вклад в ее динамику по индексу S&P 500 внесут ИТ-сектор (29%), здравоохранение (24%) и коммуникации (18%). Отраслевые тренды считаем позитивными, поэтому ожидаем, что при отсутствии выраженной рецессии прибыль индекса S&P 500 на акцию по итогам года вырастет на 9%, что поддержит позитивный сентимент инвесторов.

Полагаем, что «бычьи» настроения поддержит и разворот ДКП США в сторону смягчения, который ориентировочно произойдет в середине года. Начало цикла снижения ставки способно оказать положительный эффект на сентимент рынка. В целом при продолжении реализации сценария «экономики Златовласки» мы ожидаем сохранения сравнительно сильной покупательской активности в течение всего следующего года. К концу 2024-го прогнозируем достижение индексом S&P 500 отметки 4790 пунктов. Базовая рекомендация – «покупать». В то же время в целом будущий год, вероятно, станет очень

Рыночные ожидания на 2024 год

Сценарии. Выводы

трудным для инвесторов. Риски со стороны инфляции и потенциально более высоких доходностей долговых инструментов на дальнем конце кривой с учетом завышенных оценок рынка акций (форвардный P/E по состоянию на 22 ноября равнялся 18,8) останутся определяющими факторами с января по март нового года. Рассчитываем, что первый квартал рынка проведут в нейтрально-положительной зоне, но многое будет зависеть от того, как для S&P 500 завершится уходящий год. Если ралли не перейдет в коррекцию, то старт 2024-го может оказаться негативным.

Экономический цикл в США в четвертом квартале 2023 года вошел с позднюю фазу, которая продлится по первый квартал 2024-го. Деловая активность, как предполагает наш базовый прогноз, продолжит замедляться на протяжении большей части будущего года. Обычно на этой стадии цикла инве-

сторам советуют сосредоточиться на миксе активов поздней фазы рынка (энергетика, сырье, финансы) и классических защитных активах (производители товаров повседневного спроса, здравоохранение, коммунальные сервисы). Однако в ряде секторов ситуация развивается нетипично, а прогнозы деловой активности на 2024 год остаются умеренно позитивными. В этой связи мы планируем делать ставку на ИТ (учитывая устойчивость спроса, позитивные отраслевые тренды в ПО, облачных вычислениях, интенсивное развитие в сегменте ИИ, восстановление спроса на полупроводники), телеком (учитывая неплохие оценки, восстановление рынка онлайн-рекламы, рост маржинальности), здравоохранение (учитывая высокий спрос на препараты от ожирения, восстановление маржинальности биотехов и фармкомпаний, существенный рост прибыли). Также ожидаем сильных резуль-

татов от производителей товаров длительного пользования и повседневного спроса. С точки зрения факторного анализа на фоне повышенной неопределенности в течение года инвесторы предпочтут фокусироваться на инструментах с преобладанием факторов «роста» и «качества» ввиду по-прежнему крупной доли топ-7 компаний по капитализации. Факторы «стоимости» и «низкой волатильности» не будут пользоваться повышенным спросом у инвесторов в отсутствие рецессии, но не исключаем локальных всплесков интереса к обоим факторам при дальнейшем существенном повышении оценок фактора «роста» и локальных всплесков опасений по поводу экономического спада. Акции компаний малой и средней капитализации могут получить позитивный импульс к концу года, если данные деловой активности продемонстрируют ее устойчивое улучшение.



Макроэкономические сценарии на 2024 год

Решающее слово за инфляцией

Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

В августе этого года мы пересмотрели **базовый сценарий**, убрав из него вариант, предполагавший рецессию в экономике США. С тех пор мы рассчитываем на «мягкое приземление», выражая общее согласие с мнением представителей ФРС. Другими словами, ожидаем замедления роста экономики до значений ниже потенциальных, но без скатывания в рецессию. Относительно высокая неопределенность в отношении вариантов развития событий для экономики США сохраняется. После

завершения пандемии по-прежнему остаются под вопросом характеристики некоторых макроэкономических параметров, когда не вполне ясно, является ли его значение новой нормой или оно искажено последствиями монетарных/фискальных стимулов, а также другими факторами. К примеру, дебаты ведутся в отношении нормы ежемесячных сбережений, уровня участия в рабочей силе и т.д. Ключевая фундаментальная предпосылка к «мягкому приземлению» заключается в том, что

рынок труда США крайне удачно ребалансируется: излишек спроса на рабочую силу удастся абсорбировать без масштабных увольнений и, как следствие, резкого роста безработицы. К слову, ее рост от минимума в текущем экономическом цикле примерно на 0,5 п.п. во многом обусловлен именно возвращением на рынок труда экономически активного населения. Это означает, что повышение безработицы сопровождается увеличением общего числа занятых в экономике.

Базовый сценарий: «мягкое приземление»	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	2023	2024	2025
Рост реального ВВП, %	4,9	1,5	1,0	0,7	0,7	1,3	2,6	0,9	1,7
Базовый PCE, % (г/г)	3,9	3,4	2,8	2,5	2,5	2,5	3,4	2,5	2,2
Уровень безработицы, %	3,7	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	3,9	4,3	4,1
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,3	4,1	4,0	3,7	3,4	3,2	4,1	3,2	3,0
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,75	5,50	4,75	3,75
Доходность 10-летних UST	4,57	4,50	4,40	4,20	4,10	4,20	4,50	4,20	4,20

Наш **оптимистичный сценарий** предполагает еще более высокую, чем в настоящий момент, устойчивость экономики США. Ее рост замедлится относительно темпов 2023 года, но оста-

нется заметно выше 1%. При этом такое развитие событий крайне тревожно для ФРС, ведь если ВВП будет стабильно повышаться более чем на 2%, может создаться база для оче-

редного перегрева отдельных секторов экономики и, как следствие, для нового витка инфляции.

Оптимистичный сценарий: умеренный рост с дезинфляцией	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	2023	2024	2025
Рост реального ВВП, %	4,9	2,0	1,5	1,2	1,3	1,8	2,8	1,5	1,9
Базовый PCE, % (г/г)	3,9	3,5	3,0	2,7	2,7	2,7	3,5	2,7	2,4
Уровень безработицы, %	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,1	3,8	4,1	3,8
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,3	4,2	4,2	3,9	3,5	3,3	4,2	3,3	3,1
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	5,50	5,00	4,00
Доходность 10-летних UST	4,57	4,70	4,90	4,80	4,50	4,50	4,70	4,50	4,70



Макроэкономические сценарии на 2024 год

Решающее слово за инфляцией

В **пессимистичном сценарии** экономика под влиянием действий ФРС по обузданию инфляции скатывается в умеренную рецессию продолжительностью два квартала. Для регулятора это развитие событий вполне приемлемо, так как в этом случае число рабочих мест немного сократится, а инфляция смо-

жет достичь таргета 2% уже практически к концу 2024 года. В этом случае ФРС получит возможность активно смягчать денежно-кредитную политику, снизив ставку на 150 б.п. за год. Признаком реализации этого варианта развития событий, по нашим расчетам, должно стать ухудшение динамики макро-

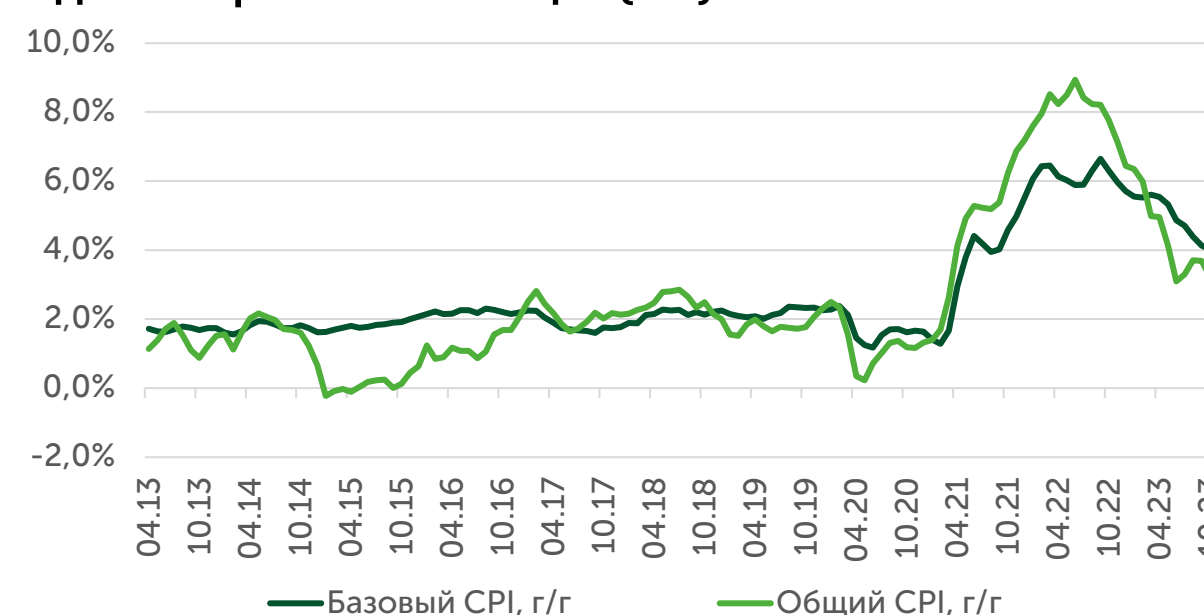
данных в начале будущего года, в частности, не исключаем пересмотра в сторону понижения планов потребителей в отношении покупок из-за сложностей с погашением студенческих кредитов или переоцененности объема избыточных сбережений.

Пессимистичный сценарий: умеренная рецессия	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	2023	2024	2025
Рост реального ВВП, %	4,9	1,3	0,5	-0,5	-0,2	1,0	2,6	0,2	1,8
Базовый PCE, % (г/г)	3,9	3,3	2,6	2,2	2,1	2,1	3,3	2,1	2,0
Уровень безработицы, %	3,7	4,0	4,2	4,6	4,7	4,8	4,0	4,8	4,2
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,3	4,0	3,9	3,5	3,1	2,8	4,0	2,8	2,6
Ставка ФРС (верхняя граница), %	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25	4,00	5,50	4,00	3,00
Доходность 10-летних UST	4,57	4,30	4,10	3,70	3,50	3,50	4,30	3,50	3,50

Перспективы снижения инфляции

Официальные данные нескольких последних месяцев подтвердили уверенные дезинфляционные тенденции в экономике США. В ноябре индекс потребительских цен вырос на 0,1% м/м и на минимальные с марта 2021-го 3,1% г/г. Как и предполагалось, цены на бензин, упавшие на 6% м/м, позволили сдержать повышение общего индекса. Продукты питания дорожали менее активно, чем в октябре, прибавив 0,2%. Базовый CPI (без учета энергии и продуктов питания) ожидаемо увеличился на 0,3% м/м после 0,2% м/м месяцем ранее. Годовой рост в соответствии с прогнозами составил 4%. Несмотря на негативную динамику в данных аукционов от Manheim стоимость поддержанных авто выросла на 1,6% м/м после последовательной нисходящей динамики на протяжении пяти месяцев подряд. Цены на мебель и новые автомобили снизились, одежда подешевела на максимальные с 2020 года 1,3% м/м. В целом удешевление основных товаров фиксируется в течение шести месяцев кряду.

Индекс потребительских цен (CPI)



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Мы существенно пересмотрели вниз прогнозы инфляции с учетом выходящих в последние месяцы макро данных. Ниже представлен график базового PCE с прогнозом по месяцам до конца 2025 года, предполагающим значительное снижение

темпа роста цен в начале 2024-го. В первую очередь это связано с тем, что из выборки будут выключены высокие месячные приросты начала 2023 года. Во второй половине 2024-го замедление инфляции должно стать более плавным и предсказуемым.

Инфляция по базовому PCE, г/г



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

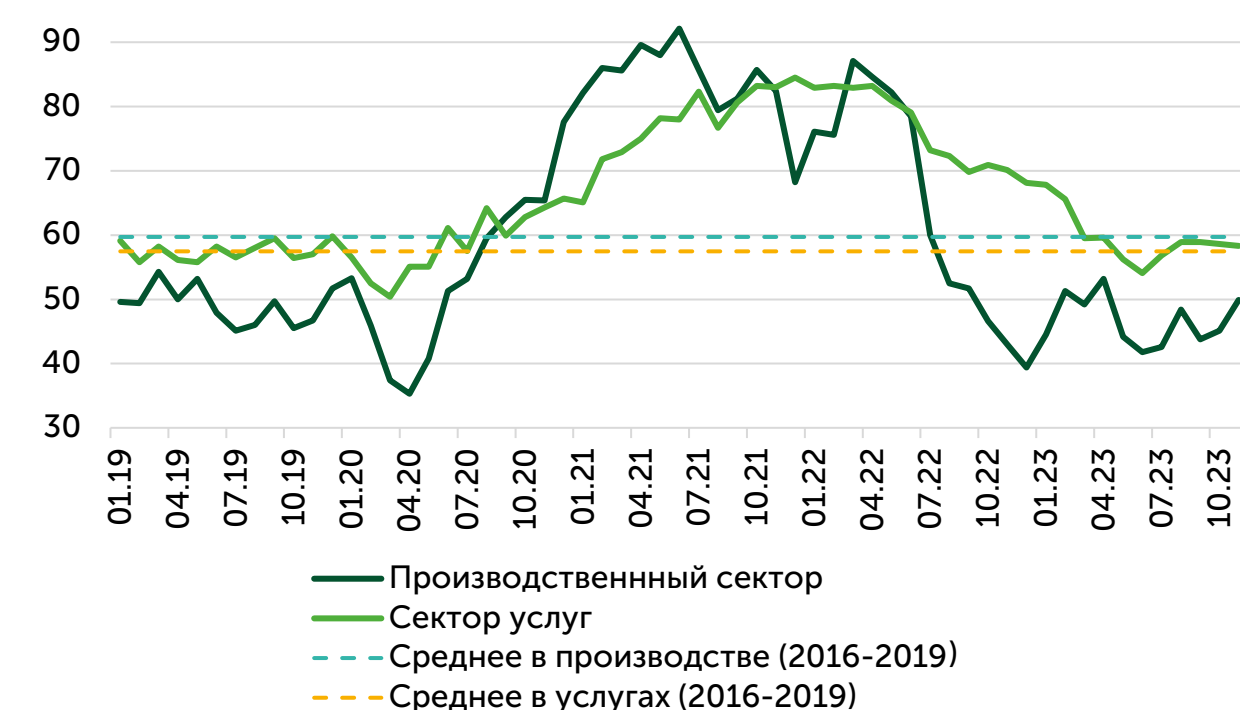


Макроэкономические сценарии на 2024 год

Решающее слово за инфляцией

Мы видим убедительное подтверждение тезисов о грядущей дезинфляции в том, что компоненты цен в индексах PMI от ISM уже нормализовались. В секторе услуг уже произошел возврат к среднему значению за 2016–2019 годов, что должно со временем отразиться в официальных данных CPI. В отношении трендов в производственном секторе можно отметить, что дефляционные процессы, замеченные в ценовом компоненте ISM, уже сказались на CPI. Другими словами, если дальнейшей дезинфляции и предстоит произойти, то она должна быть на стороне услуг.

Ценовые компоненты в индексах PMI от ISM



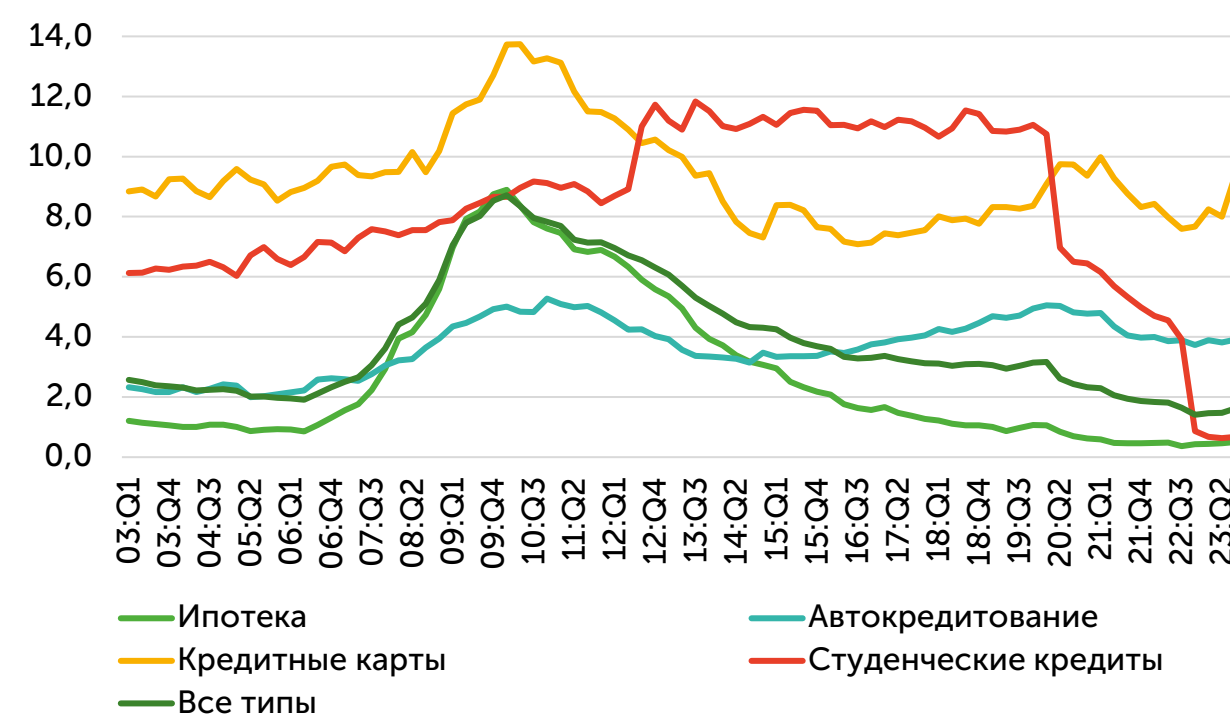
Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Кредитная нагрузка и избыточные сбережения потребителей

В третьем квартале общий долг американских домохозяйств увеличился на 1,34% кв/кв, до \$17,29 трлн. На ипотечные займы приходится 70% этого объема, или \$12,1 трлн. По 9,2% занимают долги по автокредитам (\$1,59 трлн) и студенческим займам (\$1,6 трлн), доля кредитных карт составляет 6,2%, а объем средств на них увеличился на 16,6% г/г, до \$1,07 трлн. Доля текущих обязательств (непросроченных платежей) составила 97%. Хотя показатель снижается третий квартал подряд,

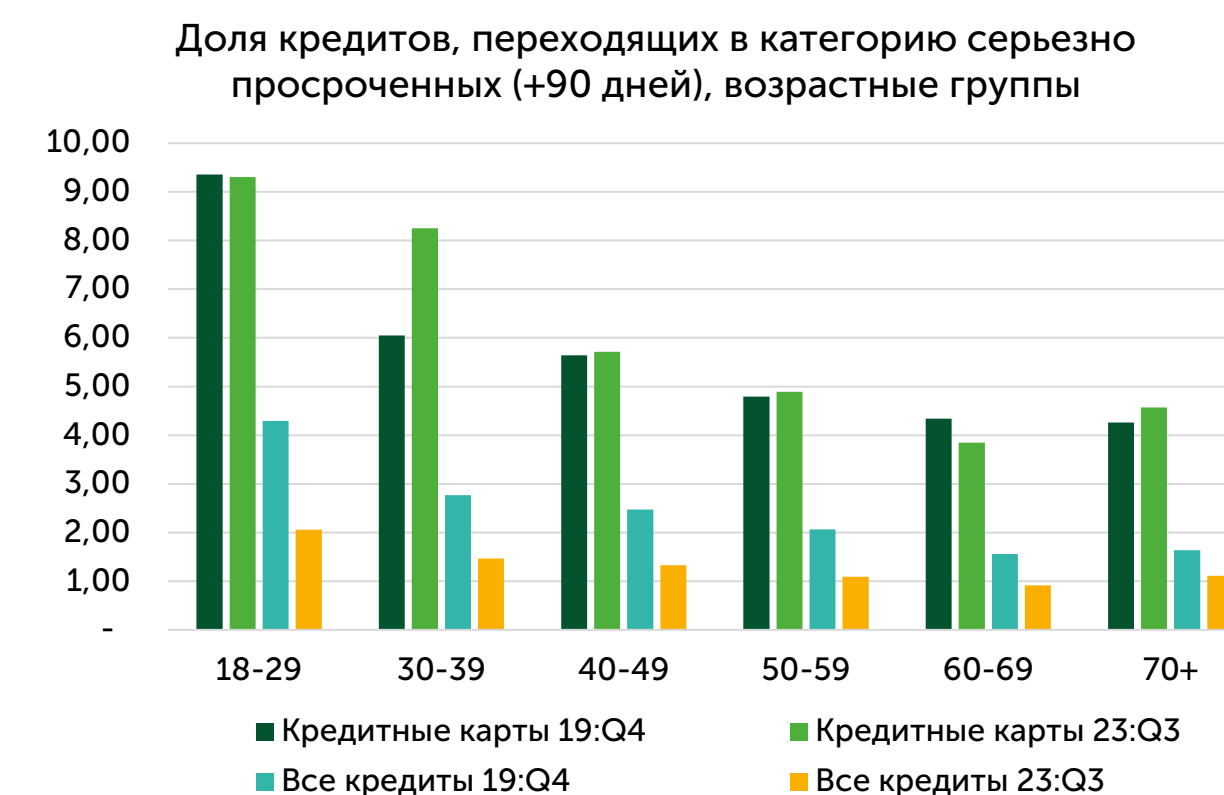
он все еще превышает уровни конца 2019-го и 2009 года, равные 95,3% и 88,1% соответственно. Это указывает на то, что потребители по-прежнему своевременно погашают займы. Доля серьезно просроченных платежей (более 90 дней) все еще остается вблизи исторически низкого уровня, несмотря на рост, продолжающийся с начала года.

Доля просроченных задолженностей, % (+90 дней)



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Однако внимание сосредоточено на расширении доли задолженности по кредитным картам до 9,43% со среднего для 2018–2019 года уровня 8,1%. Кроме того, процент кредитов, переходящих в категорию серьезно просроченных, увеличился с допандемийных 5% до 5,78%. По оценке ФРБ Нью-Йорка, рост просрочки по кредитам наиболее характерен для заемщиков в возрасте 30–40 лет и потребителей с низким уровнем доходов. Это рисует неоднозначную картину на перспективу, ведь именно эти категории граждан отличаются высокой склонностью к потреблению, хотя занимают относительно небольшую долю в общих расходах.



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Возобновление выплат процентов по студенческим кредитам в октябре должно привести к увеличению доли просрочки по итогам четвертого квартала. Более 60% федеральных образовательных кредитов приходится на заемщиков старше 35 лет, поэтому необходимость гасить проценты коснется в первую очередь потребителей в возрасте 30–59 лет. На эту же категорию приходится основная доля всех потребительских кредитов, поэтому возобновление выплат дополнительно способствует увеличению просроченных платежей по другим категориям займов. В сочетании с ужесточением финансовых условий это окажет сдерживающее влияние на расходы потребителей в ближайшем году.

