

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Казахстан

KASE на распутье

Узбекистан

Вниз на малых
оборотах

Германия

В нейтральном
статусе

Армения

Летнее
затишье

ОАЭ

На позитивной
волне

Фондовый рынок США

На новых максимумах

Покупательскую активность во второй половине
июля стимулировали новости внешней
торговли и данные розничных продаж



Мы выпускаем двухнедельные инвестиционные обзоры более десяти лет.

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

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

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

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

Приятного чтения!

Содержание

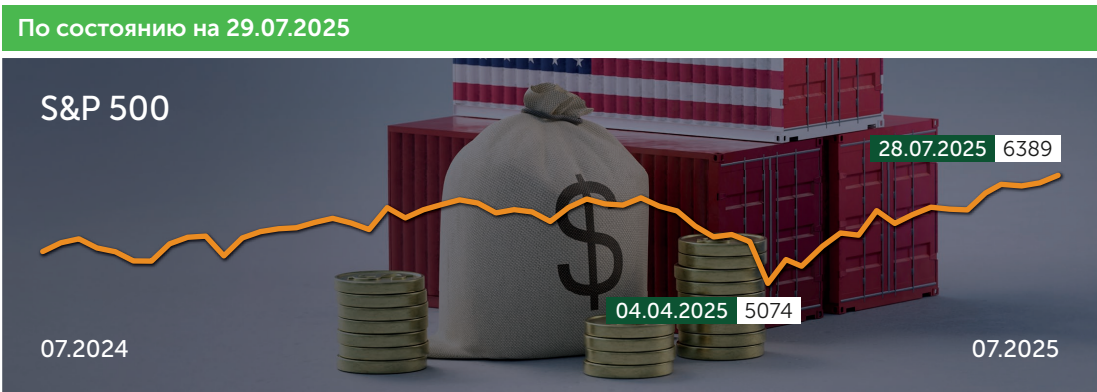
Фондовый рынок США. На новых максимумах	2
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице	3
Самое главное. Доллар сохраняет незыблемый фундамент	4
Актуальные тренды. Обзор на 29 июля	5
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков	8
Обзор компаний малой капитализации	11
Инвестиционная идея. Realty Income. Эталонная стабильность	12
Текущие рекомендации по акциям	14
Опционная идея. LONG CALL ON PM	15
IPO Bullish US LLC. Криптовбиржа из топ-5	16
Рынок Казахстана. KASE на распутье	17
Рынок Узбекистана. Вниз на малых оборотах	19
Рынок Германии. В нейтральном статусе	21
Инвестиционная идея. Volkswagen AG. Новый поворот	23
Рынок Армении. Летнее затишье	24
Рынок ОАЭ. На позитивной волне	26
Новости Freedom Holding Corp.	28
Контакты	29



Фондовый рынок США

На новых максимумах

Покупательскую активность во второй половине июля стимулировали новости внешней торговли и данные розничных продаж