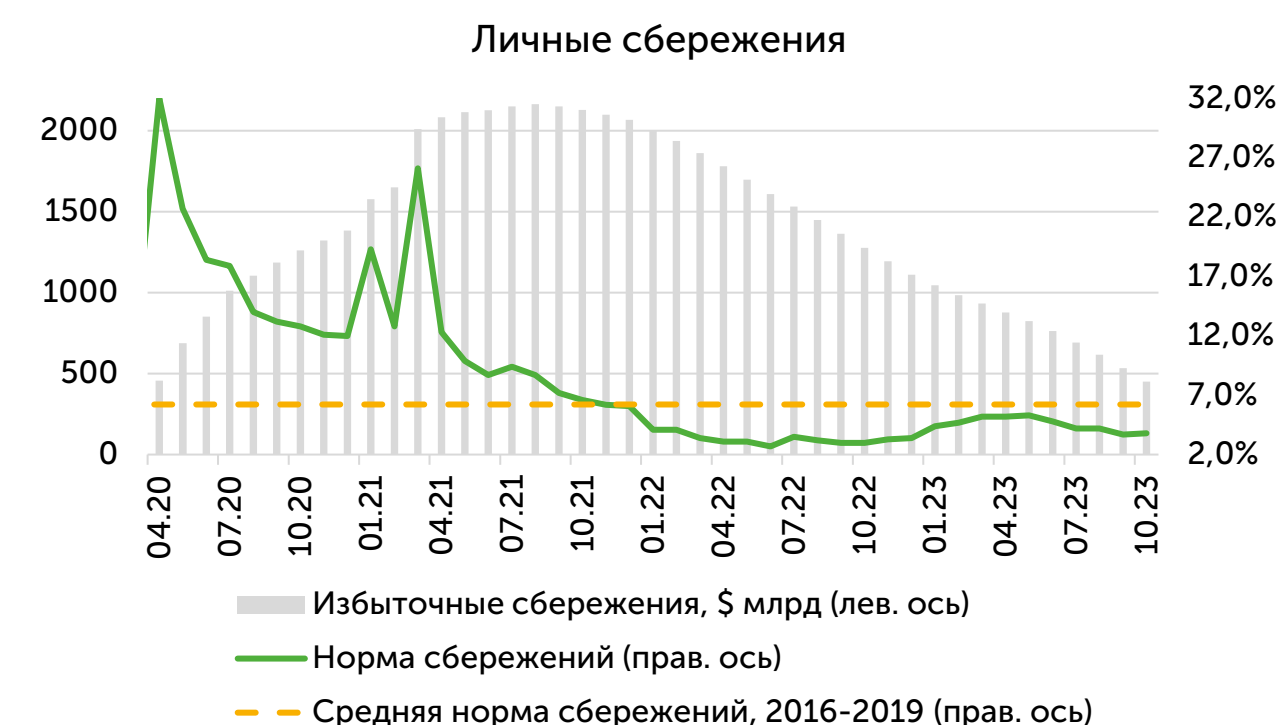
Тем не менее мы не ожидаем резкого ухудшения кредитоспособности и значительного сокращения расходов физлиц. Частично смягчить переходный период потребителям позволит программа SAVE («Экономия на ценном образовании»), инициированная администрацией Джо Байдена. Во втором квартале затраты на обслуживание долга составляли 9,8% располагаемого дохода домохозяйств. С повышением процентных ставок и возобновлением выплат по студенческим кредитам показатель, вероятно, вернется на уровень конца 2022 года 9,97% и спосо-



Макроэкономические сценарии на 2024 год

Решающее слово за инфляцией

бен продолжить расти. Впрочем, уровень долговой нагрузки, видимо, будет соответствовать среднему для 2013–2019 годов. В конце сентября Бюро экономического анализа (BEA) представило комплексную обновленную статистику расходов и доходов с 2013 года. Новые данные позволили значительно улучшить оценку динамики расходов и сбережений.



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Как мы предполагали ранее, за время пандемии домохозяйства накопили беспрецедентный объем избыточных сбережений, к середине 2021 года достигший примерно \$2,1 трлн. Предварительно мы закладывали в оценки исчерпание этих накоплений в октябре 2023-го, однако пересмотренная статистика формирует более оптимистичную картину, в соответствии с которой на октябрь уходящего года домохозяйства располагали примерно \$451 млрд совокупных избыточных сбережений. Одновременно ежемесячные темпы их использования замедлились до \$75 млрд против предыдущей оценки около \$100 млрд. С учетом этого мы ожидаем, что за счет сохраняющихся накоплений удастся поддерживать потребление в первой половине 2024 года, хотя оно продолжит постепенно сокращаться.



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Долговой рынок: итоги и перспективы

Не переключайтесь: будет интересно



Тимур Лебедев,
старший аналитик
Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

Неоднозначные перспективы по US Treasuries на 2024

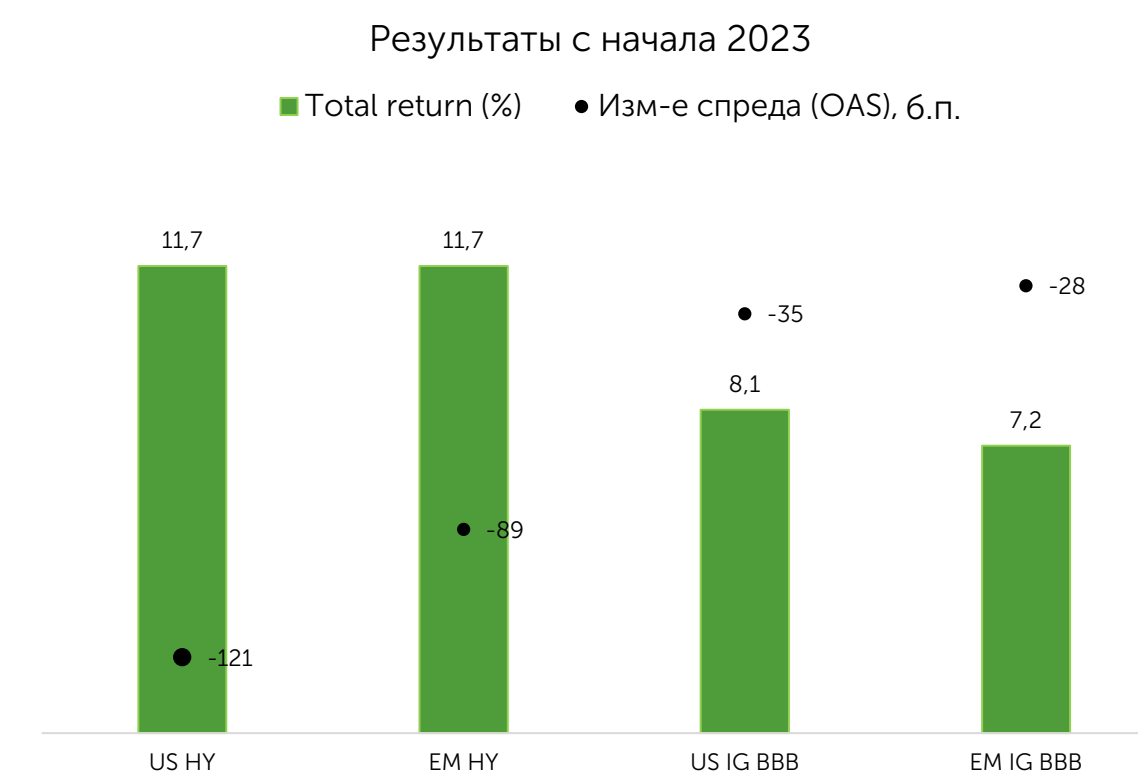
В декабре 10-летним UST удалось выйти на положительную территорию: совокупная доходность повысилась на 0,6% относительно начала года, но в целом 2023-й снова оказался неудачным для «длинных» US Treasuries. Высокая устойчивость экономики США к жесткой монетарной политике ФРС сформировала на рынке ожидания сохранения более высокой ставки по федеральным фондам на более длительный срок. Это привело к переоценке вверх доходностей вдоль кривой UST. Особенно сильные распродажи в течение года были на ее дальнем участке. В результате наклон кривой UST начал нормализовываться.

доходностей. Взгляд на доходности «длинных» казначейских облигаций США не такой оптимистичный и однозначный. Несмотря на замедление, рост экономики США в 2024–2025 годах будет выше, чем полагало большинство экономистов в начале уходящего года. Похоже, уровень ставки, на котором ФРС в 2025 году остановит ее снижение, также будет выше, чем ожидалось ранее. Растущий дефицит бюджета США приведет к увеличению объема размещений казначейских облигаций. Казначейство планирует привлечь на рынке \$2,5 трлн по сравнению с \$2,1 трлн в 2023 году. Неблагоприятная динамика спроса и предложения, неразрешенность проблемы роста дефицита бюджета США будут способствовать увеличению временной премии (или премии за срочность в «длинных» бондах относительно «коротких»), которая пока остается исторически низкой. В результате в базовом сценарии на 2024 год мы предполагаем снижение доходностей «десятилеток» по мере замедления экономики США и начала снижения ставки ФРС ориентировочно в первом полугодии будущего года с возможным разворотом вверх в его второй половине или в начале 2025-го. В совокупности это будет означать консолидацию доходностей «десятилеток» основную часть рассматриваемого периода в примерном диапазоне 4–4,5%.

Потенциал в корпоративных евробондах развивающихся стран

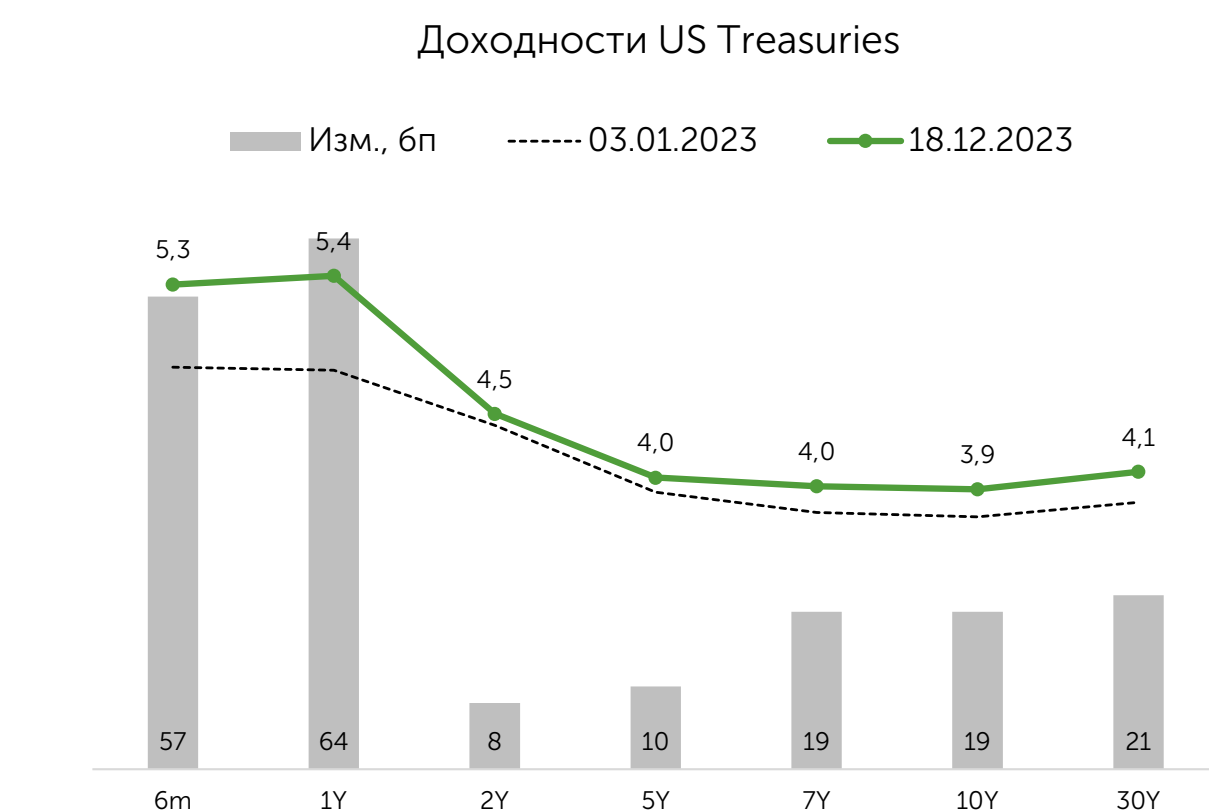
За исключением нескольких эпизодов, основным драйвером в глобальных корпоративных бондах в течение года были безрисковые ставки. Сильное повышение премии за кредитный риск и ликвидность наблюдалось в марте на фоне банкротства ряда американских банков, а также в сентябре — из-за очень быстрого и резкого роста доходностей US Treasuries. В остальное время высокодоходные бонды (после расширения

спредов в 2022 году на фоне ожиданий рецессии в США) отыгрывали сценарий «мягкого приземления» экономики. Спреды плавно сокращались в рамках нисходящего канала.



Динамика по индексам облигаций Bloomberg в USD. Total return вкл изменение цен и накопленный купонный доход за период. OAS - option adjusted spread. Источник: Bloomberg. Данные на 12.12.2023

В следующем году мы не прогнозируем больших изменений в сегменте высокодоходных бондов. Замедление экономики США окажет давление на кредитные метрики компаний, будет продолжать расти стоимость обслуживания долга, так как компании вынуждены рефинансировать старые обязательства, привлеченные под более низкую процентную ставку. Однако в среднем кредитные метрики для эмитентов находятся в довольно неплохом состоянии. Проблемы в основном будут проявляться в самом высоком спектре кредитного риска (рейтинговые категории В-/ССС). В этих обстоятельствах принимать высокие кредитные риски рано, но и особо высоких премий в таких бондах тоже нет. Временная



Источник: Bloomberg

Экономика США в следующем году продолжит замедляться, способствуя снижению инфляции. Это может привести к началу фазы монетарного смягчения примерно в середине 2024-го. Для ближнего участка кривой такая ситуация рисует довольно понятные перспективы — постепенное снижение

Долговой рынок: итоги и перспективы

Не переключайтесь: будет интересно

ставка дефолта по индексу US HY оценивается на уровне 5,2-5,7% и выглядит справедливо с учетом ожидаемого увеличения числа дефолтов компаний. Полагаем, что в 2024 году спред продолжит консолидироваться в районе 350-460 б.п., немного сужаясь по мере смягчения монетарной политики ФРС и ускорения роста ВВП США к началу 2025 года. Мы нейтрально смотрим на класс облигаций US HY и оцениваем совокупный ожидаемый доход по их индексу на уровне 7%, что ниже дохода по индексу US IG, который

оценивается в 8,5% (при реализации базового сценария по доходности десятилетних UST). Евробонды развивающихся стран интересны в перспективе следующего года. Начало смягчения монетарной политики ФРС и ослабление доллара может способствовать увеличению предложения облигаций этого класса. Исторически в течение последующих 12 месяцев после достижения пика ставкой ФРС индекс EM HY показывал совокупную доходность (купоны плюс рост цены) на уровне 13%¹. По мере

разворота монетарной политики ФРС в сторону смягчения интересной станет пассивная экспозиция на широкий индекс корпоративных высокодоходных бондов развивающихся стран. Это снизит риск дефолта из-за неправильного подбора эмитента, но позволит поучаствовать в реализации потенциала роста данного класса бондов. Спред по индексу корпоративных долговых бумаг EM HY может продолжить консолидацию в районе 600-650 б.п. с оценкой совокупной доходности на 2024 год в пределах 8-9%.



¹Расчет для четырех циклов с пиком ставки ФРС в 1995, 2000, 2006, 2018

Базовый портфель

Основные сведения

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

Ключевые принципы, на основе которых сформирован портфель:

В целом мы сохраняем оптимизм и в рамках базового сценария и придерживаемся мнения, что экономика США совершит «мягкое приземление» в 2024 году. Среди факторов поддержки выделяем по-прежнему сильный рынок труда (излишек спроса на рабочую силу растворяется, не приводя к повышению количества увольнений и резкому росту безработицы), а также фискальные меры поддержки. Обновленные данные фиксируют увеличение избыточных сбережений населения США. Наша оценка показывает, что по состоянию на сентябрь 2023 года домохозяйства располагали около \$527 млрд. С учетом перечисленных тенденций считаем, что рецессии в следующем году не будет.

Отсутствие выраженного давления на экономику позволит поддержать маржинальность чистой прибыли, что окажет благоприятный эффект на динамику EPS. Участники рынка настроены оптимистично относительно следующего года и рассчитывают на рост EPS около 12%. Наиболее значимый вклад в динамику прибыли индекса S&P 500 внесут ИТ-сектор (29%), индустрии здравоохранения (24%) и коммуникаций (18%). Отраслевые тренды по всем сегментам в перспективе 2024 года считаем положительными, поэтому прогнозируем, что при отсутствии выраженной рецессии прибыль индекса S&P 500 по итогам года вырастет на 9%, что окажет поддержку рыночному сентименту (периоды восстановления прибыли после снижения обычно сопровождалось ростом на фондовых площадках). Полагаем, что

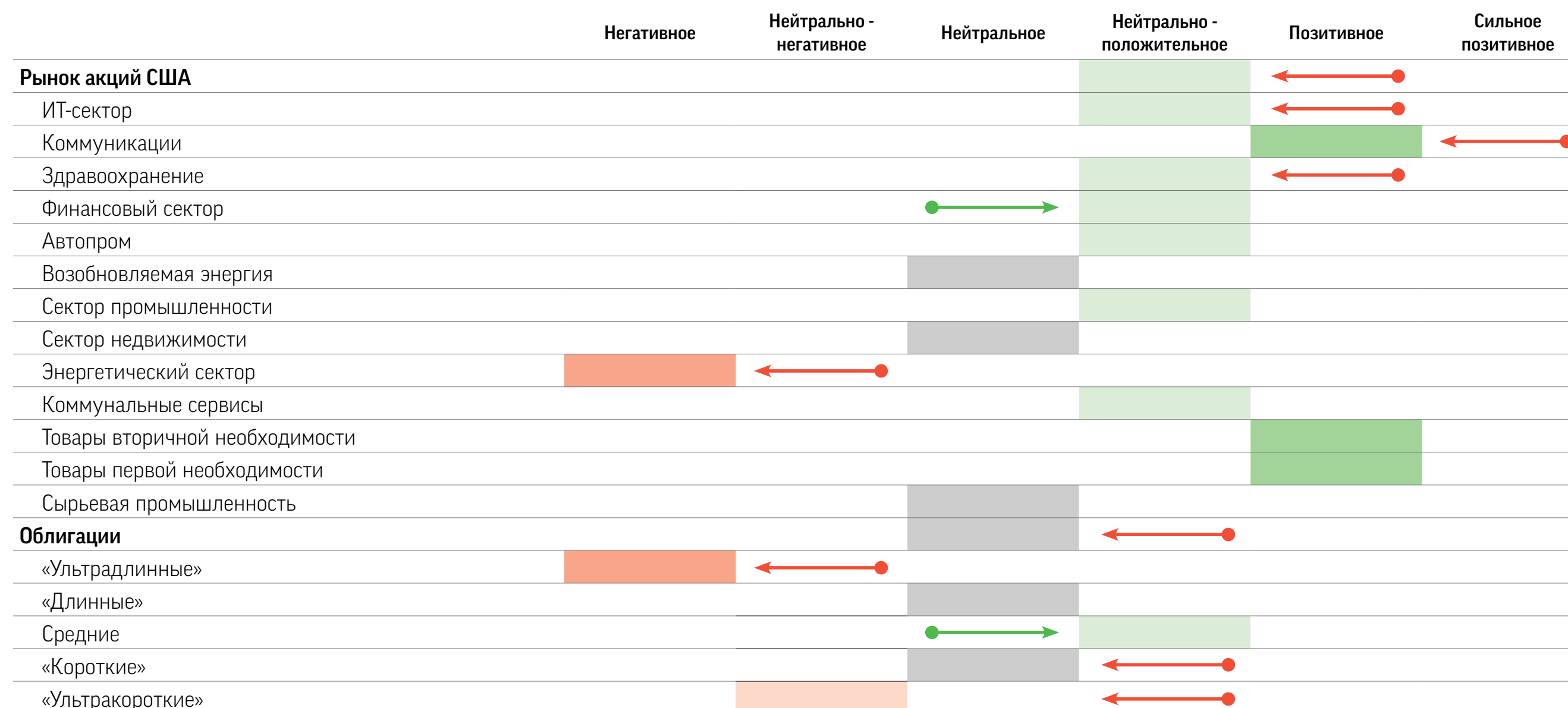
«бычьи» настроения будет поддерживать и разворот ДКП США. Вероятно, ФРС перейдет к снижению ставки в середине 2024 года, что статистически может оказать положительный эффект на общерыночный настрой. Мы ожидаем, что при отсутствии кардинального слома в «экономике Златовласки» сравнительно сильная покупательская активность будет сохраняться в течение всего следующего года.

В числе секторов, на которые мы планируем делать ставку, выделяем ИТ (устойчивость спроса, позитивные отраслевые тренды в ПО и облачных вычислениях, ИИ, восстановление спроса на полупроводники), коммуникации (неплохие оценки вкупе с про-

должающимся восстановлением рынка онлайн-рекламы и ростом маржинальности), здравоохранение (препараты от ожирения, восстановление маржинальности биотехов и фармкомпаний, существенный рост прибыли). Также прогнозируем сильные результаты по итогам года в сегментах товаров длительного пользования и повседневного спроса. При этом мы сократили долю акций ИТ-компаний в структуре портфеля, полагая, что их завышенные оценки будут давить на сектор, к тому же недавние тренды указывают на расширение рыночного ралли за счет других сегментов.

Позиционирование портфеля остается на уровне рынка.

Тактическое вью на рынок (на I квартал 2024)



Михаил Степанян,
стратег по фондовым рынкам
Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

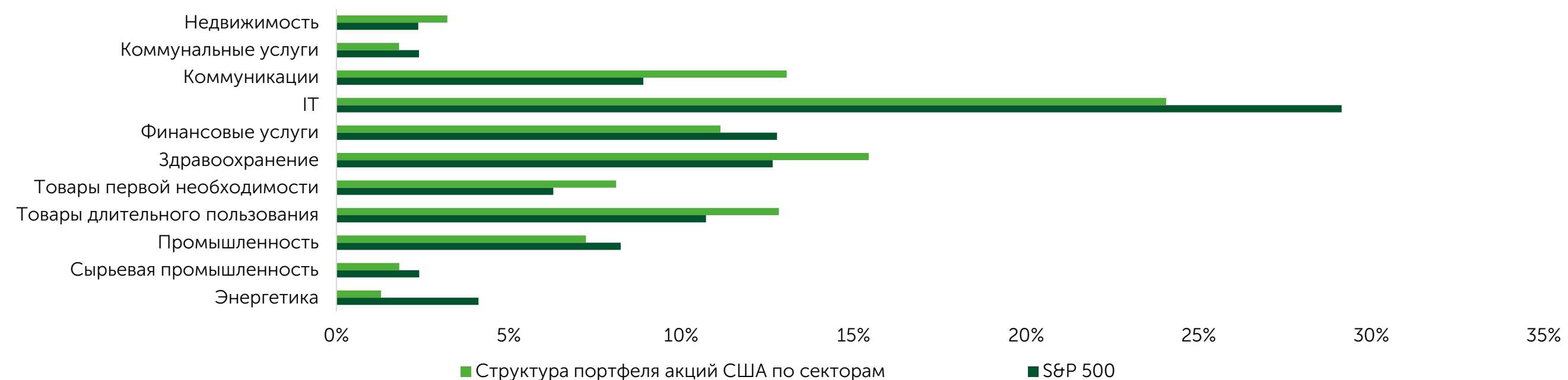
ffin.global



Базовый портфель

Основные сведения

Структура портфеля акций США по секторам



Риск, доходность по портфелю

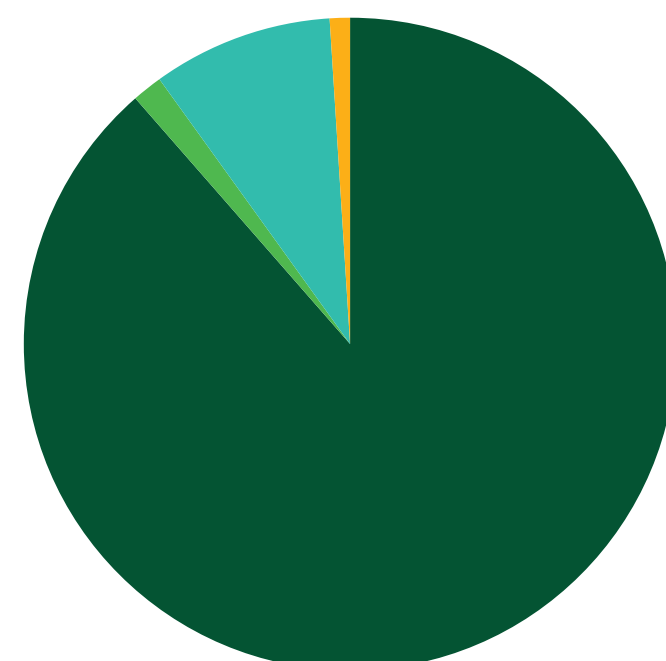
Ожидаемая доходность	13,23%
Дивидендная доходность	1,19%
Доходность за 1 год фактическая	28,00%
Стандартное отклонение (1 год)	17,23%
Коэффициент Шарпа (1 год)	1,45
Бета 1 год	1,13