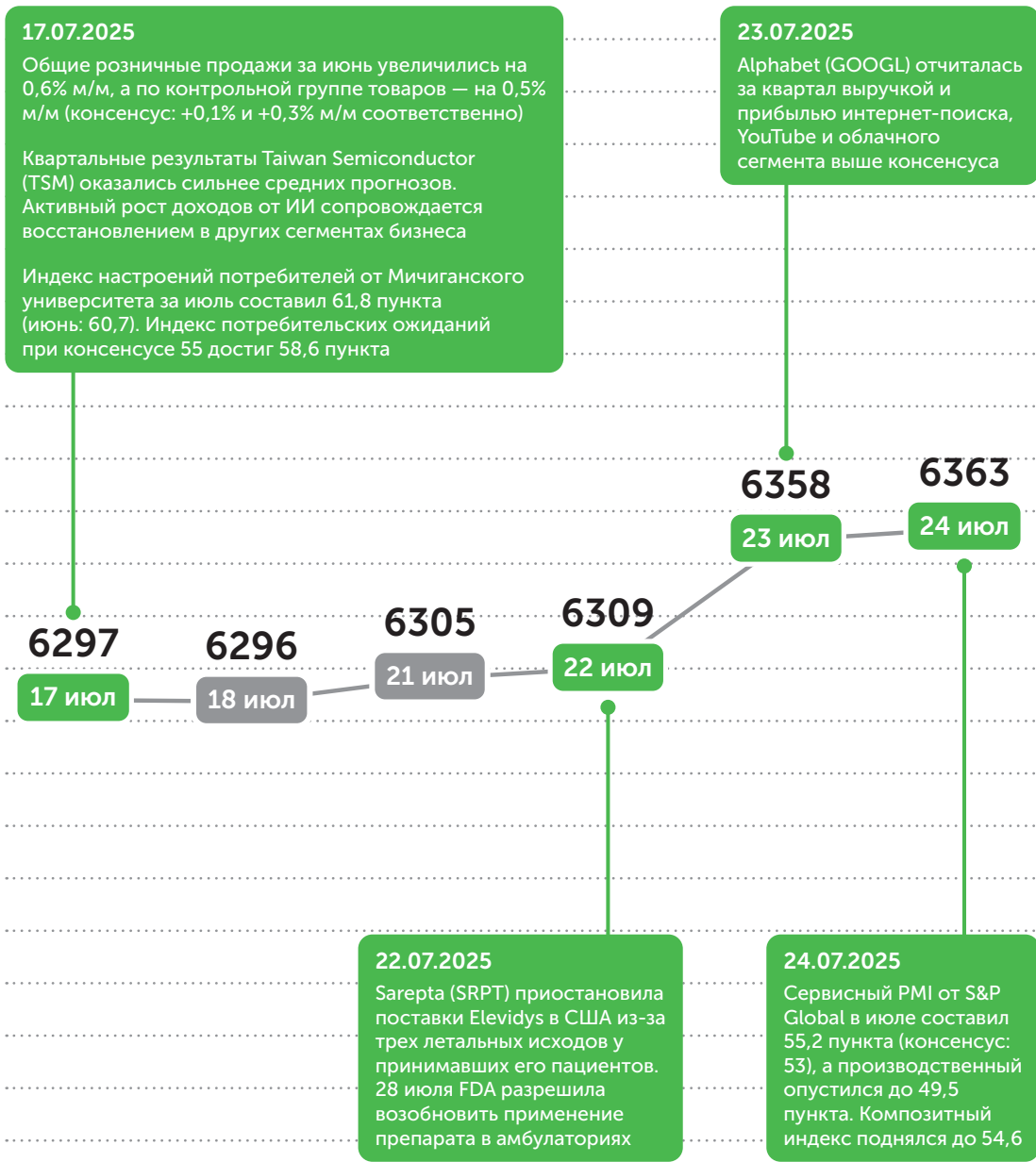


Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	1,52%	4,94%
QQQ	Индекс NASDAQ100	0,91%	4,66%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,30%	4,46%
UUP	Доллар	-0,84%	0,41%
FXE	Евро	1,12%	0,72%
XLF	Финансовый сектор	1,71%	3,95%
XLE	Энергетический сектор	1,33%	3,03%
XLI	Промышленный сектор	2,33%	7,80%
XLK	Технологический сектор	0,42%	5,07%
XLU	Сектор коммунальных услуг	0,92%	4,99%
XLV	Сектор здравоохранения	3,52%	1,93%
SLV	Серебро	0,14%	5,00%
GLD	Золото	-0,32%	0,09%
UNG	Газ	-12,74%	-12,74%
USO	Нефть	-1,42%	2,10%
VXX	Индекс страха	-5,95%	-12,76%
EWJ	Япония	5,39%	4,47%
EWU	Великобритания	2,11%	3,46%
EWG	Германия	1,61%	4,03%
EWQ	Франция	1,86%	4,37%
EWI	Италия	3,70%	5,07%
GREK	Греция	1,55%	6,38%
EEM	Страны БРИК	0,88%	3,23%
EWZ	Бразилия	0,34%	-2,29%
RTSI	Россия	-1,99%	-2,35%
INDA	Индия	-1,28%	-2,18%
FXI	Китай	1,55%	4,29%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

S&P 500 (17.07.2025 — 24.07.2025)



Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.