Инвестиционные перспективы 2024 года

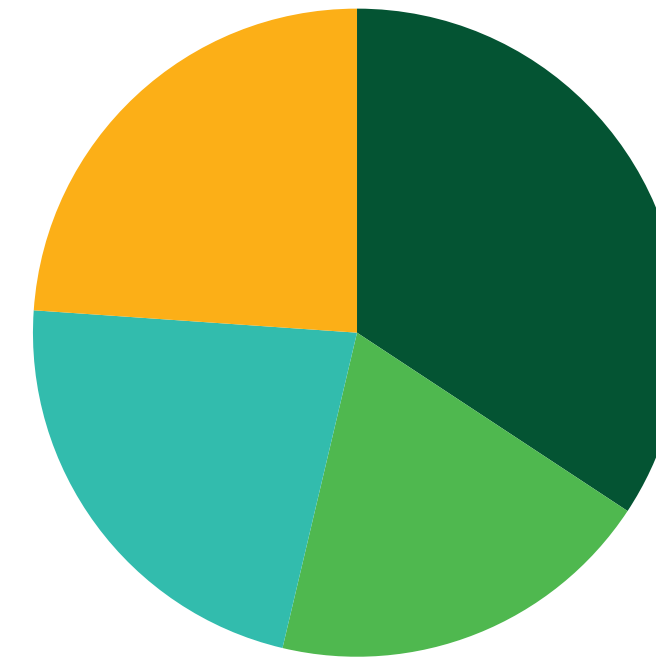
21 декабря 2023

ffin.global

Структура портфеля



89% Акции США
8% Спекулятивные идеи
2% Акции других стран мира
1% Кэш



33% Рост
24% Низкая волатильность
23% Качество
20% Стоимость



Состав портфеля и характеристики инструментов

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена, \$	Таргет, \$	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (β)	Вес
FANG-US	Diamondback Energy, Inc.	Энергетика	136,3	182,0	2,1%	36%	2,51	0,60%
FLT-US	FLEETCOR Technologies, Inc.	Финансовые услуги	258,2	287	0,0%	11%	1,3	3,5%
MA-US	Mastercard Incorporated Class A	Финансовые услуги	420,8	448	0,6%	7%	1,2	7,3%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	Товары первой необходимости	72,3	80	2,4%	13%	0,5	2,7%
STZ-US	Constellation Brands, Inc. Class A	Товары первой необходимости	235,8	293	1,5%	26%	0,6	5,2%
AMZN-US	Amazon.com, Inc.	Товары длительного пользования	147,5	176	0,0%	20%	1,3	10,4%
TXT-US	Textron Inc.	Промышленность	77,4	88	0,1%	14%	1,1	2,2%
BA-US	Boeing Company	Промышленность	248,6	257	0,0%	3%	1,3	4,9%
IRM-US	Iron Mountain, Inc.	Недвижимость	66,5	65	3,9%	2%	0,8	3,1%
META-US	Meta Platforms Inc. Class A	Коммуникации	334,2	379	0,0%	13%	1,6	5,5%
GOOGL-US	Alphabet Inc. Class A	Коммуникации	132,5	153	0,0%	16%	1,3	7,2%
DUK-US	Duke Energy Corporation	Коммунальные услуги	95,3	98	4,3%	7%	0,4	1,8%
PFE-US	Pfizer Inc.	Здравоохранение	28,6	39	5,7%	41%	-0,1	7,2%
BMRN-US	BioMarin Pharmaceutical Inc.	Здравоохранение	95,9	110	0,0%	15%	0,7	4,1%
MSFT-US	Microsoft Corporation	IT	374,4	410	0,8%	10%	1,4	11,7%
CRM-US	Salesforce, Inc.	IT	256,5	276	0,0%	7%	1,7	5,6%
AMD-US	Advanced Micro Devices, Inc.	IT	137,6	133	0,0%	-3%	2,2	6,2%
Международные рынки								
INDA-US	iShares MSCI India ETF	Международные рынки	47,4	50,2	0,2%	6%	0,57	1,5%
Спекулятивные идеи*								
ABT-US	Abbott Laboratories	Здравоохранение	106,7	114,0	1,9%	9%	0,75	3,8%
FCX-US	Freeport-McMoRan, Inc.	Сырьевая промышленность	37,4	40,5	1,6%	10%	1,35	1,8%
F-US	Ford Motor Company	Товары длительного пользования	11,2	12,0	5,4%	13%	1,53	2,1%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	17,2	18,5	6,6%	14%	1,03	1,3%
Кэш (D-счет)						5%	1,0%	

* За период 25 сентября – 4 декабря 2023 года портфель сгенерировал доходность на уровне 5%, против прироста индекса S&P 500 на 5,4%, равновзвешенный индекс прибавил 5,3%.

С начала инициации 12 июля 2023 года базовый портфель (акции) сгенерировал 1,2% против 2,2% по индексу S&P 500. Расхождение в существенной части обусловлено сильной динамикой компаний, входящих в топ-7 по капитализации, равновзвешенный индекс за тот же период потерял 0,7%.



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Товары длительного пользования

Основные тренды 2023 года

- Индекс S&P 500 Consumer Discretionary с начала года прибавил 36%, опередив широкий рынок. Однако такая динамика обусловлена наличием в составе индекса Tesla Motor и Amazon. Их совокупный вес в бенчмарке превышает 40%, а рост составил 92% и 75% соответственно. В сегментах ресторанов и одежды динамика была более скромной. Коррекция третьего квартала в потребительском секторе затронула и большинство бумаг Consumer Discretionary. Однако к концу года они покинули красную зону или приближаются к выходу из нее.
- Поддержку компаниям оказала высокая лояльность потребителей. В сегменте товаров повседневного спроса их активность снижалась из-за того, что наименее обеспеченные категории населения сокращали покупки и переходили на товары более низкой ценовой категории (низкомаржинальные для продавцов). К этому ретейлеры оказались не очень готовы. В свою очередь, более обеспеченные потребители не изменили привычкам, поэтому выручка крупных продавцов одежды и обуви дорогих брендов увеличивалась двузначными темпами, а маржа почти не пострадала.
- Рестораны заняли в секторе промежуточное положение. С одной стороны, на их деятельности сказывается склонность потребителей к экономии, с другой – лояльность клиентов у топовых брендов остается высокой. Чтобы стабилизировать ситуацию для себя предприятия общепита сокращают порции. Главными трендами стали увеличение числа точек малого формата и рост онлайн-продаж.

Ожидания на 2024 год (вью позитивное)

- Аутсайдерами могут оказаться ведущие производители

одежды, обуви, аксессуаров, в то время как отстающие (Crocs, Sketchers) способны наверстать упущенное на фоне перепроданности и предшествовавшего длительного периода слабой динамики котировок. В сегменте ресторанов возможно улучшение сентимента за счет сильных финансовых и операционных результатов. В то же время эти бумаги отличаются повышенной волатильностью на среднесрочном горизонте. На их котировки, на наш взгляд, будет в первую очередь влиять техническая картина, а не фундаментальные факторы.

- Тренды на рост онлайн-продаж, а также на увеличение числа магазинов и ресторанов малого формата усилятся. Компании уже заложили в свои планы расширение этих каналов продаж. Потребители также адаптировались к новым меню и постепенно привыкают к повышению цен.
- Продолжит расширяться и доля онлайн-продаж. Для производителей брендов важно активно развивать сотрудничество с крупнейшими маркетплейсами и поддерживать собственные каналы электронных продаж.
- Из важных негативных факторов, которые могут оказать влияние на прибыль, отметим отрицательные курсовые разницы на внешних рынках, рост стоимости импорта, цен на сырье, в особенности на кофе, пшеницу, кукурузу, масло, сахар и какао-бобы.

Наша рекомендация для сектора: Starbucks Corporation (SBUX). Целевая цена по акции повышена со \$110 до \$116 после публикации последнего квартального отчета. Мы не исключаем дальнейшего пересмотра таргета вверх на фоне дальнейших релизов финансовых результатов компании.

Спрос на услуги сети кофеен остается устойчивым, лояльность потребителей высока. Выручка компании за четвертый квар-

Михаил Денисламов,
заместитель директора
аналитического департамента
Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2024 года

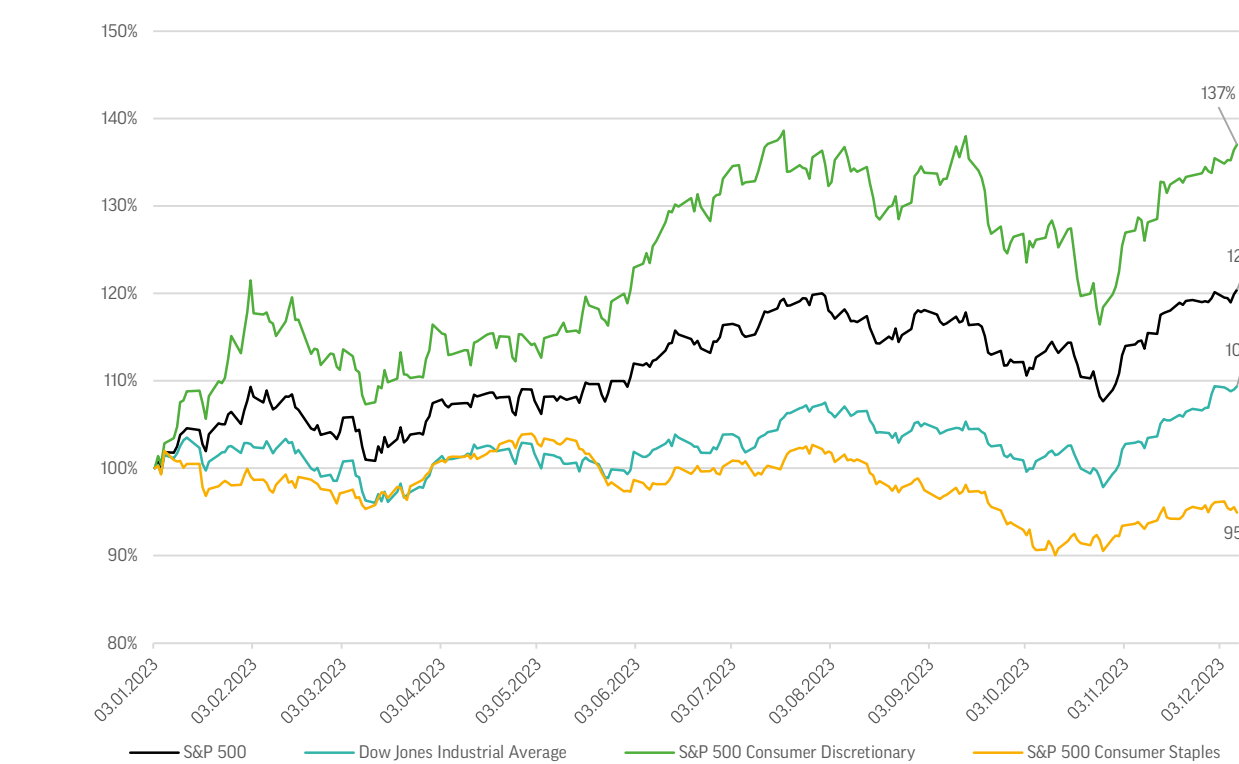
21 декабря 2023

ffin.global

тал 2023 финансового года составила \$9373 млн (+11% г/г). Сопоставимые продажи увеличились на 8% г/г, причем только половина прироста была обусловлена ценовой динамикой. Сеть кофеен расширилась до 20,2 тыс. заведений (+98% г/г). Операционная прибыль за полный финансовый год поднялась на 27,1% г/г, достигнув \$5871 млн. Операционная маржа с прошлогодних 14,2% повысилась до 16,3%. Прибыль за ушедший финансовый год составила \$4125 (+25,7%), совпав с верхней границей прогнозного диапазона.

В долгосрочном плане акции Starbucks выглядят очень привлекательной инвестицией. Компания удвоила дивиденд за последние шесть лет. Ее чистый долг, равный \$9,6 млрд, демонстрирует тенденцию к постепенному сокращению. В последнем квартале основным драйвером роста стал домашний рынок (73% выручки). Менеджмент видит значительные перспективы за его пределами, особенно в Китае, где построен индустриальный парк, а число лояльных клиентов достигло 21 млн и продолжает стремительно расти.

Относительная динамика индексов с начала года



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Товары первой необходимости

Основные тренды 2023 года

- Поиндекс S&P 500 Consumer Staples вошел в тройку худших отраслевых бенчмарков уходящего года, опустившись примерно на 5% при росте S&P 500 примерно на 20%, а секторов технологий и коммуникаций – приблизительно на 50%. Основной этап коррекции потребсектора пришелся на третий квартал, в четвертом на фоне сильной перепроданности наблюдаются активные покупки.
- Уверенный рост продемонстрировали акции Coscto Wholesale Corporation (COST) (+33%), опередившие с начала года даже индекс широкого рынка. В небольшом плюсе с начала года остаются Mondelez (MDLZ), Walmart (WMT) и Constellation Brands (STZ). Абсолютным аутсайдером стала розничная сеть Dollar General (DG), потерявшая почти 50%.
- Среди крупных представителей индустрии о снижении выручки отчитывались только Home Depot, Target, TJX Company. Производители напитков, продуктов питания и домашних товаров продолжают наращивать продажи, хотя в основном за счет инфляции, а в натуральном выражении объемы не меняются. Большинство компаний отчиталось выручкой и прибылью лучше консенсуса.
- Одной из причин отрицательной динамики потребительского сектора стала ставка крупных инвесторов на технологические компании, которая оправдалась. Акции поставщиков потребительских товаров традиционно рассматриваются как защитный инструмент. Сектор растет быстрее в периоды высокой потребительской инфляции и после сильной коррекции фондового рынка. В этом году инфляция замедляется и не многим компаниям удалось продемонстрировать двузначные темпы роста. Дополнительный негатив для транснациональных корпо-

раций связан с давлением на выручку и прибыль отрицательных курсовых разниц.

Ожидания на 2024 год (вью позитивное)

- Инфляционный драйвер роста будет слабеть, это замедлит темпы повышения выручки. В квартальных отчетах может увеличиться количество негативных сюрпризов. Замедление роста выручки способствует переключению интереса инвесторов на индустрии, демонстрирующие уверенное повышение доходов.
- Потребительский спрос в сегменте повседневных товаров может оживиться быстрее, чем предполагается сейчас. В 2024 году повышение заработных плат в США прогнозируется на уровне 4%. Хотя этот темп на 0,6 п.п. ниже, чем в 2023-м, его будет достаточно для усиления спроса на фоне снижения потребительской инфляции.
- Смягчение монетарной политики облегчит компаниям рефинансирование долгов, снизит их процентные расходы и может стать драйвером для увеличения CAPEX, хотя это, на наш взгляд, произойдет не ранее четвертого квартала. Крупные игроки сохранили ориентиры по капзатратам на уровне текущего года.
- Ретейлеры второго эшелона остаются в зоне риска. У них падает маржа операционной и чистой прибыли, и на доковидные уровни они не выйдут. Заметной остается проблема сокращения запасов (убытки из-за краж), объем которых в прошлом году превысил \$112 млрд (сопоставимо с выручкой Target).
- Трендом года станет продолжение увеличения онлайн-продаж с лидерством Costco, Walmart и Target. У двух последних ретейлеров их доля в общей выручке превышает 10% со стабильным расширением. Компании, которые не смогут освоить e-commerce и интегрировать продажи в системы популярных маркетплейсов, будут терять долю рынка.

- Мы ожидаем, что в 2024 году средневзвешенный рост сектора Consumer Staples составит около 12%, из них около 4,5% обусловлено фактором текущей перепроданности, 5,5% – динамикой выручки и прибыли, 2% – дивидендной доходностью.

- **Наша рекомендация для сектора: Mondelez International (MDLZ)**, целевая цена по акции – \$88, одной из немногих в секторе удастся сохранять двузначные темпы роста выручки в годовом выражении. По итогам третьего квартала этот показатель увеличился на 16,3% г/г и на 6,1% кв/кв, достигнув \$9029 млн. Продажи в натуральном выражении увеличились на 3,8 п.п., цены поднялись на 11,9 п.п., органический рост составил 15,7% г/г. Несмотря на повышение себестоимости в доле от выручки и снижение валовой маржи на 0,7 п.п., до 38,7%, операционная рентабельность увеличилась до 16,7%, что выше среднего в сегменте Packaged Foods. Чистая прибыль выросла на 17% г/г, до \$1 117 млн, скорректированная чистая маржа составила 12,3% (по этому показателю Mondelez уступает в сегменте только Hershey Company).

- Менеджмент отмечает сильную устойчивость спроса и высокую лояльность потребителей. Ряд продуктов занимает лидирующие позиции на домашнем рынке. В будущем году ожидается увеличение натуральных объемов продаж, а органический рост с учетом курсовых разниц останется двузначным. Заметно снизился показатель долговой нагрузки (-13% с начала года). С одной стороны, это уменьшает процентный риск на фоне повышения ставок и длительной жесткой денежно-кредитной политики, с другой – открывает возможности для дальнейшей экспансии. Техническая картина указывает на завершение даунтренда, котировки вновь поднялись выше 200-дневной средней.

Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Материалы

Основные тренды 2022 года

- Золото выполняло традиционную для себя роль защитного актива, предоставив инвесторам возможность уберечь свои средства в периоды неопределенности. Последним на сегодня прецедентом стал вооруженный конфликт на Ближнем Востоке. Негативным для золота фактором стал отток капиталов из ориентированных на него ETF, фиксируемый WGC пятый месяц подряд. Более того, исторический анализ показывает, что инвесторы предпочитают распродавать золото, когда начинают повышаться реальные ставки, что может произойти в 2024 году, если инфляция продолжит снижение.

Ожидания на 2024 год

- Сохраняем негативный взгляд на сектор с возможностью улучшения прогнозов во второй половине будущего года. Геополитическая напряженность снижает эффективность международных торговых отношений. Из-за войны на Ближнем Востоке и в Восточной Европе, а также из-за экономического конфликта между США и Китаем транспортировка сырья становится дороже. К тому же государства-экспортеры используют свою сырьевую базу как рычаг давления на партнеров. Так, запрет на экспорт галлия и германия из КНР, тарифы на экспорт меди в Индонезии и роялти на уголь из Австралии значительно повышают стоимость сырья для покупателей, одновременно снижая активность производителей. Данные меры, по нашему мнению, ухудшат маржинальность операционной деятельности для многих производителей промышленных металлов. Относительно слабым остается спрос на базовые материалы, хотя в последние пять лет глобальные инвестиции в развитие гринфилд-проектов достигали 15% выручки крупнейших горнодобывающих предприятий. Таким образом, мы

не ожидаем роста выручки по результатам 2024 года при сопутствующем снижении EPS на консервативные 2-3%.

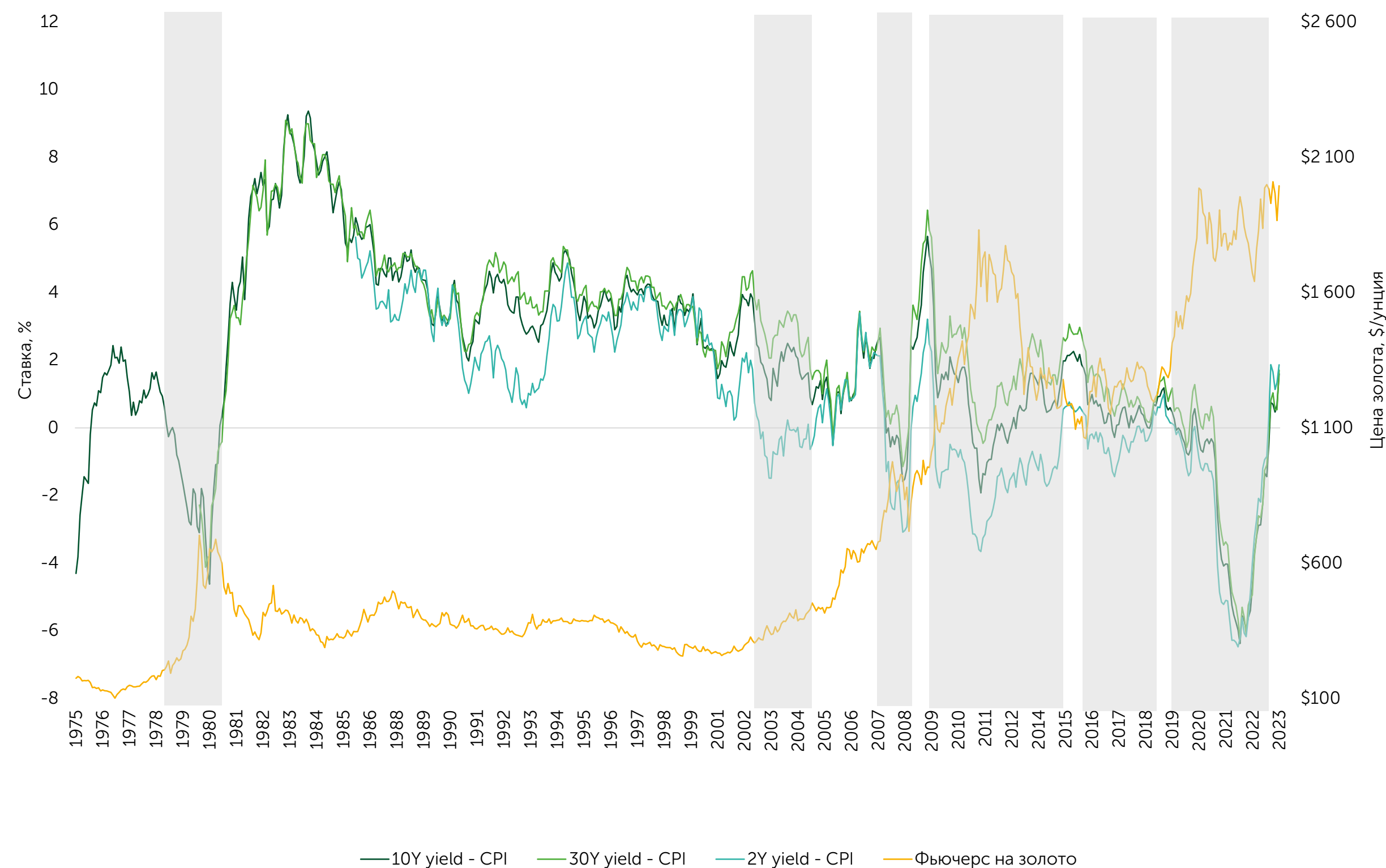
Наша рекомендация для сектора: После длительных переговоров Glencore (GLEN) и Teck Resources (TECK) пришли к соглашению, по которому первая выкупит у второй 77% угольного бизнеса за \$6,93 млрд. Это направление деятельности обеспе-

чивает Teck 50% выручки, а ключевыми стратегическими сегментами компания считает производство меди и цинка. Данная сделка, закрытие которой намечено на первое полугодие 2024-го, по нашему мнению, выгодна Teck, поскольку вырученные средства она сможет направить на реализацию планов по консолидации производства зеленых металлов. Целевая цена по акции TECK – \$55, что предполагает потенциал роста 45%.

Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Источник: Bloomberg



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Финансовый сектор

Основные тренды 2023 года

- С начала 2023 года котировки финансового XLF ETF поднялись лишь на 7,77% при росте S&P 500 на 22,3%. Весной региональные банки США столкнулись с кризисом из-за недостаточного контроля процентных рисков и оттока ликвидности. Банкротства трех региональных кредитных организаций оказали существенное давление на акции банковской индустрии. К третьему кварталу динамика депозитов стабилизировалась, а форвардный P/E для Financials вернулся к уровню начала года 13,9x.
- Выручка и прибыль крупнейших представителей индустрии в 2023 году превзошли ожидания. Основной вклад обеспечил банковский сектор за счет роста процентных доходов на фоне повышения ставок, а также сектор потребительских финансов – благодаря высоким расходам домохозяйств и устойчивым показателям кредитоспособности в экономике.
- Инвестбанкинг оставался под давлением из-за слабой активности компаний на рынках капитала, оттока активов клиентов и снижения выручки трейдинговых подразделений ввиду эффекта высокой базы прошлого года.

Ожидания на 2024 год

- Консенсус-прогноз роста EPS Financials на 2024-й был снижен с 11% до 6,5%. Пересмотр оценок отражает замедление активности потребления и бизнес-инвестиций, а также сокращение объемов кредитования ввиду более жестких финансовых условий.
- Рост просроченной задолженности по кредитам и замедление активности кредитования приведет к снижению процентной маржи банков в следующем году. Ожидаемое повышение требований к капиталу для банков США после

кризиса марта 2023-го приведет к замедлению темпов кредитования со стороны банков и консервативной политике в отношении дивидендов и выкупа акций в целях накопления капитала.

- Менеджмент инвестиционных банков ожидает оживление активности на рынках IPO и M&A в следующем году на фоне завершения цикла ужесточения ДКП и потенциального снижения ставки ФРС во втором квартале. Сегмент управления инвестициями может привлечь активы за счет улучшения рыночных настроений.
- Ослабление позитивного импульса от восстановления международных поездок после пандемии, снижение потребительской активности и инфляции будут сдерживать рост выручки представителей сектора платежей. Кроме того, возобновление выплат процентов по студенческим займам с октября окажет дополнительное давление на дискреционные расходы. Тем не менее ожидаем поддержание высоких уровней рентабельности платежных гигантов и восстановление операционной маржинальности финтех-компаний за счет дисциплины расходов и запуска

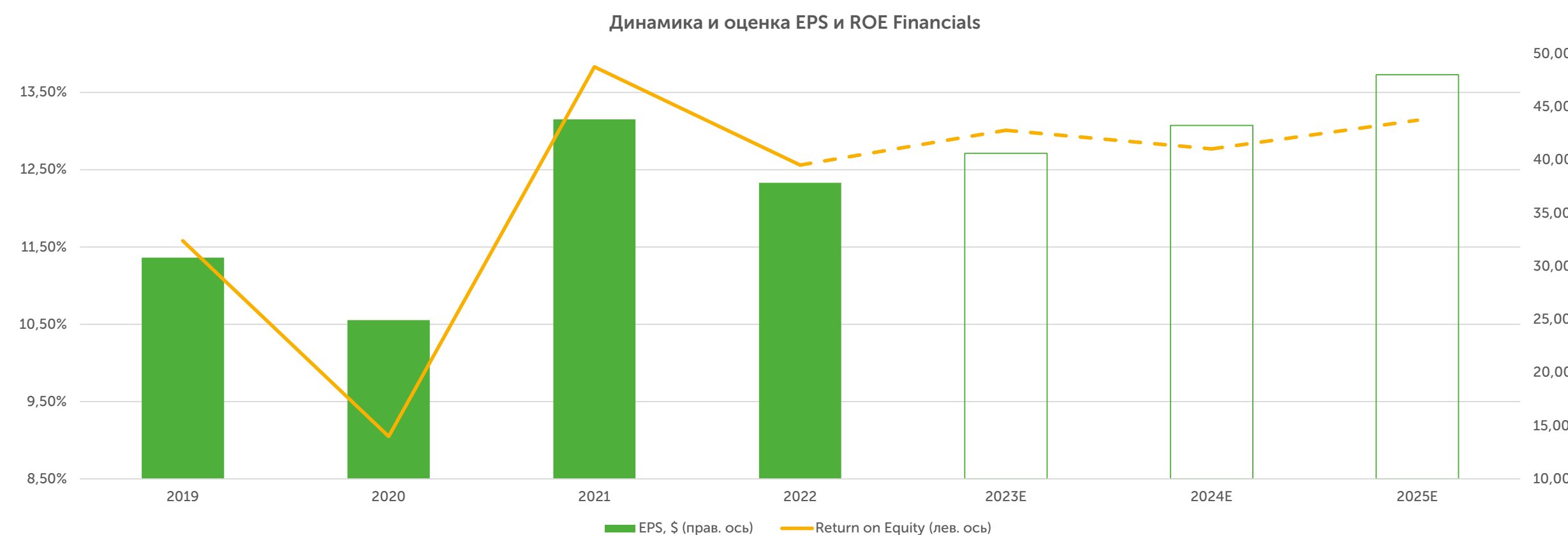
новых продуктов. Оцениваем перспективы индустрии как умеренно нейтральные.

Наша рекомендация для сектора: Morgan Stanley (MS), целевая цена по акции банка – \$94. Сокращение расходов позволило корпорации улучшить показатели рентабельности, которые остаются выше средних уровней у конкурентов. Ожидаемое снижение ставки ФРС и улучшение условий на рынках капитала поспособствуют возобновлению роста доходов инвестиционно-банковского сегмента в следующем году. За счет этого EPS может увеличиться на 16–18% г/г. Повышение коэффициента достаточности капитала MS до 15,5% при допустимом минимуме 12,9% позволяет продолжить выкуп акций в рамках бессрочной программы на сумму \$20 млрд. Дивидендная доходность акций MS составляет 4,4% годовых, что превышает средний уровень по отрасли. Назначение с января 2024 года на пост CEO Теда Пика, главы ведущего подразделения Wealth Management, снижает неопределенность для инвесторов в отношении дальнейшей стратегии банка.

Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Автопром

Основные тренды 2023 года

- Средняя цена на новый легковой автомобиль в США в 2023 году продолжала расти до IV квартала, стабилизировавшись на уровне около \$48 тыс., что немногим ниже исторического максимума (\$49,7 тыс.). Объемы поставок новых автомобилей в США находятся на пути к росту по итогам года до более чем 15,3 млн автомобилей (+11% г/г). Рост поставок и цен позитивно отразился на выручке автопроизводителей, но чистая прибыль компаний в среднем снизилась на несколько процентов, что соответствует боковой динамике акций компаний сектора с начала года.

Ожидания на 2024 год

- В 2024 году прогнозируем замедление роста поставок автомобилей до однозначных величин в процентном выражении. Ставки по автокредитам на новые автомобили в США близки к 10%. При сохранении ФРС текущих параметров монетарной политики до конца первого полугодия остается риск дальнейшего повышения ставок по автокредитам и ужесточения условий их выдачи, что потребует от автопроизводителей снижения цен на автомобили.
- По итогам будущего года ожидаем снижения выручки крупнейших автопроизводителей, входящих в индекс S&P 500, на 4% г/г при околонулевой динамике EPS. Вынужденное снижение цен и замедление роста продаж ввиду ослабления спроса, вероятно, станет главным фактором для финансовых показателей сектора, что может привести к слабopоложительной динамике акций по итогам следующего года. Лучшие рынка могут выглядеть акции Ford Moto (F) и General Motors (GM). Оценки данных компаний по мультипликатору P/E находятся на минимуме за последние четыре года.

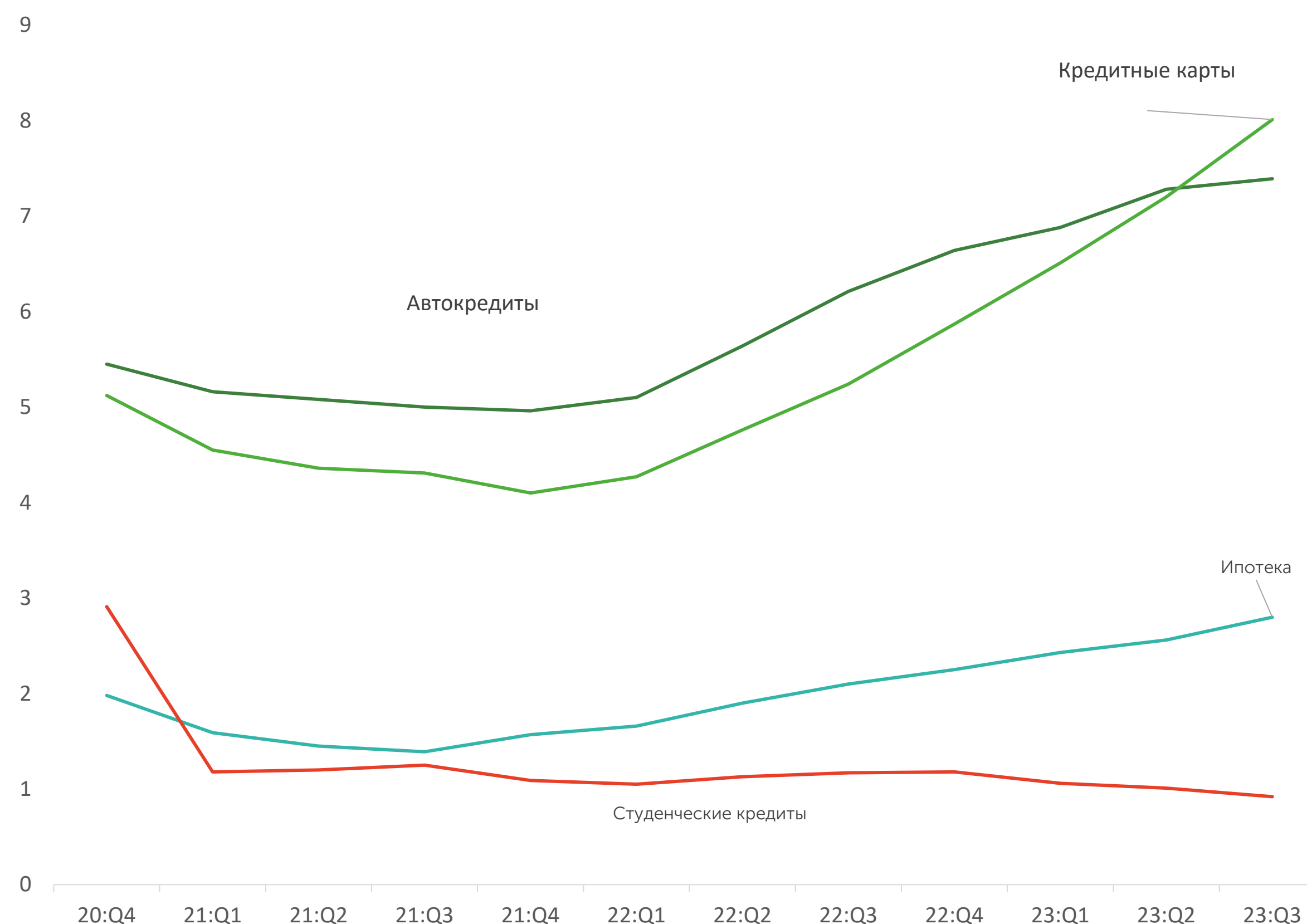
Наша рекомендация для сектора: General Motors Co. (GM), целевая цена по акции – \$39, по мультипликатору P/E оценена в 4x. Последние пять лет этот показатель колебался от 5x до 12x, что оставляет заметное пространство для положительной переоценки акций автопроизводителя. 29 ноября

GM анонсировала программу ускоренного обратного выкупа акций (ASR) объемом \$10 млрд, что также должно поддержать котировки. Объемы ASR соизмеримы с 20% рыночной капитализации компании.

Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



*По скорректированной операционной прибыли. Источник: данные FactSet

Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Возобновляемая энергетика

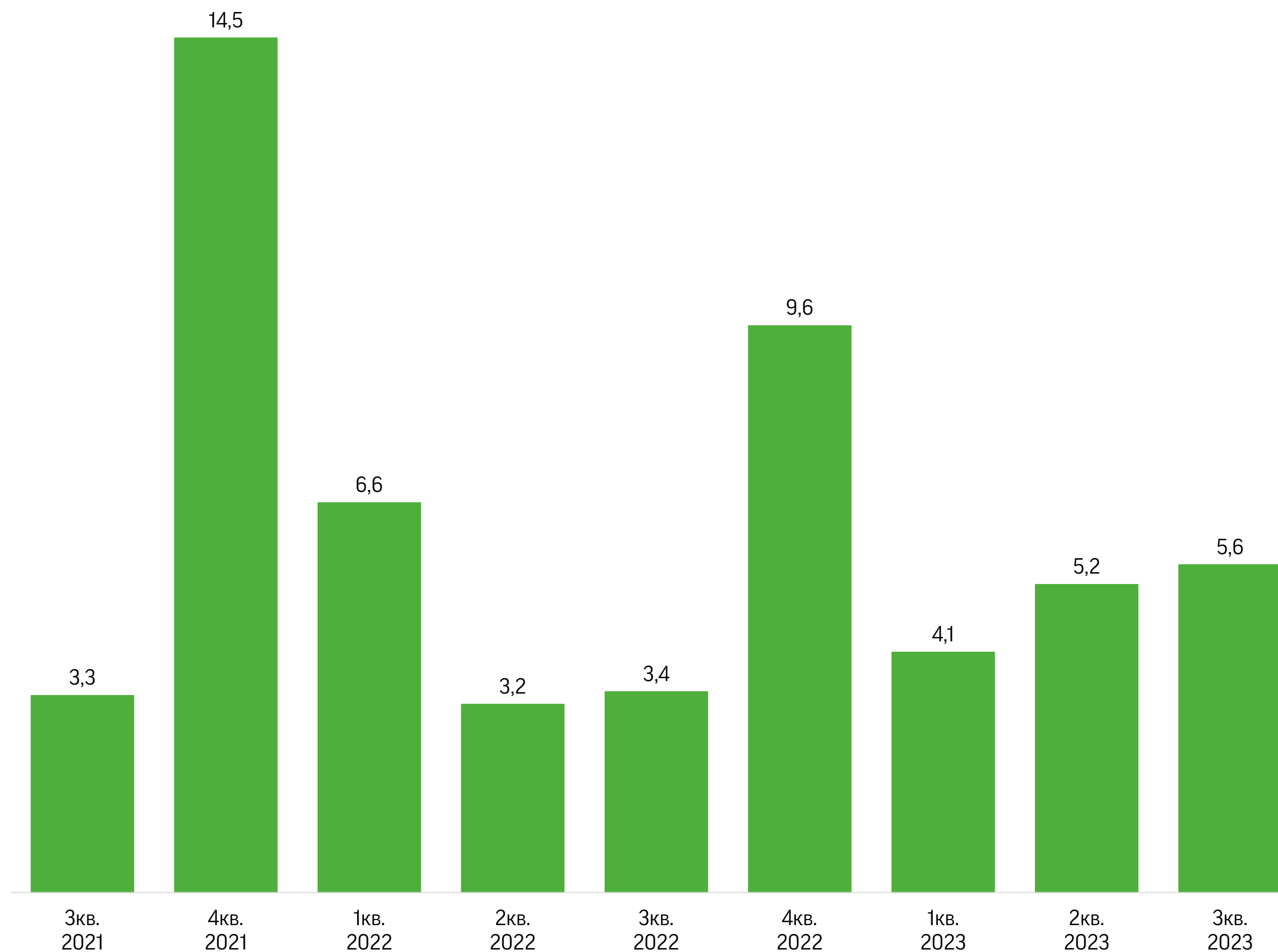
Основные тренды 2023 года

- Уходящий год выдался сложным для компаний из сектора альтернативной энергетики. Спрос на солнечные панели со стороны домовладельцев падал на фоне высоких процентных ставок и сокращения стимулирующих программ в Калифорнии. Производители комплектующих для солнечных панелей и сопутствующего оборудования в текущем году по несколько раз пересматривали свои прогнозы выручки в сторону понижения, что приводило к распродажам акций.

Ожидания на 2024 год

- Мы даем позитивный прогноз для сектора на будущий год, хотя предполагаем замедление роста количества новых установок солнечных панелей в жилом секторе до 7-8% г/г из-за трудностей перехода на новые правила тарификации солнечной энергии, отдаваемой в сеть в Калифорнии (NEM 3.0). Фактически NEM 3.0 стимулирует домовладельцев к дополнительной установке накопителей (систем хранения энергии) в дополнение к солнечным панелям. Вероятно, позитивный импульс выручки получат соответствующие сегменты бизнеса Tesla (TSLA) и Sunrun (RUN).
- Выручка производителей солнечной энергии в будущем году способна увеличиться на 12% г/г. Основными препятствиями для ее роста считаем продолжающееся ослабление спроса на панели. Валовая маржинальность компаний продолжит восстанавливаться на фоне уменьшения стоимости сырья для производства солнечных панелей. EBITDA в среднем по сектору может подняться на 20% г/г. Котировки сектора альтернативной энергетики в следующем году способны показать рост на фоне оживления спроса на солнечное оборудование. Процентные ставки, вероятно, начнут снижаться, а неопределенность, связанная с реализацией положений закона IRA, исчезнет.

Установленные коммунальные мощности чистой энергии в США, ГВт



Источник: American Clean Power

Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Здравоохранение

Итоги 2023 года

В этом году акции сектора здравоохранения отставали от S&P 500. Лучше других сегментов выглядели производители медоборудования и провайдеры медуслуг. Основные темы в новостной повестке – препараты класса GLP-1 для пациентов с ожирением (LLY, NVO), ухудшение прогнозов по рынку ковидных продуктов (PFE, MRNA) и активности на рынке M&A (AMGN, ABBV, PFE).

Ожидания на 2024 год

Полагаем, что в следующем году спрос в сегменте медоборудования останется сильным. Согласно комментариям крупнейших компаний (ABT, MDT), популярность GLP-1 может оказать точечное давление на отдельные типы медицинских процедур, но в целом их количество, как и объем операций, будет увеличиваться. Это подтверждается позитивными прогнозами выручки и EPS на 2024 год при стабильной рентабельности. Бумаги провайдеров медуслуг останутся тихой гаванью для инвесторов. Гайдены, скорее всего, подтвердят позитивные ожидания рынка по росту выручки и EPS. Повышение стоимости страховых программ опережает инфляцию, а спрос на GLP-1 может оказать небольшое давление на рентабельность. Однако этот эффект может быть нивелирован снижением расходов на сопутствующие ожирению заболевания. Взгляд на сегменты фармацевтики и биотехнологий позитивный. Предполагаем сильный спрос на лекарства класса GLP-1 (LLY, NVO). Крупные игроки (PFE, MRK, AMGN, ABBV) могут уменьшить активность на рынке M&A. Спрос на ковидные продукты будет снижаться, что уже учтено в цене акций производителей (PFE, MRK). Также планируется утвердить размеры скидок на 10 медикаментов, попавших под регулирование IRA (JNJ). Осенью будет выбран новый список для согласования цен.

Наша рекомендация для сектора: BioMarin Pharmaceutical (BMRN), целевая цена по акции – \$109, разрабатывает лекарства против редких и тяжелых заболеваний. Многие ее препараты являются одними из самых дорогостоящих в мире. Флагманский Voxzogo для пациентов с ахондроплазией полу-

чил все необходимые одобрения для активной рыночной экспансии, число назначений растет. В 2024 году рассчитываем на быстрый коммерческий запуск ROCTAVIAN по завершении подготовительных работ и достижении договоренностей о страховом возмещении.

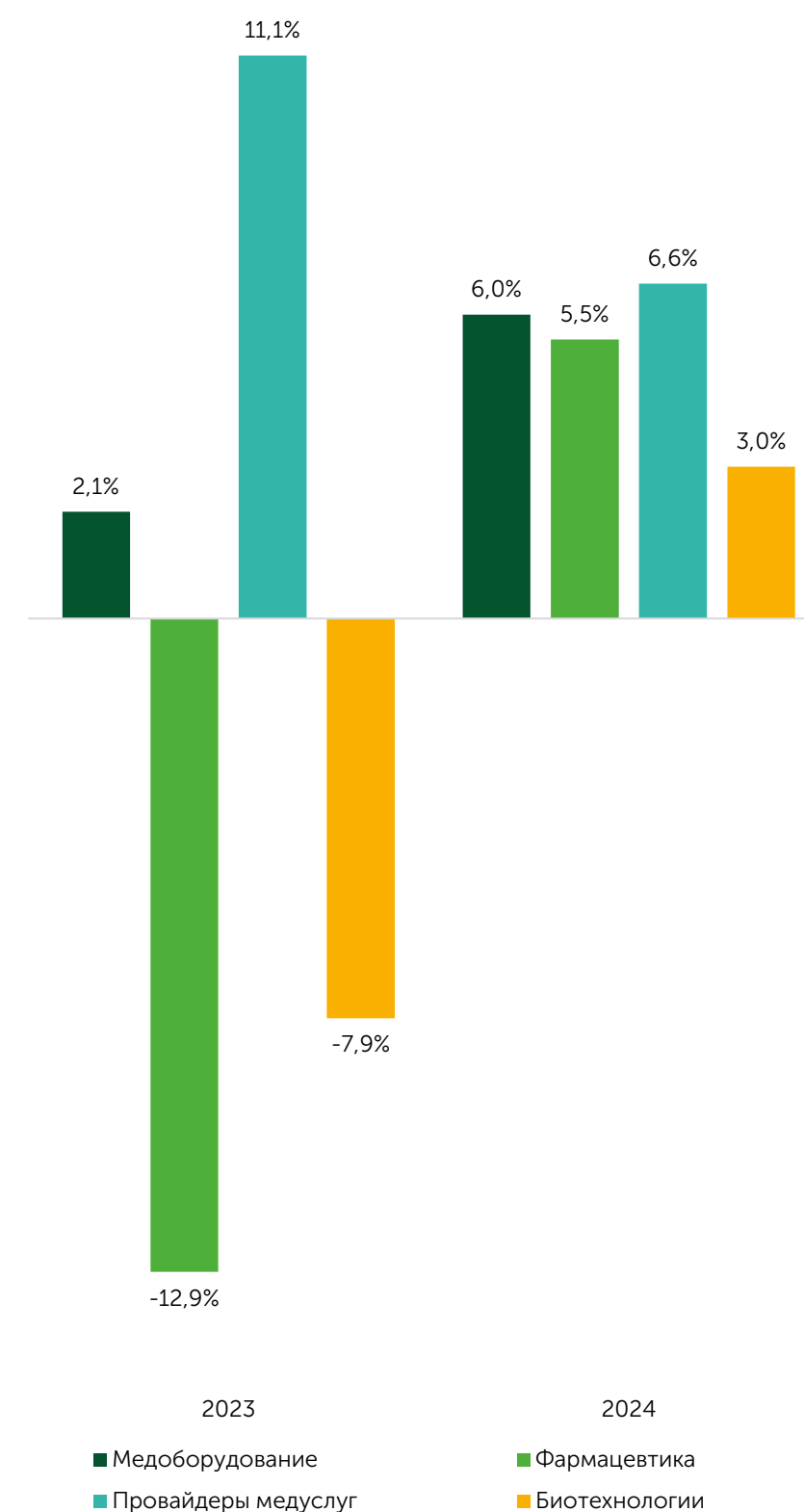
Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

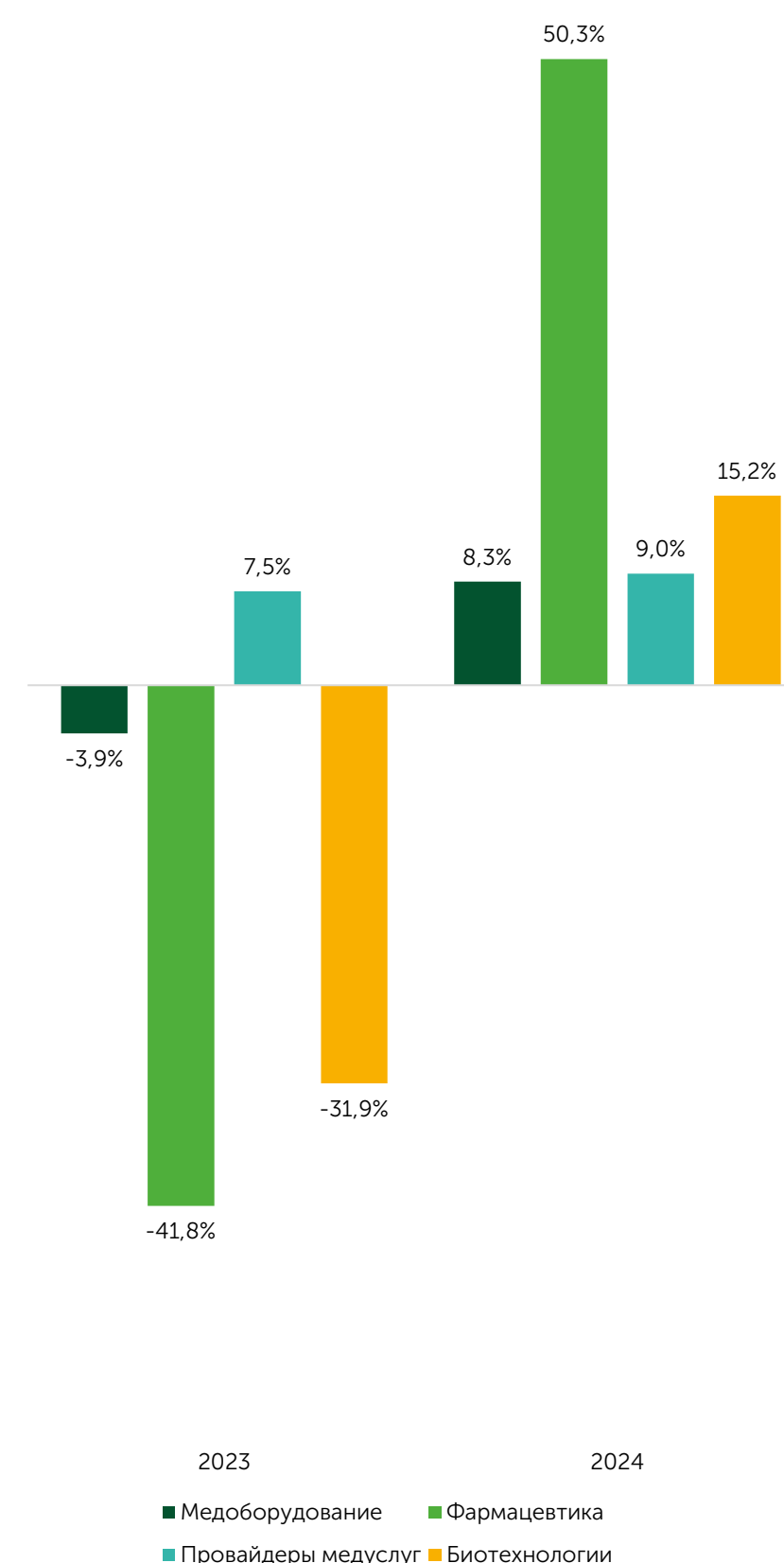
ffin.global



Рост выручки



Рост EPS



Изменение операционной рентабельности, п.п.