Самое главное

Доллар сохраняет незыблемый фундамент

С начала текущего года курс американской валюты опустился более чем на 10%. Эту динамику обусловили и геополитическая неопределенность, и спорные инициативы Белого дома, в том числе резкие высказывания президента Дональда Трампа в адрес ФРС и усиление долговой нагрузки за счет принятия «большого прекрасного закона» (One Big Beautiful Bill Act). Все это способствовало усилению тревожности инвесторов и уменьшению привлекательности долларовых активов. Тем не менее отчеты американского Минфина фиксируют устойчивый спрос иностранных инвесторов на казначейские облигации, особенно в периоды обострения неопределенности. Так, в середине июня, когда конфликт между Израилем и Ираном достиг пика, индекс доллара (DXY) укрепился примерно на 0,4%, подтверждая роль этой валюты как защитного актива наряду с японской иеной и швейцарским франком. Отдельно стоит отметить доходность десятилетних U.S. Treasuries, остающуюся около 4,4%, что делает их покупки интересными для компенсации валютных и рыночных рисков. Кстати, на этих уровнях показатель в последний раз находился в августе 2007 года.

Доля США в мировом объеме высоколиквидных гособлигаций составляет около 40%. Ни одна другая юрисдикция не может обеспечить сопоставимый «пул ликвидности». И это основная причина того, почему доллар в обозримом будущем сохранит за собой статус резервной валюты. Медленный процесс диверсификации инструментов международных расчетов и вложений точно можно ожидать в течение 10-15 лет, но пока альтернативы гринбенку на рынке нет. Доля евро в резервах всему миру составляет чуть меньше 20%, на японскую иену приходится почти 6%, на британский фунт — менее 5%, на канадский доллар — немного больше 2,5%, а на австралийский доллар — около 2%. Эта выкладка позволяет оценить глубину рынка вне доллара и евро. Впрочем, у единой европейской валюты тоже все не просто. Еврозона представляет собой фрагментированный долговой рынок, а политические риски в регионе являются серьезными ограничителями для перетока капитала. Также проблемой может стать инфраструктура межбанковских расчетов (RTGS) ЦБ (в США это Fedwire, в Европе — TARGET2). Эти системы обеспечивают самую высокую скорость и надежность, а их аналоги пока не в состоянии обрабатывать сопоставимое количество активов. Чтобы сложившаяся ситуация поменялась, потребуются десятилетия.

Что касается практических советов для долгосрочного инвестора в этих обстоятельствах, то:

- Технологический сектор S&P 500, отличающийся высокой маржинальностью и активно проводящий обратный выкуп акций, сохраняет привлекательность для вложений. В перспективе от двух до пяти лет диверсифицированный портфель с акцентом на технологии, финансы, индустриальный сектор и ЖКХ станет хорошим выбором.
- В условиях отрицательной реальной ставки по десятилетним американским гособлигациям и высокой геополитической неопределенности разумно увеличить долю золота в портфеле до 10%. При нормализации ставок ее стоит довести до 2–5%, отдавая предпочтение наличным средствам или краткосрочным T-Bills, которые позже можно перенаправить в быстрорастущие компании с высоким риском.
- С точки зрения географической диверсификации в Латинской Америке перспективно выглядят Бразилия и Мексика, в Европе — Германия и Италия. Япония продолжит обновлять исторические максимумы. Оптимальным способом инвестирования за пределами США остаются страновые фонды (ETF).

Таким образом, несмотря на текущие сложности доллара, его позиция в мировой экономике по-прежнему прочна. В ближайшие годы он останется основной резервной валютой, поэтому полностью избавляться от американских активов в портфелях нерационально, а вот разнообразить их состав за счет международных ценных бумаг выглядит разумной тактикой.