Источник: консенсус-прогноз FactSet

Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Телеком и медиа

Основные тренды 2023 года

- Сектор коммуникационных услуг (XLC ETF) с начала года и по состоянию на 12 декабря вырос на 46%. Ключевым драйвером, обеспечившим более 90% этого роста, выступили котировки Meta Platforms (META) (+170,6%).
- Динамику акций META мы связываем с ажиотажем вокруг технологий ИИ, а также с восстановлением рекламного рынка после слабого 2022 года, ознаменованного началом конфликта между Россией и Украиной. Котировки ближайшего аналога корпорации Цукерберга Alphabet (GOOGL) прибавили с начала года 50%. Менее активное повышательное движение акций этого эмитента мы связываем с более выраженным негативным влиянием слабого рекламного рынка в 2022 году на META. Ее ARPU за этот период, по нашим расчетам, сократилась на 5% при росте среднемесячного числа пользователей на 1%, а количество платных кликов в Google увеличилось на 10% при снижении их стоимости лишь на 1%.

Ожидания на 2024 год

- На будущий год прогнозируем замедление роста рекламного рынка, так как в 2023-м его динамика была в незначительной степени обусловлена восстановлением после слабого 2022-го и объясняется эффектом низкой базы. Вместе с тем наше вью в отношении акций сектора остается положительным, считаем, что значительный позитивный импульс сектору придаст дальнейшее развитие индустрии ИИ.
- Прогнозируем также восходящую динамику показателей стримингового бизнеса, учитывая, в частности, планы Disney к осени 2024 года вывести этот сегмент на безубыточность, что является основным вопросом для инвесторов компании.
- Поддержку оптимистичному взгляду на сектор оказывает повышение вероятности «мягкого приземления» экономики

США и ожидаемые нами темпы роста EPS индустрии. По итогам 2024 года прогнозируем увеличение ее EPS на 21% при +12% по широкому рынку в целом.

Наша рекомендация для сектора: Alphabet Inc. (GOOGL) – холдинговая компания, владеющая интернет-поисковиком Google, видеохостингом YouTube, а также множеством других активов – преимущественно в сфере IT. 6 декабря 2023 года компания представила языковую ИИ-модель Gemini, которая, по собственной оценке Alphabet,

превзошла ChatGPT от OpenAI в 30 из 32 тестов, хотя некоторые пользователи после ознакомления с сервисом подвергли эти данные сомнению. На сегодняшний день публике представлены не самые продвинутые версии Gemini. Ultra-версия станет доступна не раньше начала следующего года. Мы считаем, что развитие рынка ИИ, релиз Ultra-версии Gemini, а также дальнейший рост рекламного рынка обеспечат позитивным драйвером акций компании. Наша рекомендация по бумагам GOOGL – «покупать», целевая цена на 12-месячном горизонте – \$151.

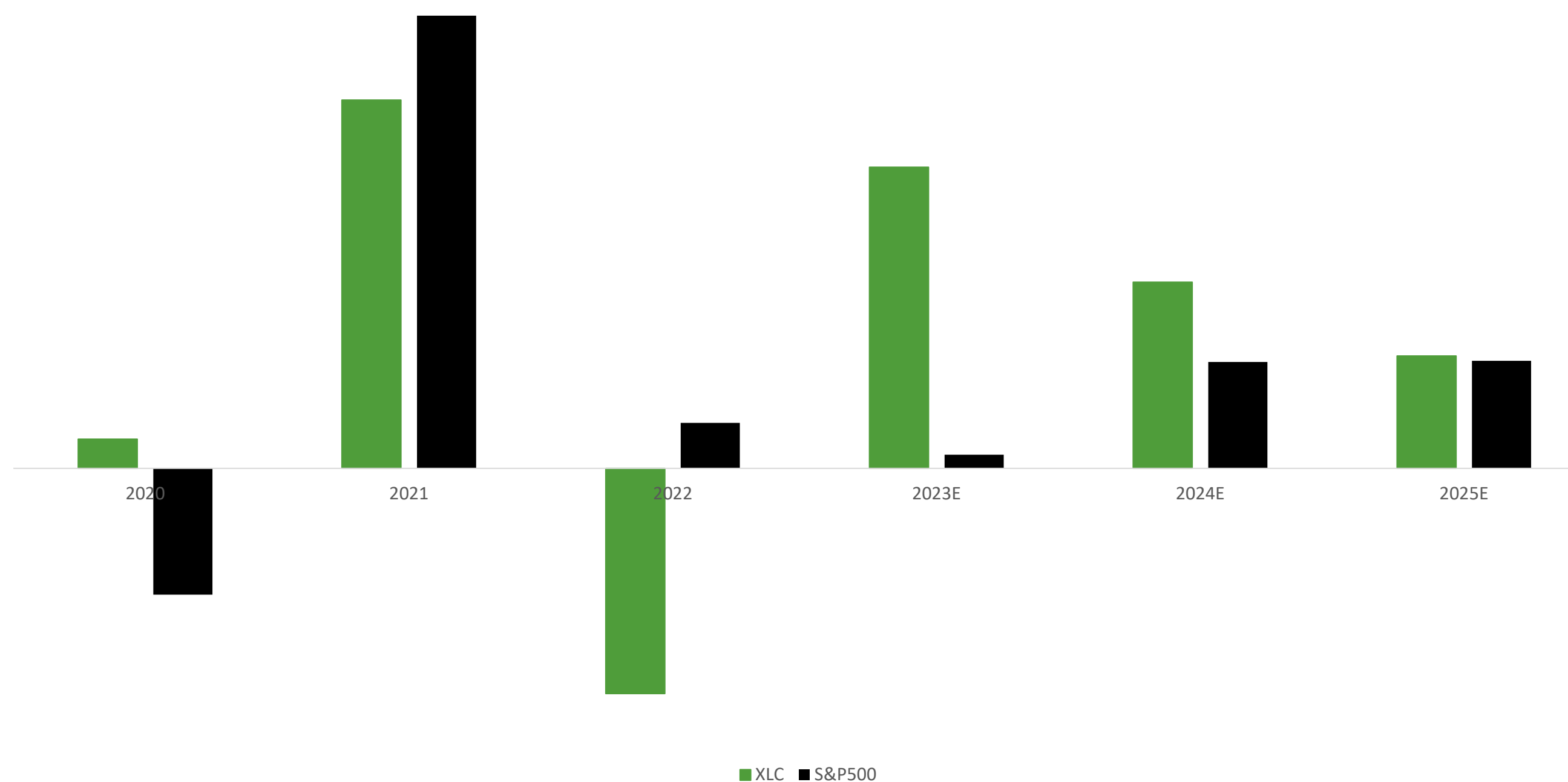
Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Темпы роста секторальной EPS (XLC ETF) и широкого рынка (S&P 500)



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Транспортный сектор и тяжелая промышленность

Основные тренды 2023 года

- Состояние сектора на всем протяжении 2023 года было достаточно неоднозначным, поскольку он характеризуется сложной отраслевой и факторной структурой.
- Грузоперевозчики демонстрировали достаточно слабые результаты по причине замедления роста мировой торговли и слабой потребительской активности в товарных категориях. В то же время акции пассажирских авиаперевозчиков пользовались большим спросом до августа уходящего года в связи с интенсивным восстановлением туристических потоков, однако волатильность на рынке нефти привела к значительной коррекции.
- Оборонный (A&D) и машиностроительный сегменты, которые составляют около 40% капитализации всего сектора, также демонстрировали неоднородную динамику. После значительной коррекции на фоне роста доходностей казначейских бумаг вооруженный конфликт на Ближнем Востоке повысил востребованность акций оборонных компаний.. Мультипликаторы основных индустриальных игроков выглядят нейтрально: форвардный P/E для S&P 1500 A&D слегка завышен, но форвардный EV/FCF находится на привлекательном уровне.

Ожидания на 2024 год

- Мы не прогнозируем значительных улучшений в индустрии грузоперевозок в 2024 году, однако ситуация в отрасли обещает стать более стабильной. Основной причиной негатива выступает дисбаланс спроса и предложения, который усугубился за счет расширения транспортных парков компаний, что может продолжить давить на ставки фрахта и в будущем году. Ориентированные на международный рынок авиаперевозчики будут чувствовать себя более уверенно, чем лоукостеры, работающие внутри

США. По нашим прогнозам, цены авиабилетов на внутреннем рынке будут склонны демонстрировать тенденцию к удешевлению.

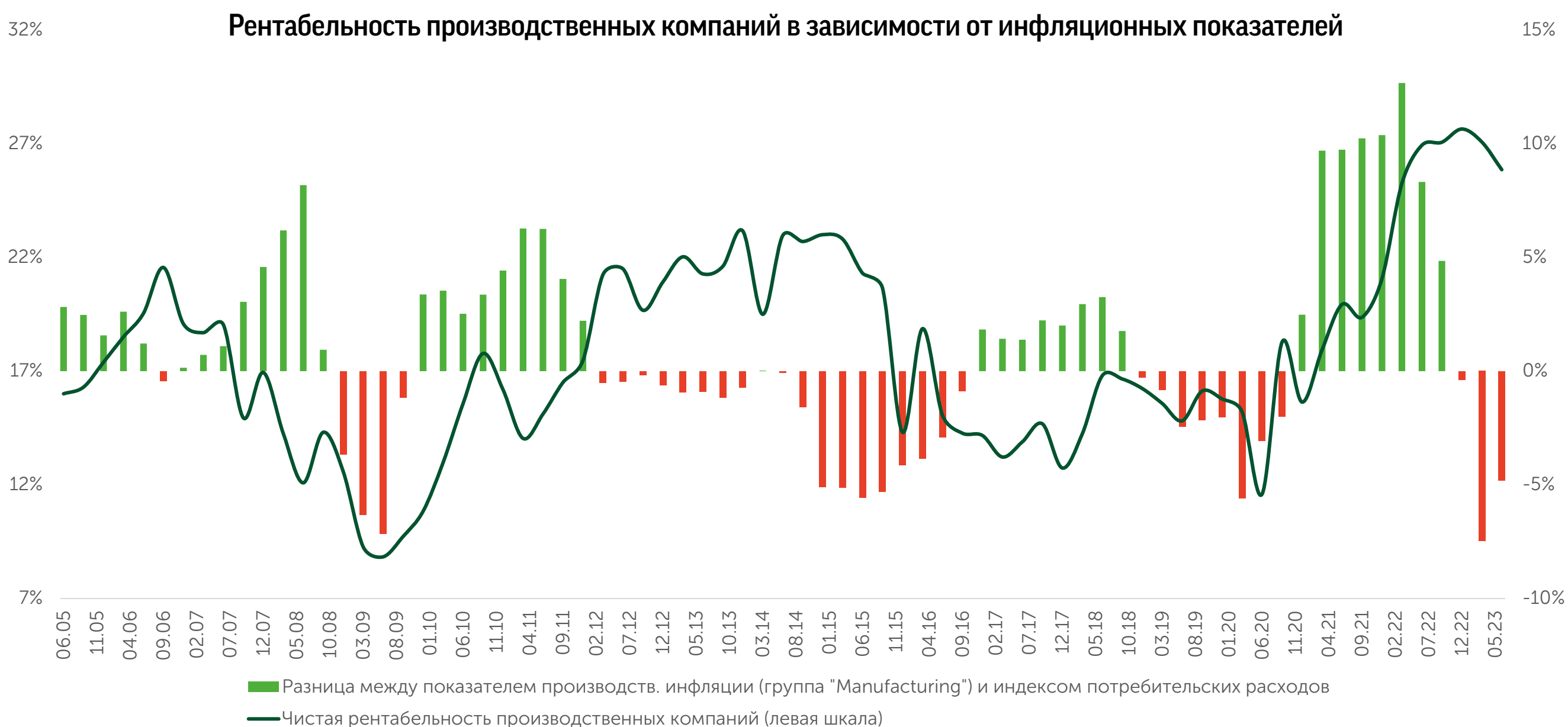
- Мы ожидаем давление на маржу ВПК и тяжелой промышленности ввиду увеличения их расходов. Менеджмент машиностроительных компаний все чаще называет в числе ключевых рисков снижение маржи. Это происходит на фоне замедления роста цен на продукцию при продолжающемся повышении заработной платы. Наряду такими факторами, как замедлившееся расширение объема заказов, рост запасов у дилеров, это дает основания полагать, что 2024 год для отрасли будет не особенно позитивным.

- Наша рекомендация для сектора: Delta Airlines (DAL)** – один из лидеров сегмента гражданских авиаперевозок. Ориентиры в отношении продаж остаются достаточно оптимистичными даже с учетом коррекции цен на авиабилеты, при этом структура бизнеса компании позволяет управлять расходами на топливо. На недавней конференции Morgan Stanley менеджмент Delta заявил, что в обозримом будущем планирует расширить перечень трансатлантических маршрутов, так как это одно из самых востребованных направлений. Форвардные мультипликаторы эмитента остаются привлекательными: P/E = 6,2x против медианы за 15 лет на отметке 7,9x. Целевая цена по акции DAL – \$52.

Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Источники: TSA, Hopper Price Tracker

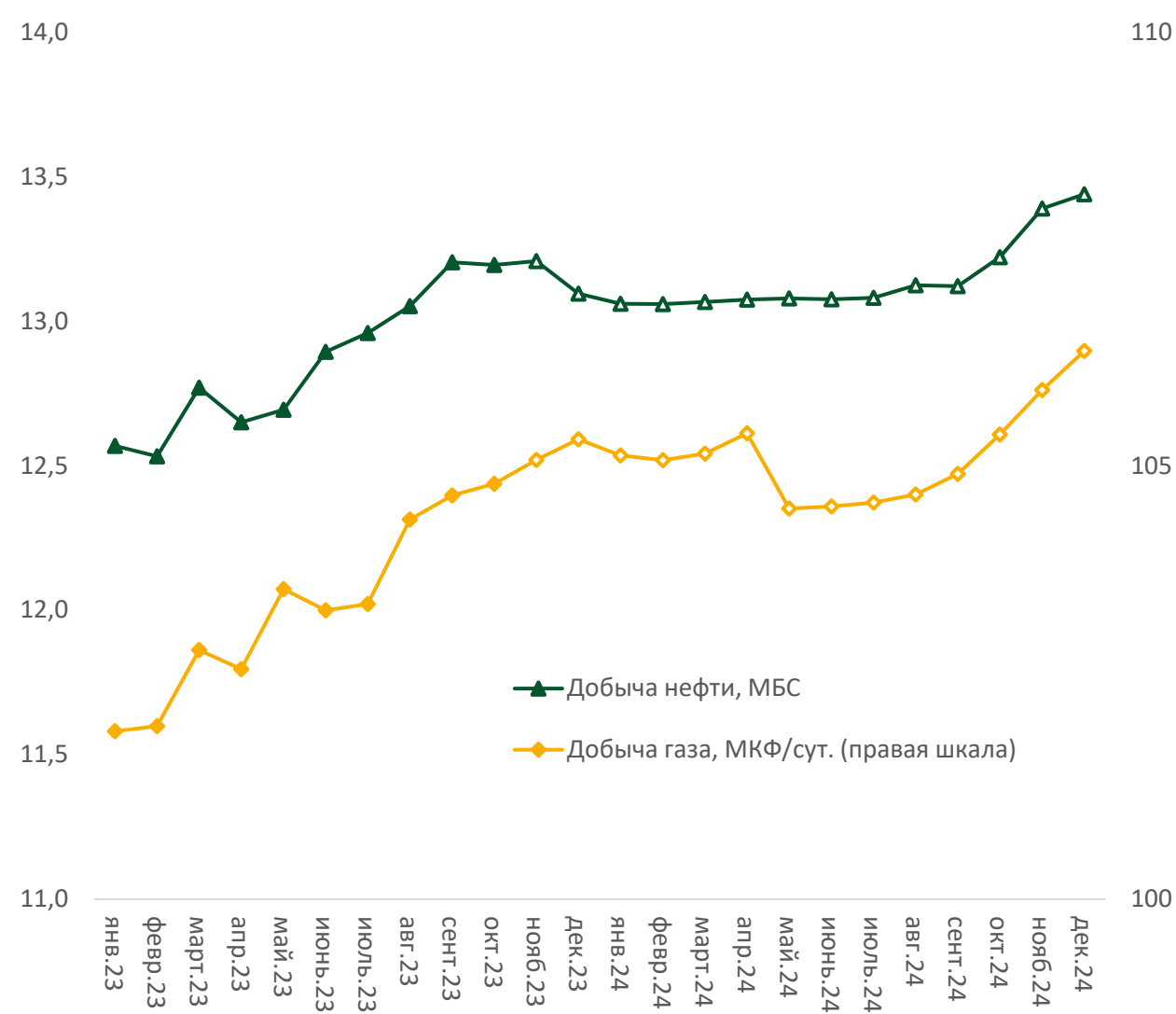
Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

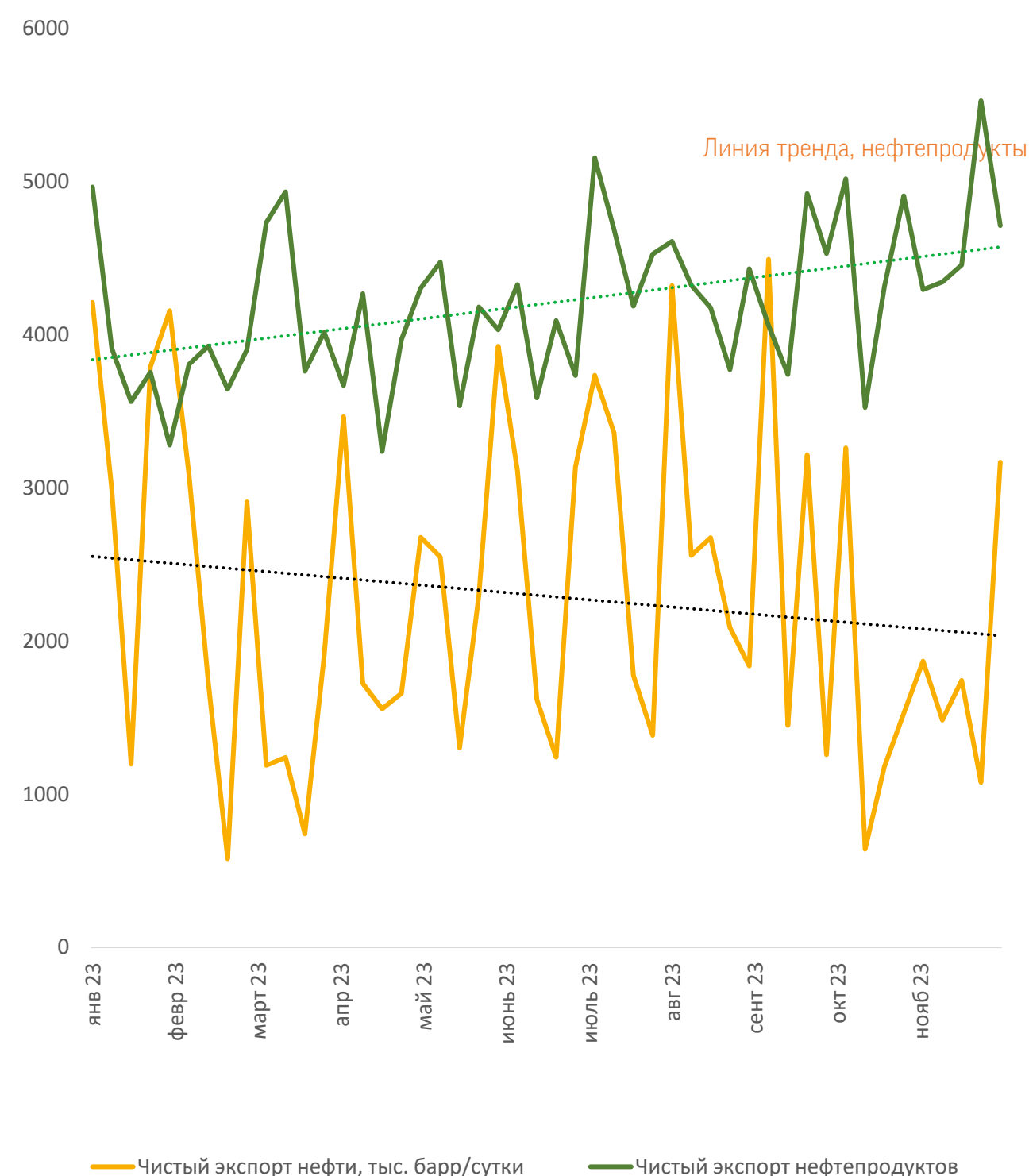
Нефтегазовый сектор

Основные тренды 2023 года

- Снижение геополитической премии и ужесточение ДКП мировыми ЦБ привели к падению средней цены нефти WTI на 17% г/г (до \$77,9 на 11 декабря) и удешевлению газа в США на 59% г/г (\$2,7 за млн британских термальных единиц / БТЕ) из-за теплой зимы 2022–2023 года.
- Добыча нефти в США по итогам текущего года вырастет на 8%, до 12,9 млн баррелей в сутки (МБС), и прибавит еще 2% (до 13,2 МБС) в 2024-м. Добыча газа в 2023 году увеличится на 4% г/г и достигнет 103,7 млрд куб. футов в сутки (МКФ/сут), а в будущем году ее рост составит 1,4% г/г. Выпуск нефтепродуктов в 2023-м повысится на 1% г/г, до 20,2 МБС. Такой же рост показателя ожидается и по итогам 2024-го.



- Чистый экспорт нефтепродуктов из США вырос на 9% г/г, до 4,2 МБС, импорт нефти снизился на 17%, до 2,3 МБС.



Источники: данные Минэнерго США, анализ Freedom Finance Global

- Среднее количество активных буровых установок в 2023 году может составить 1819 единиц (689 в США), увеличившись в совокупности на 4,1% г/г при снижении на 4,5% в Штатах.

Ожидания на 2024 год

- В будущем году цену на нефть WTI и газ в США в базовом сценарии ожидаем на уровне \$70 за баррель (–10% г/г) и \$3 за млн БТЕ (+12% г/г) соответственно. Давление на нефтяные котировки окажет замедление мировой экономики.
- Лучшие результаты покажет инфраструктурный сектор (владельцы трубопроводов, хранилищ) из-за роста добычи нефти и газа в США. Дивидендность пяти крупнейших независимых компаний составляет 7%.
- Нейтральный взгляд на нефтесервисный сектор. Активный флот буровых установок в мире может вырасти на 2%, до 1850 единиц (+2%, до 700 единиц в США).
- Добывающие и перерабатывающие компании могут оказаться под давлением. Существуют риски сокращения финансовых результатов, дивидендных выплат и программ buy back

Рекомендации. 2024-й станет непростым периодом для циклических секторов, включая нефтегазовый. Среди компаний в нашем покрытии лучшие перспективы у инфраструктурной Kinder Morgan (KMI). В портфеле активов эмитента крупные системы сбора, переработки и хранения природного газа, а также объекты инфраструктуры для транспортировки и хранения жидких углеводородов. Kinder Morgan обеспечивает около 50% поставок газа на мощности СПГ в США. Увеличение добычи углеводородов, повышение объемов выпуска нефтепродуктов и рост экспорта СПГ в 2024 году позволят компании повысить квартальные дивидендные выплаты на 1%, до \$0,285, с доходностью 6,5% годовых. Наша целевая цена по бумаге KMI предполагает потенциал роста 9%.

Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Недвижимость

Основные тренды 2023 года

- Уходящий год проверил на прочность сектор REIT. Повышение процентных ставок привело к пересмотру требуемой доходности акций представителей индустрии, чья инвестиционная привлекательность основана на регулярных и систематически повышаемых дивидендах. Также в результате роста ставки капитализации была переоценена стоимость основного актива REIT – коммерческой недвижимости.
- Индекс коммерческой недвижимости от Green Street с начала года упал на 9% и почти достиг ковидного дна.

Индекс	YTD	3 года	5 лет	10 лет
S&P United States REIT	6.51%	5.24%	3.94%	6.73%
S&P500	21.81%	9.24%	13.76%	11.91%

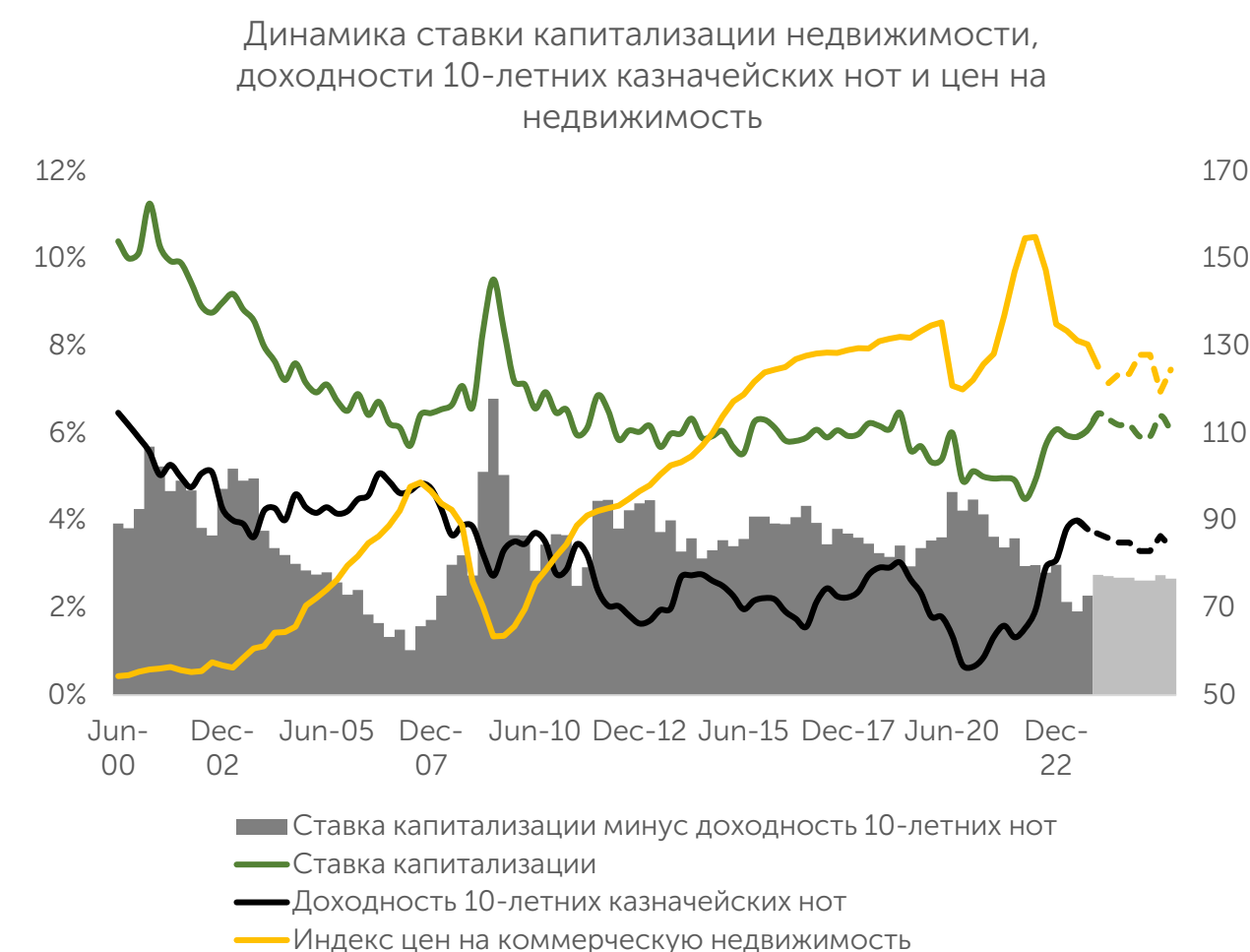


Источник: данные FTSE Russell, Nareit

Ожидания на 2024 год

- В конце октября на фоне охлаждения рынка труда и инфляционных ожиданий началось снижение доходностей десятилетних трежерис. Биржевой фонд REIT XLRE вырос с этого момента более чем на 17% и опередил широкий рынок. Это хорошо иллюстрирует потенциальную динамику REIT на фоне ожидающегося замедления инфляции и снижения процентных ставок. На наш взгляд, ФРС не будет дополнительно ужесточать ДКП в текущем цикле, поэтому можно начинать формировать позиции и фиксировать высокую дивидендную доходность в секторе.
- Позитивную динамику в сегменте здравоохранения (дома престарелых) обеспечат стабильный рост группы обеспеченных пожилых людей и опережающее улучшение рентабельности по мере повышения заполняемости ввиду высокой доли фиксированных издержек.
- Дата-центры продолжают выигрывать от инвестиций в ИИ, внедрения облачных технологий и повсеместной цифровизации экономики.
- Факторами поддержки индустриального сегмента выступают ожидающийся дефицит предложения в 2024 году по причине низких объемов текущего строительства, а также перестройка цепочек поставок и перенос производства на фоне геополитики.
- Сектор вышек сотовой связи получил дополнительную поддержку от позитивного прогноза лидера этого бизнеса American Tower. Экспертные оценки указывают на ранний этап внедрения связи в формате 5G и на продолжение инвестиционного цикла.
- Нормализация объема командировок, который должен превысить допандемийный уровень, и рост числа туристических поездок способны поддержать результаты отельного сегмента.
- Смягчение кредитных условий в 2024 году может стимулировать строительство и спрос на пиломатериалы.
- В розничном сегменте наблюдается высокая заполняемость

с повышением арендных ставок, однако вызывают опасения замедление потребительского спроса и глубина его спада.



Источники: данные NAREIT, Green Street, Factset, расчеты аналитиков Freedom Broker

Наша рекомендация для сектора: Welltower (WELL), целевая цена по акции – \$95, крупнейший REIT в сфере здравоохранения, который фокусируется на домах престарелых, а также оперирует в сегменте медицинских учреждений постэкстренной и амбулаторной помощи. В сегменте домов престарелых сохраняются перспективы уверенного роста. Значительно снижается количество вакантных помещений при постоянном увеличении численности потенциальной клиентуры. Руководство рассчитывает на существенное повышение рентабельности по мере увеличения заполняемости, так как для этого бизнеса характерна высокая доля фиксированных издержек. Потенциал роста акции WELL – 8,3% (без учета дивидендов, форвардная доходность которых составляет 2,7%).

Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

ИТ-сектор

Основные тренды 2023 года

- В уходящем году ИТ-сектор стал лидером роста в индексе S&P 500, прибавив 54% на фоне ажиотажа вокруг ИИ-тематики и начала восстановления в сегментах потребительской электроники и в индустрии полупроводников. Весь 2023-й характеризовался повышением премий технологических компаний по P/E NTM, который к концу года достиг максимальной отметки 2021 года 7,8x. Для нынешнего года было характерно слабое сдерживающее влияние роста доходностей трейдерис на динамику акций сегмента. Текущих уровней мультипликатора P/E NTM и ставок в экономике не было даже в период экономического кризиса 2007–2008 годов, что неоднократно заставляло нас задуматься об устойчивости текущих оценок.

Ожидания на 2024 год

- В 2024 году мы ожидаем продолжения позитивной динамики сектора, которая будет обеспечена восстановлением спроса на потребительскую электронику и нормализации бюджетов клиентов на ИТ, а также активной стадией монетизации технологий ИИ и ростом полупроводникового сегмента на фоне вышеперечисленных факторов. Под давлением окажутся производители коммуникационного оборудования, а также некоторые поставщики чипов, тесно связанные с европейскими рынками и/или с индустриальными и автомобильными сегментами. Отдельно отметим ситуацию вокруг Apple, которая сталкивается с сильной конкуренцией в азиатском регионе, а также в начале года запускает в продажу Vision Pro. Последний сезон отчетностей продемонстрировал негативную переоценку ориентиров в отношении роста выручки и EPS ИТ-сегмента до 8,5% и около 15% соответственно, что стало более жестким снижением,

чем по рынку в целом. Мы ожидаем, что в первом квартале котировки сектора поднимутся на 4% от текущих уровней, а по итогам 2024-го их рост составит 8–9%.

Наша рекомендация для сектора: Amazon Inc. (AMZN), целевая цена по акции –\$180. Абсолютный лидер сегмента онлайн-коммерции в США (около 45% рынка) и облачной инфраструктуры (IaaS) (около 32% рынка), один из ключевых участников гонки

ИИ, располагающий собственными чипами и моделями для развития этих технологий. Компания ведет бизнес во множестве перспективных направлений, таких как стриминговые сервисы, реклама, здравоохранение, спутниковая интернет-инфраструктура и другие. В этом году Amazon провела глобальный реинжиниринг собственного бизнеса, что позволит сконцентрироваться на развитии в приоритетных сегментах и существенно повысить рентабельность.



Прогноз по индустриям и секторам

На пороге перемен

Китайский рынок

Основные тренды 2023 года

Снятие карантинных ограничений в начале года вызвало ралли на китайском рынке, но на фоне негативных экономических факторов оно сменилось коррекцией. Восстановление экономики КНР остается неустойчивым. Деловая активность начала снижаться, цены на недвижимость продолжили спад, а широкий индекс потребительских цен ушел в зону дефляции. При этом ниже ожиданий оказались объемы выданных кредитов и розничных продаж. В ответ на замедление экономики власти увеличили дефицит бюджета на 2023 фискальный год, однако эффект этой меры станет заметен только в инновационных отраслях, которые пока занимают относительно небольшую часть экономики КНР.

Ожидания на 2024 год

- Пекин выбрал путь более медленного текущего роста, отказавшись поддерживать индустрию недвижимости и сосредоточившись на развитии высокотехнологичного производства, способного в будущем стать значимым позитивным стимулом для экономики. Начало отдачи от такой стратегии может затянуться на несколько лет, особенно в условиях дальнейшего ограничения технологического сотрудничества с США и ЕС, поэтому в 2024 году неравномерное восстановление экономики Китая, вероятно, продолжится. В такой ситуации логичным выглядело бы дальнейшее наращивание фискальной поддержки за счет привлечения нового долга, однако из-за осторожности китайских властей в вопросе финансовой стабильности перспективы принятия такой политики остаются под вопросом. С учетом наших нейтрально-негативных ожиданий в отношении сектора недвижимости и банковской индустрии, а также умеренно позитивных перспектив технологического сектора

вместе с продолжением тренда на улучшение потребительских настроений в сегменте недорогих товаров второй необходимости прогнозируем достижение индексом Hang Seng диапазона 18 800–19 650 пунктов к концу 2024 года, что предполагает рост в пределах 15–20%.

- Наша рекомендация для китайского рынка: PDD Holdings (PDD)**, целевая цена по акции – \$180. Компания демонстрирует высокие темпы роста и расширяет долю на китайском

рынке электронной коммерции за счет уникальной бизнес-модели. Маржинальность эмитента значительно превышает показатели более крупных конкурентов. Отдельные надежды возлагаются на международную экспансию. Всего за год компания, которая ранее вела деятельность только в Китае, вышла со своим приложением Temu на рынки более чем 30 стран, что является мощным драйвером долгосрочного роста в условиях развития тренда на усиление внутренней конкуренции.

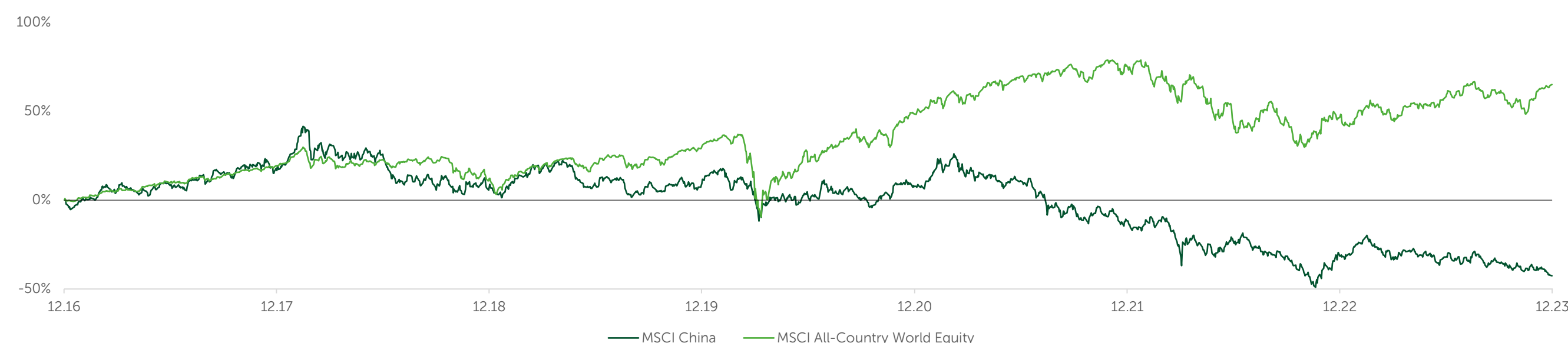
Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

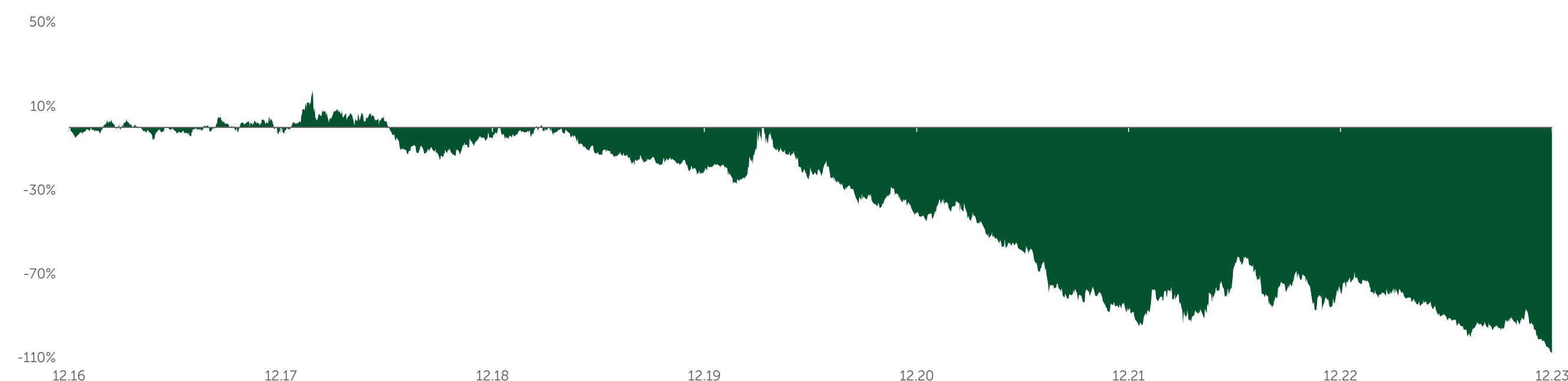
ffin.global



Динамика индексов MSCI All-Country World Equity и MSCI China за последние 7 лет



Разница индексов MSCI All-Country World Equity и MSCI China за последние 7 лет



Источник: Bloomberg, расчеты аналитиков Freedom Broker

Итоги рынка IPO 2023 года

В поиске оптимальной точки входа

Размещения Arm, Instacart, Birkenstock и ряда других эмитентов не смогли восстановить сильный интерес инвесторов к IPO. На этом фоне многие компании перенесли выход на биржу на 2024 год

Активность на рынке IPO в уходящем году определяло множество факторов

После довольно слабого для сегмента IPO 2022 года окно первичных размещений было закрыто ввиду медленного роста, который демонстрировали многие компании, планировавшие выход на биржу. В первой половине 2023-го на фондовых площадках наблюдалась выраженная позитивная динамика, которая позволяла надеяться на активизацию рынка IPO во втором полугодии.

Тем не менее с 1 января по 11 декабря текущего года на биржах США дебютировало лишь 124 компании, в то время как за весь предыдущий год состоялось 181 размещение. Однако, несмотря на меньшее количество IPO, объем привлеченного капитала значительно увеличился: за неполный 2023 год он составил \$20,3 млрд против \$7,57 млрд в 2022-м.

Во втором полугодии состоялись долгожданные IPO Arm, Instacart, Birkenstock, но их динамика в первые дни торгов оказалась довольно слабой. С учетом этого многие планировавшие выход на биржу компании перенесли подготовку к размещению на следующий год.

Акции Instacart открыли первые торги на уровне \$42, что было на 30% выше цены IPO, но к закрытию котировки ушли к отметке \$33,7. В последующие дни акции также демонстрировали снижение, а на момент написания этого обзора торговались на 19,2% ниже цены размещения. В свою очередь, бумаги Arm в первый день обеспечили доходность 24,7%, но в течение следующих 36 дней опустились ниже цены размещения.

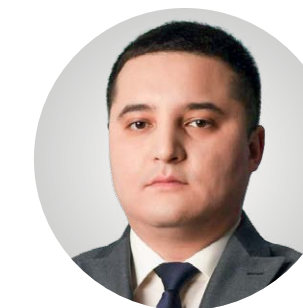
Нестабильная макросреда и волатильность рынка вызвали коррекцию основных фондовых индексов в сентябре-октябре. В то же время оптимистичные ожидания по поводу снижения

ставок, перекупленность многих активов, геополитическая нестабильность, рост доходности десятилетних трежерис США обусловили разочаровывающую динамику ряда крупных компаний после размещения и вынудили некоторых эмитентов пересмотреть свои планы в отношении сроков IPO. Текущая средняя доходность от участия в размещениях в текущем году составила -19%: из 124 вышедших на биржу компаний 92 по состоянию на 11 декабря показывали отрицательную динамику.

С учетом позитивного окончания текущего года (с конца октября NASDAQ вырос на 16%, индекс IPO прибавил 19%, а доходность десятилетних трежерис снизилась на 16%) можно констатировать повышение оптимизма в отношении предстоящих в 2024-м IPO. Некоторые планирующие получение публичного статуса компании, в том числе Reddit, Skims (производитель одежды под брендом Ким Кардашьян), Rubrik (стартап в сфере облачной безопасности, среди инвесторов которых Microsoft) и Zeekr, уже нанимают инвестбанки для организации размещения в первом квартале 2024 года.



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента финансового
анализа Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

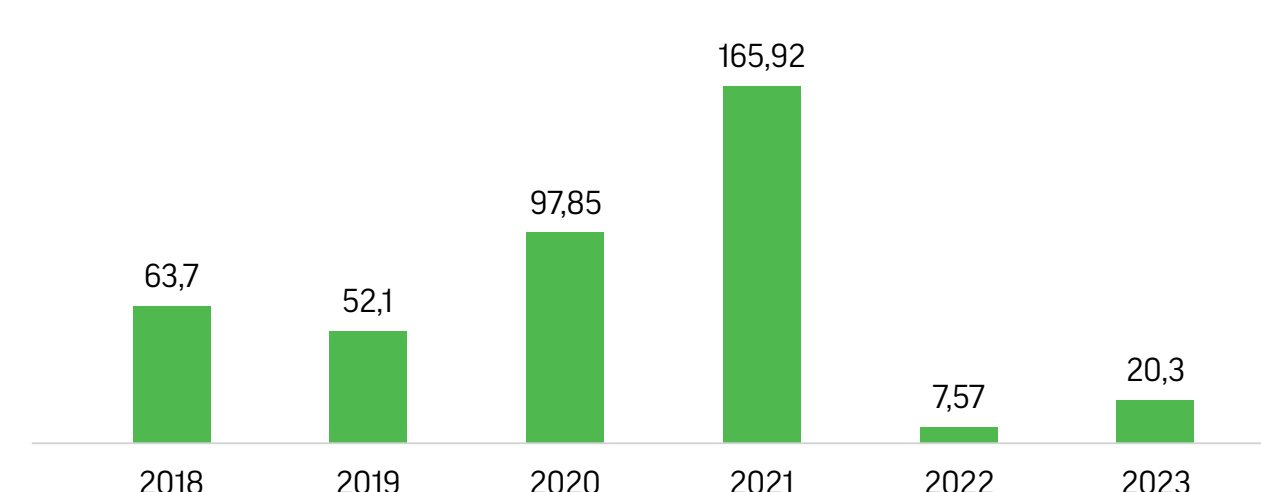
Изменения индекса NDX за 1 год



Динамика «десятилеток» США за год (%)



Привлеченный капитал по годам, млрд USD



Перспективы рынка IPO в 2024 году

На низком старте

Некоторые из отложивших IPO в уходящем году эмитентов вступили в активную фазу подготовки размещения своих акций



Дата основания: **2010 год**

Последняя оценка: **\$10 млрд**

Выручка за 2020 год: **\$670 млн**

1. Reddit – крупная социальная сеть с обширной аудиторией с прогнозируемым в 2023 году числом ежедневных пользователей 56 млн. По данным Bloomberg, компания может провести свое размещение в первом квартале 2024 года и уже привлекла организации этой процедуры Morgan Stanley и Goldman Sachs. Бизнес Reddit на IPO может быть оценен в \$15 млрд. После последнего на сегодня раунда финансирования в 2021 году ее капитализацию определили в \$10 млрд.



Дата основания: **2010 год**

Последняя оценка: **\$10 млрд**

Выручка за 2020 год: **\$4,4 млрд**

2. ZEEKR Intelligent Technology Holding Limited разрабатывает и производит электромобили премиум-класса. В ее линейке на сегодня модели ZEEKR 001, ZEEKR 001 FR, ZEEKR 009 и ZEEKR X. По данным Frost&Sullivan, по состоянию на октябрь 2023 года компания в общей сложности поставила на рынок 170,053 тыс. своих автомобилей. По последней оценке, полученной в феврале после раунда финансирования объемом \$750 млн, компания была оценена в \$13 млрд. Изначально IPO было запланировано на уходящий год, но было перенесено из-за невозможности получить желаемую оценку и общей нестабильности на финансовых рынках.



Дата основания: **2013 год**

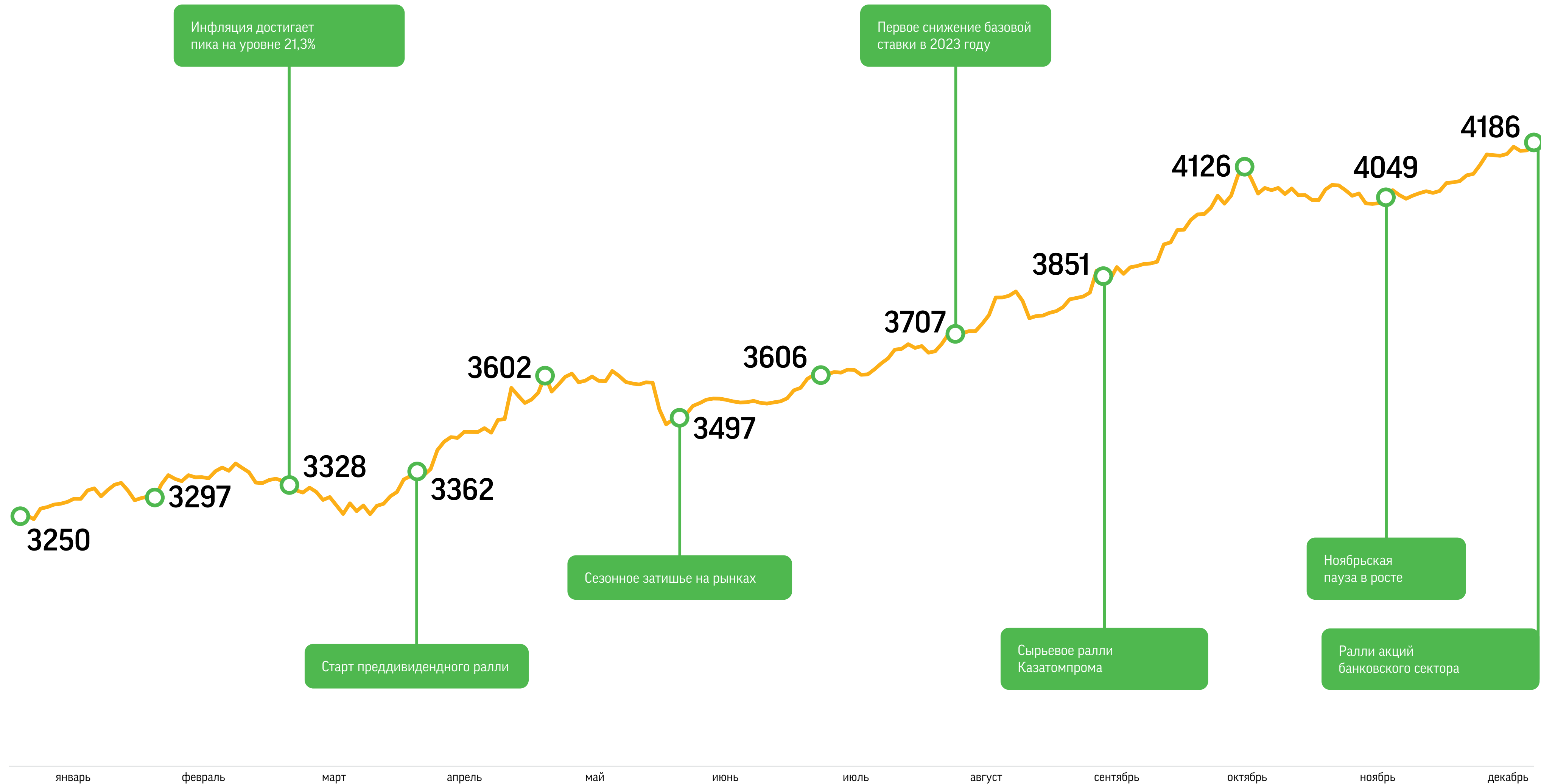
Последняя оценка: **\$43 млрд**

Выручка за 2020 год: **\$1,2 млрд**

3. Databricks – разработчик программного обеспечения для быстрой обработки и анализа больших данных (big data) с использованием машинного обучения. В клиентской базе компании более 5 тыс. партнеров, в том числе CVS Health, Comcast, Condé Nast и Nationwide. Среди ее инвесторов Fidelity Management and Research, Whale Rock Capital Management, Amazon, Salesforce Ventures, Andreessen Horowitz, Capital G (Google) и Microsoft. В сентябре 2023 года бизнес Databricks был оценен в \$43 млрд.

Рынок Казахстана в 2023 году (индекс KASE)

Важные новости в одной инфографике



Рынок Казахстана. Итоги года

Время рекордов

Новые исторические высоты Ситуация на фондовых площадках Казахстана в уходящем году кардинально отличалась от картины 2022-го: практически все локальные акции оказались в хорошем плюсе. Индекс KASE с самого начала 2023-го оставался в восходящем тренде, стартовавшем летом 2022-го. Кратковременные периоды снижения фиксировались лишь в марте, мае и октябре, но в целом преобладали сильные волны роста, которые приводили к локальной перекупленности рынка, но заканчивались не ответной коррекцией, а лишь небольшим откатом, после которого индекс KASE вновь продолжал с удивительной стойкостью двигаться вверх. 31 августа бенчмарк побил рекорд ноября 2021 года и вышел на исторические максимумы, продолжив обновлять их.

Опережая ведущие мировые индексы. В 2023 году KASE обгоняет большинство ведущих мировых фондовых индексов, поднявшись на 28%. Бенчмарку удалось превзойти S&P 500 (+21,1%), европейский Stoxx 600 (+11,3%), немецкий DAX (+18,6%), корейский Kосpi (+12,3%), гонконгский Hang Seng (-18%). При этом общий индекс акций развивающихся рынков MSCI Emerging Markets в текущем году прибавил лишь 2,1%. Близкие к KASE результаты показали итальянский MIB 40 (+27,8%) и японский Nikkei 225 (+26,2%). Обогнать казахстанский бенчмарк удалось лишь американскому NASDAQ 100 (+39,1%).

Рост всем рынком. Практически все акции в индексе показывают плюсовой результат в текущем году. Второй год подряд лучшей бумагой на рынке становится БЦК: она подорожала на 60,6% после 52,2% годом ранее. В аутсайдерах оказались акции KEGC, потерявшие 8,5% стоимости. Лидером роста стал

банковский сектор, его представители заняли четыре первых места по темпам повышения котировок. Впечатляющие результаты продемонстрировал и сырьевой сегмент – во многом за счет бумаг Казатомпрома и ралли урана. Более скромный рост показали телекомы.

Сезонные факторы по-прежнему устойчивы. В 2023 году мы снова увидели характерные сезонные паттерны поведения рынка: состоялось весеннее преддивидендное ралли, которое сменилось затишьем в июне с возобновлением роста в июле и продолжением в августе-сентябре при поддержке сырья, затем в октябре-ноябре ралли встало на паузу.



Ансар Абуев,
младший аналитик департамента
финансового анализа Freedom Broker



**Инвестиционные
перспективы 2024 года**

21 декабря 2023

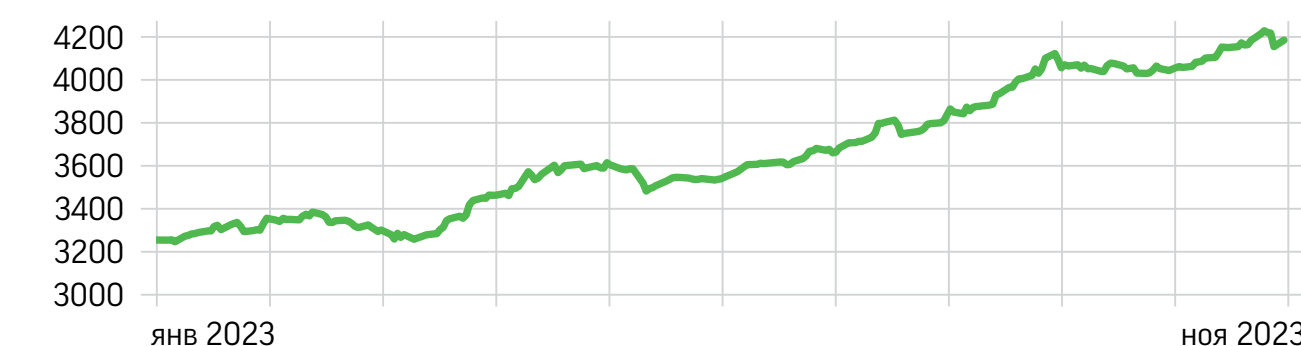
ffin.global



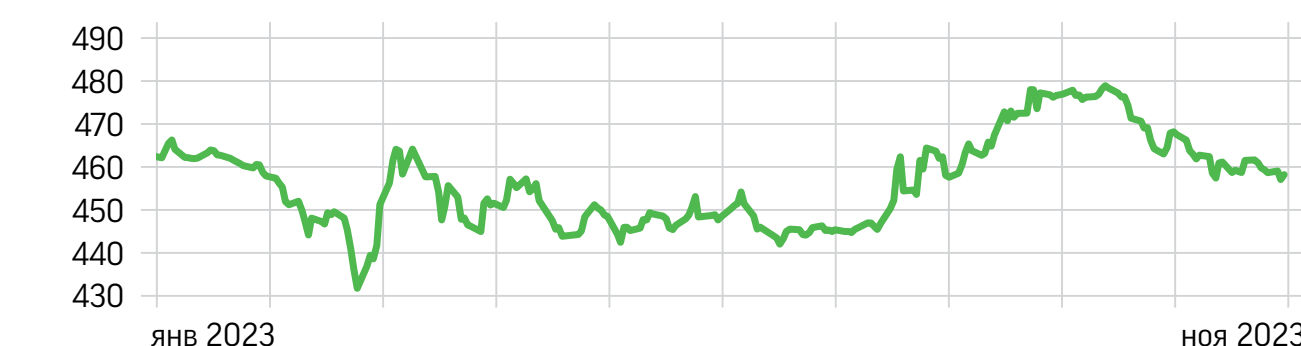
Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 30.12.2022	Значение на 13.12.2023	Изменение, %
KASE	3 251,64	4 158,53	27,9%
БЦК (ССВН)	640,00	1 028,00	60,6%
Казатомпром (KZAP)	12 874,00	18 208,75	41,4%
Касpi.kz (KSPI)	33 196,50	45 647,00	37,5%
Халык Банк (HSBK)	126,47	161,89	28,0%
КазМунайГаз (KMGZ)	9 430,00	11 500,00	22,0%
КазТрансОйл (KZTO)	734,00	857,95	16,9%
Kcell (KCEL)	1 725,00	1 953,63	13,3%
Казахтелеком (KZTK)	28 362,32	31 449,00	10,9%
KEGOC (KEGC)	1 620,02	1 482,00	-8,5%
Казатомпром (GDR)	28,14	38,35	36,3%
Касpi (GDR)	71,50	92,90	29,9%
Народный банк (GDR)	11,10	13,92	25,4%

Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Рынок Казахстана. Итоги года

Общерыночные драйверы роста

- **Быстрые темпы снижения инфляции.** На наш взгляд основной причиной позитивной динамики казахстанского рынка стало падение инфляции. Пик был пройден в феврале, когда ИПЦ достиг 21,3%. Далее рынки начали готовиться к снижению данного показателя и к смягчению ДКП. На этом фоне скупались государственные облигации, а спрос на акции активизировался к концу марта. К ноябрю годовая инфляция замедлилась вдвое – до 10,3%, опередив наши прогнозы. При этом базовая ставка довольно долго оставалась высокой. С отметки 16,75%, на которой она держалась с начала года, ее снизили только в августе и всего на 25 базисных пунктов. Текущая ставка составляет 15,75% и может быть еще уменьшена. Темпы инфляции и уровень ставки являются одними и основных составляющих при нашей оценке фундаментальной стоимости бумаг, и снижение этих показателей позитивно для всех эмитентов.
- **Рост привлекательности казахстанских активов.** После прохождения пика инфляции высокий спрос участники рынка (и локальные, и зарубежные) начали предъявлять на казахстанские гособлигации. Весной выяснилось, что казахстанские госбонды обеспечивают весьма привлекательную доходность, учитывая перспективу дальнейшего снижения инфляции при довольно стабильном курсе тенге. Особенно интересными для инвестиций оказались тенговые бонды квазигосударственных компаний, которые предлагали около 18% доходности к погашению в начале весны. Далее инвесторы начали обращать внимание и на акции с высоким фундаментальным потенциалом роста.
- **Стабильные позиции тенге.** В 2023 году тенге сохранял устойчивость, особенно по сравнению с динамикой предыдущих лет. Курс нацвалюты к доллару вырос на 1%, притом что, например, российский рубль потерял в этой паре около 30% стоимости, хотя курс самого гринбека по индексу DXY существенных изменений не продемонстрировал. Помимо макроэкономических триггеров, отметим также влияние про-

даж валюты из Нацфонда для трансфертов в бюджет страны, которые преобладали на протяжении большей части года. В его начале ежемесячный объем этих операций составлял около \$500–700 млн, а в октябре-ноябре превысил \$1 млрд. Это сдерживало основной негатив для валютного рынка и обеспечило разрыв корреляции между рублем и тенге.

Корпоративный позитивный фон

- **В начале года восходящую динамику KASE обеспечили бумаги КМГ,** которые поднимались в цене после состоявшегося в конце 2022-го IPO.
- **Сезон отчетов за первый квартал выдался достаточно успешным:** сильные результаты продемонстрировали Kaspi.kz, БЦК, Народный банк и Казахтелеком. В целом по компаниям был отмечен рост выручки.
- **Во втором квартале результаты улучшились,** подтянулись

предыдущие аутсайдеры рынка. Количество рекомендаций на продажу в нашем списке сократилось до одной бумаги. Хорошо отчитались Kaspi.kz, КМГ, KEGOC, Казатомпром. Сохранилась тенденция к повышению выручки.

- Финансовая отчетность за третий квартал **оказалась в основном нейтральной.**
- **Довольно ощутимый вклад в повышательную динамику рынка в целом внесли акции Казатомпрома,** которые в текущем году выросли на 41% за счет мощного ралли в ценах на уран.
- **Наиболее выраженным позитивный тренд оказался в банковском секторе:** БЦК подорожал на 60,6%, что можно объяснить общим улучшением финансовых показателей и, в частности, увеличением балансовой стоимости. Котировки Народного банка поднялись на 29%, а Kaspi вырос на 40%.

Эмитент	Значение на 14.12.2022	Текущая фундаментальная цель	Доля в индексе	Потенциал роста
KASE	4 159	4 807		15,6%
БЦК (CCBN)	1028,0	1240,0	9,7%	21%
Халык Банк (HSBK)	161,89	220	14,7%	36%
Kcell (KCEL)	1953,6	1490,0	14,3%	-24%
KEGOC (KEGC)	1482	1550	6,6%	5%
КазМунайГаз (KMGZ)	11500,0	13900,0	14,8%	21%
Kaspi.kz (KSPI)	45647	55660	15,0%	22%
Казатомпром (KZAP)	18208,8	22500,0	14,4%	24%
Казахтелеком (KZTK)	31449	40800	7,1%	30%
КазТрансОйл (KZTO)	858,0	870,0	3,6%	1%

Инвестиционные перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Рынок Казахстана в 2024 году

На достигнутом не остановимся

Основные тренды

- 1. Смягчение ДКП.** Мы полагаем, что общая ситуация в экономике страны будет зависеть от того, насколько быстрым окажется снижение базовой ставки НБРК. К текущему моменту разрыв между ставкой и инфляцией составляет 5,2%. Уменьшение процента по депозитам обеспечит переток части кэша на фондовый рынок. Позитивным фактором способно стать общее повышение платежеспособности населения.
- 2. Фундаментальный потенциал роста.** Ситуация для представленных на бирже эмитентов по-прежнему выглядит позитивно, даже несмотря на мощное ралли и нахождение KASE на исторических максимумах. Восходящий потенциал индекса, исходя из оценки входящих у него бумаг и их долей, составляет 15,6%.
- 3. Позитивный внешний фон.** Благоприятное воздействие на динамику казахстанских фондовых площадок окажет реализация прогнозов снижения базовых ставок ведущими мировыми ЦБ и уход от сценария рецессии в экономиках США и еврозоны.
- 4. Продолжающаяся поддержка тенге.** В 2024 году правительство планирует привлечь трансферт из Национального фонда на сумму 3,6 трлн тенге, в том числе целевой – объемом 1,6 трлн тенге. Среднемесячный размер операций составит около \$600 млн. Таким образом, в следующем году тенге по-прежнему будет огражден от перепадов курса доллара за счет высоких объемов его ежемесячных продаж.



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Рынок Казахстана в 2024 году

Топ-5 наиболее привлекательных акций на горизонте года

1. Казатомпром (KZAP). Главный бенефициар уранового ралли 2023 года имеет все шансы продолжить двигаться вверх и в 2024-м. На текущий момент фьючерсы на уран продолжают дорожать, если этот импульс не иссякнет, рост котировок может оказаться сопоставимым с тем, что мы наблюдали в августе-сентябре. Основным позитивным триггером выступает усиление спроса на сырье на фоне вновь возникшего интереса Европы и США к атомной энергетике как альтернативе углеводородам. В 2024 году на дивиденды компания может направить 1000 тенге на акцию, что на 30% выше уровня 2022-го. Также стоит учитывать долгожданное повышение собственного прогноза реализации урана на ближайшие годы.

2. Казахтелеком (KZTK). Фундаментальный потенциал роста в акциях эмитента составляет около 30%. Компания фиксирует увеличение доходов от основных направлений бизнеса и наращивает операционные денежные потоки. Основное давление ее на результаты оказывают капзатраты Kcell. Однако в 2024 году этот актив может быть продан, что открывает спекулятивную возможность получения дополнительного дивиденда, размер которого будет в несколько раз больше

обычного. Подобный сценарий реализовался в 2012 году, когда Казахтелеком продал пакет из 49% бумаг Kcell в пользу европейской Telia Sonera. Тогда на дивиденд было направлено 18,559 тыс. тенге на акцию против 1328,8 тенге за 2011-й. Сделка может быть закрыта в следующем году, а ориентир в отношении финального дивиденда составляет 15 тыс. тенге. Однако отметим, что для этого оценка Kcell для продажи должна соответствовать рыночной или быть близкой к ней.

3. ETF на индекс KASE (IE_FXBF). FinEx FFIN Kazakhstan Equity ETF дает возможность инвестировать во все акции индекса одновременно. Если исключить из корзины Казтрансойл (потенциал роста: 1,4 %) и Kcell (потенциал снижения: 23,8%), одновременно увеличив доли остальных бумаг на 20%, то доходность портфеля составит около 23%, а не ранее прогнозировавшиеся 15,6%.

4. Народный банк (HSBK). Народный банк, по нашим оценкам, сейчас имеет наибольший запас фундаментального роста: на горизонте от полугода до 12 месяцев он составляет 36%. В 2023 году банк способен реализовать собственные про-

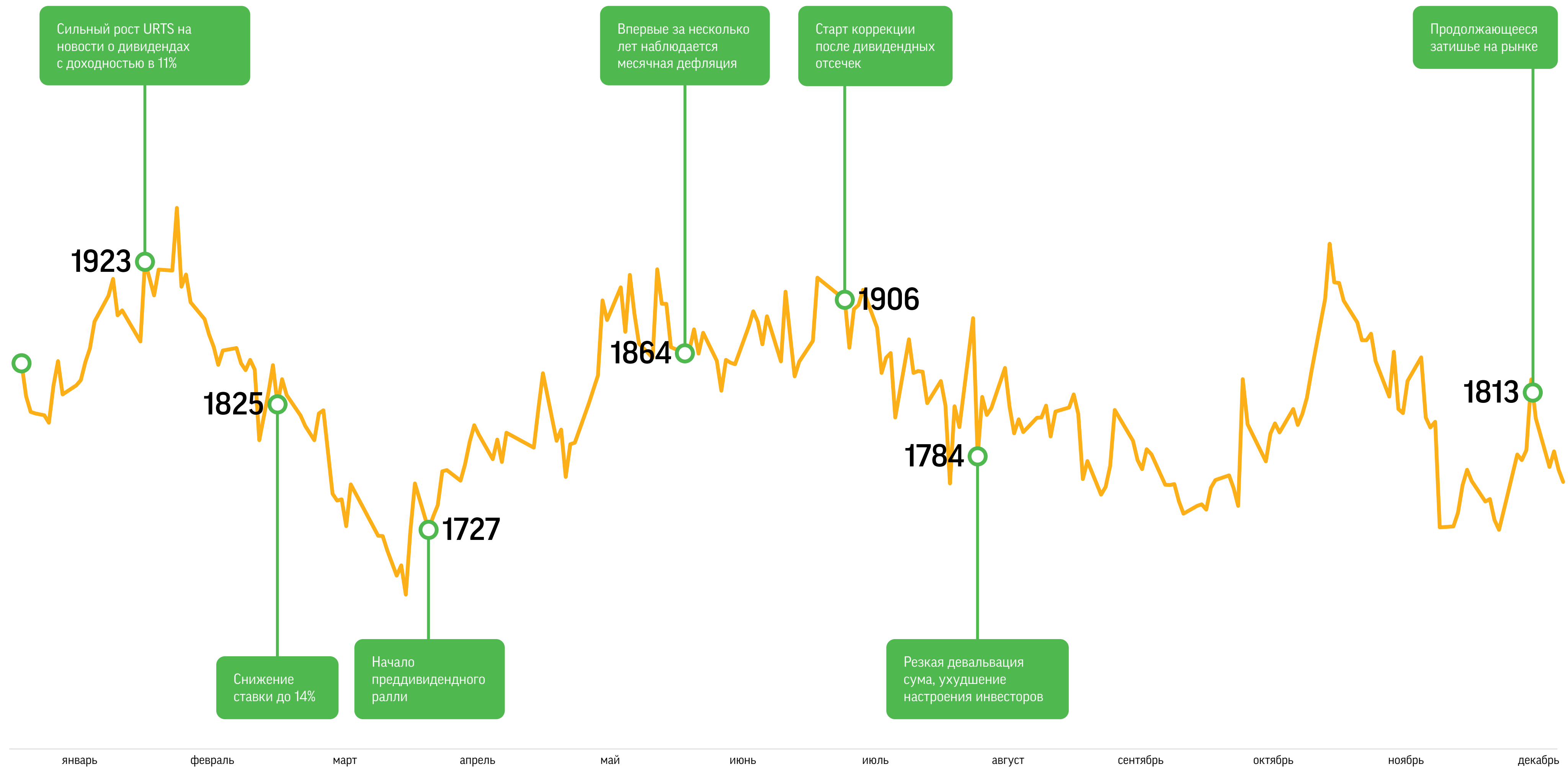
гнозы, демонстрируя уверенный рост прибыли и кредитного портфеля. В целом для эмитента характерна стабильность финансовых результатов, которые держатся в пределах позитивных или умеренно-позитивных. Это обеспечивает его бумаги долгосрочной инвестиционной привлекательностью. В 2024 году инвесторов может обеспокоить вопрос дивидендов после поглощения Казкома, который имел государственную поддержку, в связи с чем правительство имеет право наложить некоторые ограничения на выплаты акционерам. Тем не менее даже с учетом этого Народный банк сохраняет высокий потенциал роста.

5. Kaspi.kz. Как и в случае с Казахтелекомом, у Kaspi есть фундаментальные и ситуационные триггеры к росту. Как и Народный банк, финтех-компания, как правило, отчитывается стабильным улучшением финансовых показателей в соответствии с ориентирами менеджмента и регулярно обновляет рекорды прибыли. Ситуационным позитивным драйвером для этого эмитента станет реализация неоднократно анонсированных планов выйти на IPO в США. Вероятность этого шага подтверждается работой руководства по решению регистрационных вопросов.



Рынок Узбекистана в 2023 году (индекс EqRe Blue)

Важные новости в одной инфографике



Рынок Узбекистана. Итоги 2023 года

Акции предпочли красный

Зевара Матмуродова,
инвестиционный аналитик
Freedom Broker Uzbekistan



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

Обзор фондового рынка

В 2023-м индекс Egre Blue снизился на 5%. Несмотря на смягчение монетарной политики в начале года и заметное замедление инфляции, интерес инвесторов к ценным бумагам оставался довольно слабым: предпочтение отдавалось инструментам с фиксированной доходностью. В то же время на рынке облигаций новых интересных выпусков не было, поэтому основная часть свободного капитала оказалась на счетах в банках. Об этом свидетельствуют увеличение объема депозитов, а также рекордные ставки по депозитам в сумах и в валюте.

К концу года узбекистанский рынок оказался на отрицательной территории, но весной и летом он продемонстрировал весьма уверенный рост благодаря преддивидендному ралли. Дивидендная доходность некоторых бумаг превысила 10%. УзАвто Моторс (UZMT) направил на выплаты акционерам 3538 сумов на бумагу, обеспечив доходность 5%. УзРТСБ (URTS) перечислила 2300 сумов на акцию с доходностью 11%. Узметкомбинат (UZMK) распределил среди акционеров 1211,97 сума на обыкновенную акцию, обеспечив максимальную для рынка дивидендную доходность, составившую 14% по итогам 2023-го.

Уходящий год стал еще одним подтверждением сезонных трендов на локальном рынке. В рамках упомянутого преддивидендного ралли многие акции в покрытии завершили первое полугодие заметным ростом, в конце лета – начале

осени после прохождения дивидендных отсечек и резкой девальвации сума стартовала сезонная коррекция. Ближе к концу года активность инвесторов оставалась достаточно высокой, несмотря на в целом «медвежью» динамику рынка. В частности, в декабре успешно прошли два первичных размещения государственных компаний.

Лучшим сектором в индексе стал банковский: акции НМКВ, IPTB, SQBN сформировали тройку лидеров роста. Худший результат показала строительная индустрия, представленная бумагами KVTS, UZMK, QZSM и KSCM. Практически все акции в индексе, кроме двух банков, по итогам года показали отрицательный результат.

Второй год подряд лучшей инвестицией остается Хамкорбанк, обыкновенные акции которого с января по начало декабря подорожали более чем на 91%.

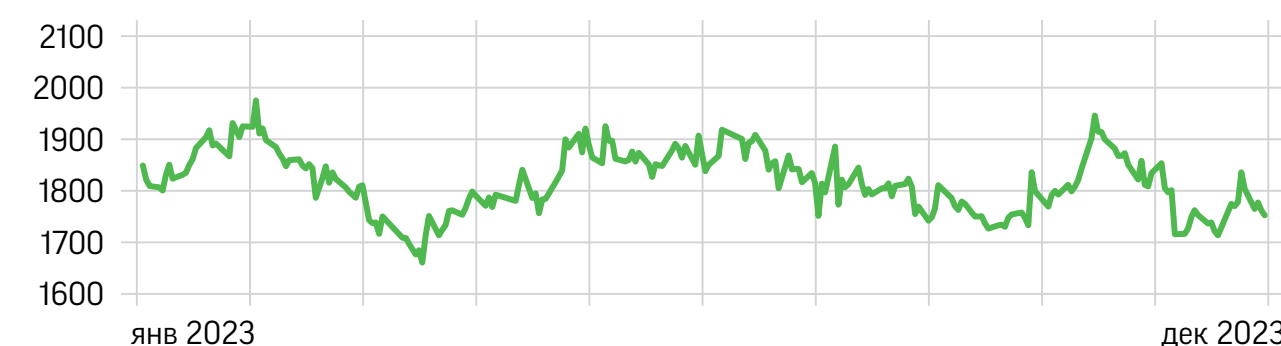
Также в зеленой зоне завершают год обыкновенные Ипотека-банка. Мощную поддержку его котировкам оказала покупка мажоритарного пакета венгерским OTP Bank за \$324 млн, что почти на 50% выше рыночной цены эмитента. На данный момент OTP Bank принадлежит доля 73,71%, а в ближайшие три года он планирует довести ее до 98%.

Абсолютным аутсайдером стал Кварц, потерявший за год 89% капитализации. Приватизация госдоли в компании прошла ниже рыночной цены, инвесторы негативно оценили сделку, что сказалось на котировках, опустившихся на этом фоне на 47%.

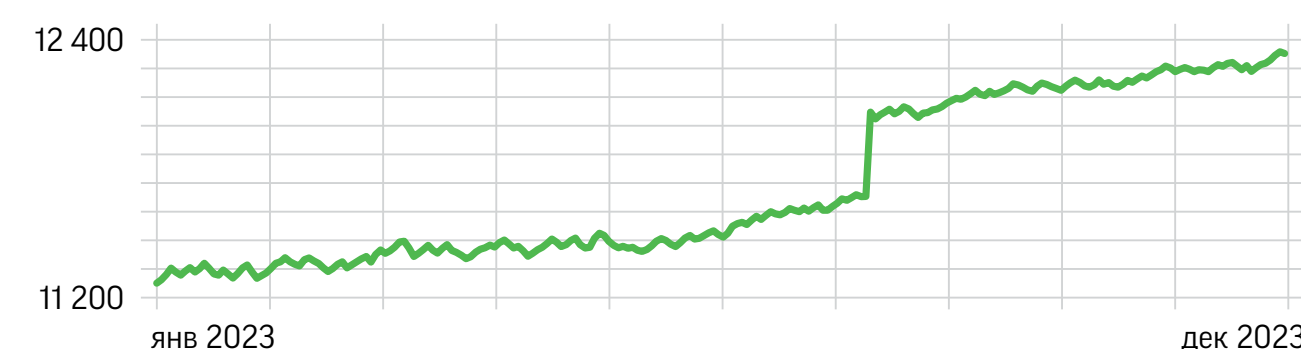
Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 04.01.2023	Значение на 07.12.2023	Изменение, %
Egre Blue	1 856,98	1 764,34	-4,99%
KVTS	3 499,00	1 850,00	-47,13%
QZSM	3 579,97	2 940,00	-17,88%
SQBN	10,47	10,00	-4,49%
URTS	20 848,00	17 150,00	-17,74%
UZMK	9 299,00	6 200,00	-33,33%
KSCM	245 001,00	199 000,00	-18,78%
НМКВ	30,83	59,00	91,35%
IPTB	0,89	0,96	7,87%
UIRM	7 000,00	5 300,00	-24,29%
UZMT		69 985,00	

Динамика индекса EQRE, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



Рынок Узбекистана. Главные события года

Акции предпочли красный

Старт программы приватизации и народных IPO

По итогам совещания, состоявшегося в начале года и посвященного реализации программ приватизации, президент РУз Шавкат Мирзиёев анонсировал продажу госдоли 40 крупных предприятий путем «народного IPO» в ближайшие несколько лет.

В течение года состоялось три наиболее значимых для местного рынка первичных размещения. В феврале Freedom Broker Uzbekistan провел IPO крупнейшего в СНГ производителя автомобилей UzAuto Motors на сумму около 57 млрд сумов (около \$5 млн). В декабре была закрыта книга заявок на IPO Узбектелекома – основного интернет-провайдера страны. Объем размещения составил примерно 33 млрд сумов (около \$2,7 млн). Ведущая страховая компания страны Узбекинвест также успешно провела первичное размещение, собрав заявки на 14,11 млрд сумов (около \$1,2 млн).

В результате одной из крупнейших сделок приватизации часть госпакета в Ипотека-банке была реализована венгерскому OTP Bank за \$324 млн, что почти на 50% выше рыночной цены. На данный момент OTP принадлежит 73,71%

Ипотека-банка. В ближайшие три года доля владения будет расширена до 98%.

Активная поддержка развития фондового рынка со стороны государства

Фондовому рынку РУз помогут развиваться меры, которые прописаны в сентябрьском постановлении президента республики. Документ предусматривает запуск удаленного открытия брокерских счетов, подключение к международным депозитариям, доступ к новым финансовым инструментам, добровольное использование накопленных пенсионных взносов, а также открытие индивидуальных инвестиционных счетов. Предусматривается также продление освобождения от налога на доходы физлиц, направляемые на приобретение ценных бумаг на местном фондовом рынке до 31 декабря 2028 года. С 1 октября 2023 года после публичного размещения акций предприятий с долей государства от 50% не менее 30% их чистой прибыли должно распределяться в виде дивидендов в течение не менее семи лет. Данные меры будут стимулировать рост и развитие узбекистанского фондового рынка, а также привлекать на него большее количество инвесторов.

Инфляция на исторических минимумах

Инфляция в 2023 году впервые за несколько лет достигла однозначного уровня. В июне и июле впервые с 2020 года была зафиксирована месячная дефляция. Темп инфляции в октябре-ноябре составил минимальные с августа 2016 года 8,8%. Отчасти это объясняется эффектом прошлогодней высокой базы, но также и уменьшением вклада роста импортных цен и последствиями достаточно жесткой монетарной политики. В то же время инфляционные ожидания населения и предпринимателей продолжают формироваться на более высоком уровне, чем фактические показатели, и составляют 13–14%.

Основная ставка снижена до 14%

Ставка рефинансирования ЦБ Узбекистана с 17 марта остается на отметке 14%, когда ее снизили на 1%. На заседании 14 декабря регулятор оставил параметры ДКП без изменений, так как, несмотря на дезинфляционные процессы в экономике, неопределенность по поводу устойчивости этих тенденций сохраняется.



Рынок Узбекистана. Основные события года

Акции предпочли красный

Влияние девальвации сума на настроения инвесторов

10 августа курс доллара вырос до 12 075,03 сума (+3,5% за день). ЦБ Узбекистана отметил, что значительное обесценивание национальных валют основных государств – торговых партнеров привело к укреплению реального эффективного обменного курса сума через внешнюю торговлю и денежные переводы. Преодолев психологически значимую отметку 12 000 в паре с долларом, курс сума существенно ухудшил

настроения инвесторов: начало коррекции на рынке в августе совпадает с датами резкого и неожиданного обвала нацвалюты. С начала года девальвация узбекского сума составила 9,88%, обновив максимумы последних нескольких лет.

Размещение зеленых международных облигаций в нацвалюте
Узбекистан в 2023 году первым в СНГ разместил зеленые суверенные международные облигации на сумму 4,25 трлн

сумов и международные облигации на \$660 млн на Лондонской фондовой бирже (LSE). Вследствие высокого спроса на эти инструменты доходность трехлетних международных бондов, номинированных в сумах, снизилась с ожидаемых 18% до 16,25%, а доходность пятилетних долларовых облигаций составила 8,125%, так как объем заявок инвесторов составил \$2 млрд при объеме выпуска \$660 млн и заявленном диапазоне 8,5–8,625%. Купон по данным бумагам равняется 7,85%.



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global



Рынок Узбекистана. Ожидания на 2024 год

Основные тенденции следующего года:

1. ЦБ не планирует смягчать ДКП. Стратегия инфляционного таргетирования ЦБ является главной причиной сохранения текущих параметров ДКП. Регулятор планирует удерживать высокую ставку в течение 2024–2025 годов, что будет способствовать достижению инфляционного таргета 5% к концу этого периода. В случае развития негативного макроэкономического сценария возможно дополнительное ужесточение монетарных условий. В следующие два года Нацбанк будет фокусироваться на дедолларизации вкладов и снижении кредитных льгот. ЦБ также призывает правительство сократить социальные расходы, которые остаются высокими со времен пандемии, и либерализовать энергетическую сферу. Текущий уровень трат по этим направлениям провоцирует рост дефицита бюджета и негативно влияет на макроэкономическую стабильность.

2. Высокие ставки по депозитам как препятствие для развития фондового рынка. Снижение ставок по депозитам помогло бы перенаправить значительные объемы кэша на фондовый рынок, однако, несмотря на смягчение монетарных условий в начале года, проценты по банковским вкладам продолжают обновлять рекорды. На данный момент средняя доходность вкладов в национальной валюте для населения составляет 21,4% годовых. Она остается ниже августовского пика, но превышает показатели с 2015-го по 2022 годы. Существует большой разрыв между основной ставкой ЦБ Руз (14%) и ставками по депозитам для физлиц (25%), что существенно затрудняет приток средств на фондовый рынок и его рост. На данный момент предпосылок для снижения депозитных ставок нет, соответственно, прогнозировать позитивную динамику на бирже Узбекистана не приходится.

3. Уверенный экономический рост. В рамках основного сценария реальный рост валового внутреннего продукта страны в 2024 году ожидается на уровне 5–5,7%, в 2025 году – около 5–6%. Прогноз ЕБРР предполагает увеличение ВВП Узбекистана по итогам будущего года на уровне 6,5%. Поддержку экономическому росту окажут как повышение инвестиционного и производственного потенциала частного сектора, так и высокие темпы роста прямых иностранных и внутренних инвестиций и объемов экспорта. Среди позитивных для динамики ВВП Руз факторов успешная организация предстоящих IPO и проведение приватизации. Основным препятствием для экономического роста называется сокращение денежных переводов из-за рубежа, в частности из России.

4. Ускорение инфляции. В 2024 году вероятно ускорение инфляции за счет удорожания энергоносителей для юридических лиц, а также ввиду роста цены на некоторые группы товаров. Правительство Узбекистана с 1 октября либерализовало тарифы на электричество и газ для крупных предприятий, бюджетных организаций, субъектов предпринимательства. Для таких компаний, как НГМК, АГМК, Узметкомбинат, это будет означать увеличение затрат на электроэнергию в 2,2 раза, что негативно скажется на конечных ценах для потребителей. По расчетам рейтингового агентства Fitch, рост расценок на энергоносители для юрлиц в Узбекистане обусловит ускорение инфляции в 2024 году в среднем до 13% годовых. В свою очередь, Азиатский банк развития прогнозирует показатель на отметке 10%. Отметим, что тарифы на электричество для населения останутся без изменений.



Инвестиционные
перспективы 2024 года

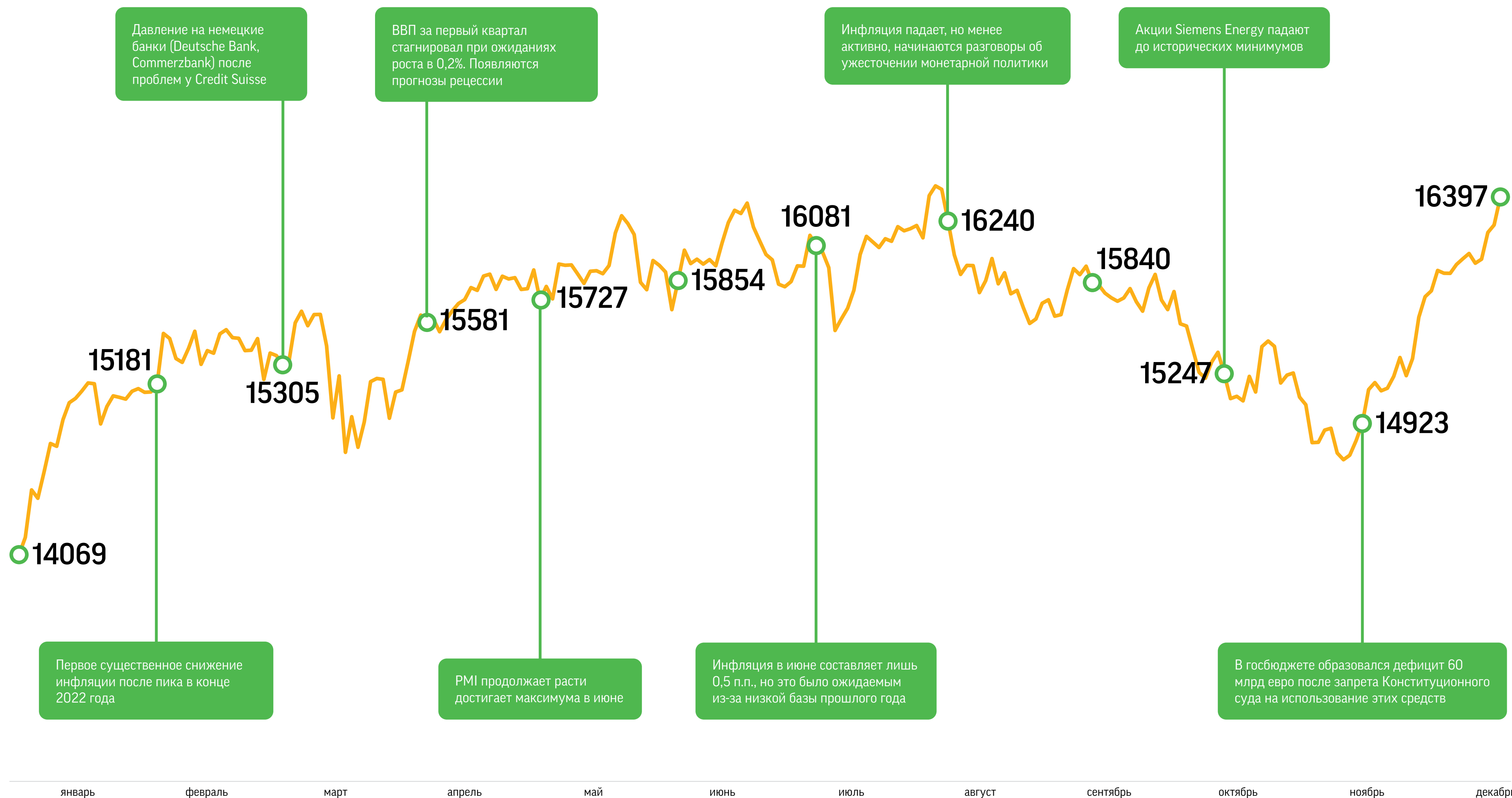
21 декабря 2023

ffin.global



Рынок Германии в 2023 году (индекс DAX)

Важные новости в одной инфографике



Рынок Германии. Итоги года

Режим наибольшего благоприятствования

Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

Уходящий год стал для индекса DAX намного более благоприятным, чем ознаменовавшийся жесткой ДКП 2022-й. Инфляция замедлялась активнее, чем ожидал рынок, ЕЦБ поставил на паузу цикл повышения ставок, смягчив свою риторику. В августе-октябре остро проявилась чувствительность рынка к малейшим изменениям тона регулятора, но решающего воздействия на биржевую динамику это не оказало

Позитивный тренд на немецком рынке обозначился с самого начала года. Январь, за который индекс DAX вырос сразу на 8,65%, стал вторым лучшим месяцем с марта 2021 года. В течение всего года фондовые площадки особенно остро реагировали на данные инфляции и комментарии монетарных властей. Первый квартал в этом плане не стал исключением. Инфляция в Германии в декабре 2022-го замедлилась до

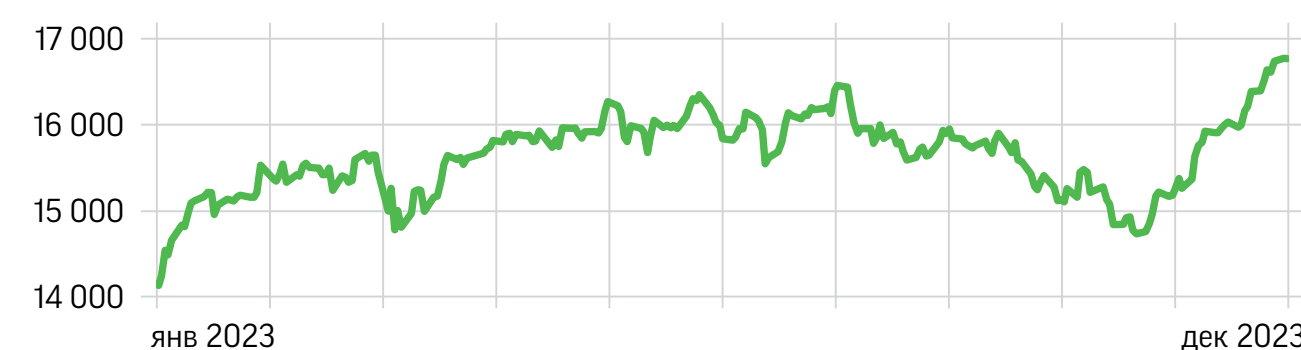
однозначных уровней, те же тенденции отмечались в США и Европе. В еврозоне годовая инфляция за квартал упала с 10,1% до 8,5%, а в Германии – с 10% до 8,7%, что обеспечило акции драйвером роста и привело к смягчению риторики руководства ЕЦБ и ФРС. В марте давление на биржевые индексы оказали внезапное банкротство американского Silicon Valley Bank и вскрывшиеся проблемы Credit Suisse. Тем не менее власти довольно быстро отреагировали на ситуацию и урегулировали ее за счет предоставления ликвидности и слияния банков, что способствовало возобновлению восходящего тренда на фондовых площадках.

Во втором квартале и в самом начале третьего рост на рынках замедлился. В апреле позитивную динамику стимулировал сезон отчетности, а в мае DAX впервые с начала года пока-

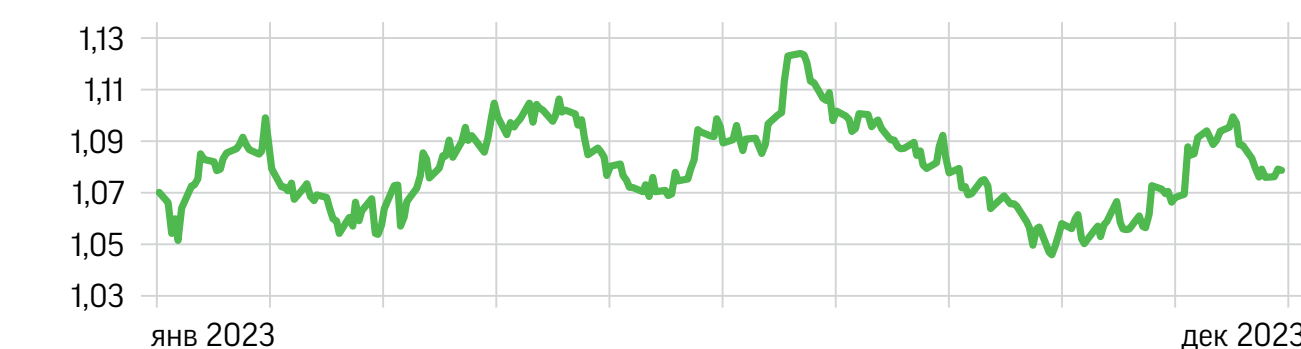
Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 30.12.2022	Значение на 12.12.2023	Изменение, %
DAX INDEX	13 923,59	16 791,74	20,6%
RDC GR Equity	44,11	132,25	199,8%
TEG GR Equity	6,05	12,53	107,2%
HOT GR Equity	52,68	98,85	87,6%
VTSC GR Equity	54,25	93,05	71,5%
NEM GR Equity	47,69	79,66	67,0%
UN01 GR Equity	2,59	4,08	57,5%
TLX GR Equity	44,32	68,20	53,9%
RHM GR Equity	186,05	285,30	53,3%
SAP GR Equity	96,39	146,40	51,9%
ADS GR Equity	127,46	193,02	51,4%
HEI GR Equity	53,28	79,72	49,6%
8TRA GR Equity	14,13	20,42	44,5%
FRA GR Equity	38,05	54,94	44,4%

Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Рынок Германии. Итоги года

Режим наибольшего благоприятствования

зал отрицательный результат на фоне проблем с потолком госдолга в США. Обсуждение повышения его лимитов шло в течение нескольких недель. Когда решение было найдено, рынки вернулись на положительную территорию. В июне индекс деловой активности (PMI) в секторе услуг достиг максимума года на отметке 57,2 пункта, что стало вторым лучшим результатом с октября 2021-го. В промышленном секторе пик бизнес-активности пришелся на январь, от которого PMI откатился вниз к середине года. За май, июнь и июль DAX трижды обновил исторический максимум и 31 июля установил его на отметке 16 529 пунктов, поднявшись на 239 пунктов выше рекордного уровня, достигнутого в 2021 году.

Самым неблагоприятным для фондового рынка Германии стал период с августа по октябрь. За это время DAX скорректировался примерно на 10%, его падение было достаточно равномерным. Негативными драйверами стали снижение PMI от пиков, достигнутых в середине лета, и августовская инфляция в Германии, превысившая консенсус. Позднее рынок отыгрывал распродажами новости из-за рубежа. Так, слабая макростатистика Китая поставила под сомнение возможность быстрого восстановления его экономики. Монетарные власти начали беспокоиться об устойчивости инфляции в ближайшем будущем. На этом фоне доходности десятилетних гособлигаций Германии активно росли в сентябре и достигли максимальной с 2011 года отметки 3,02% в октябре. В свою очередь, ноябрь принес DAX лучший результат с аналогичного периода 2020 года. Бенчмарк сумел прибавить 9,5% на фоне замедления инфляции в США, еврозоне и в самой Германии, а также благодаря смягчению риторики ФРС и ЕЦБ. Кроме того, промышленный PMI вернулся на уровень июня, а бизнес-активность в секторе услуг подошла вплотную к отделивающей рост от спада отметке 50 пунктов. Новый максимум, установленный DAX в декабре, составил 16833 пунктов.



Рынок Германии в 2024 году

Делайте ваши ставки, ЕЦБ!

Основные тренды следующего года:

1. Неопределенность в отношении перехода ЕЦБ к снижению ставок. Инфляция в еврозоне и Германии ощутимо замедлилась, но участники рынка не уверены, что регулятор перейдет к смягчению монетарных условий в первой половине 2024 года. Для этих сомнений есть несколько причин. Чуть более половины опрошенных Reuters аналитиков прогнозируют первое снижение ставки в июле, остальные предполагают, что это случится раньше. В свою очередь, глава ЕЦБ Кристин Лагард считает, что смягчение денежно-кредитной политики обсуждать пока рано. Тем не менее в конце текущего года DAX обновляет исторические максимумы во многом именно на ожидании снижения ставок. Та же тенденция хорошо прослеживается в динамике доходностей десятилетних гособлигаций Германии. И все же многое будет зависеть от макроданных в первые месяцы 2024 года.

2. Вопрос темпов роста экономики. По всей видимости, ВВП Германии по итогам 2023 года впервые с периода пандемии уйдет в отрицательную зону. Правительство прогнозирует его снижение на 0,4%, примерно те же ориентиры дают и другие институты. При этом в 2024-м вполне вероятно восстановление экономики. Правда, здесь прогнозы довольно сильно разнятся. Если в ОЭСР ожидается роста ВВП на 0,6%, то правительство рассчитывает, что показатель прибавит сразу 1,3%. Эти расхождения, вероятнее всего, вызваны недавними проблемами с формированием бюджета.

3. Бюджет 2024 года еще не сверстан. История с запретом Конституционного суда на расходование 60 млрд евро заемных средств для финансирования проектов в возобновляемой энергетике продолжается. В этой связи правительству не удастся согласовать бюджет на 2024 год, в котором

образовался дефицит в объеме 17 млрд евро. Еще неясно, будут ли повышать налоги или сокращать социальные расходы, или будет решено вновь отказаться от параметров лимита госдолга в 0,35% ВВП. В отличие от ситуации в США, отсутствие утвержденного бюджета в Германии не приведет к остановке работы правительства и госучреждений. Тем не менее данный фактор неопределенности способен вызывать локальные спады на фондовом рынке.

4. «Бычи» настроения в евро. После активного укрепления доллара в 2022 году и его стагнации в 2023-м в 2024-м можно ожидать некоторого ослабления американской валюты и, соответственно, роста евро. Этому способствует и разность монетарных условий. ФРС на данный момент выглядит более

склонной к снижению ставок, нежели ЕЦБ. В то же время слабый рост ВВП еврозоны и фактор президентских выборов в США способны как поддержать курс евро, так и оказать на него давление.

5. Большинство ожидает продолжения дезинфляционных трендов. Согласно консенсусу, в 2024 году инфляция в Германии замедлится до 2,8%, а в еврозоне – до 2,7% годовых. Учитывая сохранение высоких ставок, а также ослабление давления со стороны цен на энергоносители, полагаем, что эти прогнозы, вероятнее всего, реализуются. Отметим снижение ориентиров EIA в отношении средней стоимости нефти Brent в 2024 году с \$93 до \$83.



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global





Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционные
перспективы 2024 года

21 декабря 2023

ffin.global

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев
capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов
vadim.merkulov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина
prglobal@ffin.kz

ПН-ПТ **09:00-21:00** (по времени г. Астана)

+7 7172 727 555, info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА, Компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала, сделки с инвестициями в качестве агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организация сделок с инвестициями. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством, компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

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