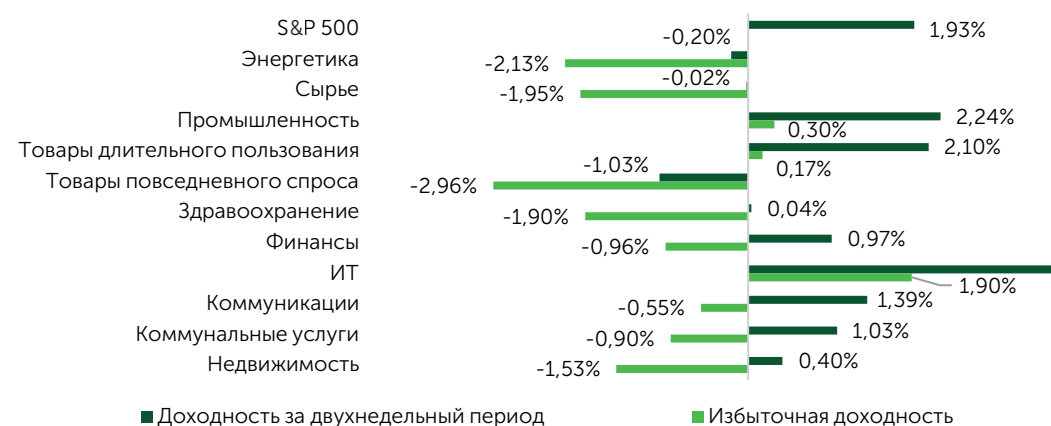


Актуальные тренды

Обзор на 29 июля

Глобальная картина

За вторую половину июля S&P 500 вырос на 1,9%, Dow Jones поднялся на 0,9%, NASDAQ 100 прибавил 2,2%. После попыток расширения ралли в начале месяца рост вновь сконцентрировался в компаниях из топ-10, в основном из ИТ-сектора при мощной поддержке NVIDIA (NVDA). Немного лучше рынка выглядели проциклические отрасли производителей материалов и товаров длительного пользования. Сегменты малой и средней капитализации продемонстрировали существенно более слабый результат по сравнению с индексом широкого рынка. Это объясняется эффектом базы в первой половине июля и статистикой деловой активности, которая указывает на снижение вероятности смягчения ДКП в ближайшем будущем.



Динамика по индексам за последние 2 недели.
Источник: FactSet, Freedom Broker

В целом можно констатировать, что команде Трампа удалось с пользой для США перестроить систему международной торговли. Обновленные соглашения подписаны с Индонезией и Филиппинами, на ввоз продукции из которых в Штаты установлен тариф 19%. Для Японии и Евросоюза ввозная пошлина на большинство товаров составит 15%. Заключение сделок, в том числе рамочных, поддерживало «бычий» настрой на фондовых площадках. Упомянутые соглашения носят предварительный характер, так что обсуждения условий взаимной торговли продолжатся. Возможны отдельные случаи пересмотра импортных пошлин вниз. Текущие договоренности между США и их торговыми партнерами уже содержат обязательства по закупке американских товаров и инвестициям. Япония вложит в американскую экономику \$550 млрд, ЕС — \$600 млрд. На данный момент нет полной ясности по поводу механизмов реализации этой части договоренностей и последствий их нарушения для торговых партнеров США.

К концу июля Вашингтону удалось заключить предварительные сделки с большинством крупнейших партнеров, кроме Канады и Мексики, поэтому связанные с тарифной неопределенностью риски будут постепенно отходить на второй план. В центр внимания инвесторов переместится влияние ввозных пошлин на конечных потребителей, а также устойчивость инфляционного давления. Как видно из графика ниже, средний тариф по состоянию на 29 июля превышает 14%, а его среднее изменение к сумме потребительских расходов составляет около 2% по сравнению с уровнем 2024 года.



Акции малой капитализации

За последние две недели Russell 2000 (ETF: IWM) прибавил 0,4%, Russell Microcap (ETF: IWC) вырос на 1,4%, а S&P Small Cap 600 (ETF: IJR) опустился на 0,3%.

Несмотря на приостановку расширения рыночного ралли с середины июля, примечательно, что с момента апрельской просадки и последовавшего восстановления на фоне роста аппетита к риску интерес смещается в сторону микрокомпаний и убыточных эмитентов с выраженной экспозицией к фактору роста. Это сопровождается увеличением торговой активности и вызывает импульсные движения котировок.

Russell Microcap с начала апрельского ралли опережает Russell 2000 и S&P Small Cap 600 на 7,7% и 11% соответственно, а с начала июля обгоняет каждый из бенчмарков на 2% и 2,6%. Дополнительным индикатором повышения интереса к риску служит динамика индекса убыточных ИТ-компаний (Goldman Sachs Non-Profitable Tech Index), который с апрельских минимумов вырос на 65,6%. Таким образом, биржевые игроки продолжают игнорировать макроэкономические риски. Признаки перегрева отдельных сегментов рынка не будут препятствовать продолжению ралли в краткосрочной перспективе.

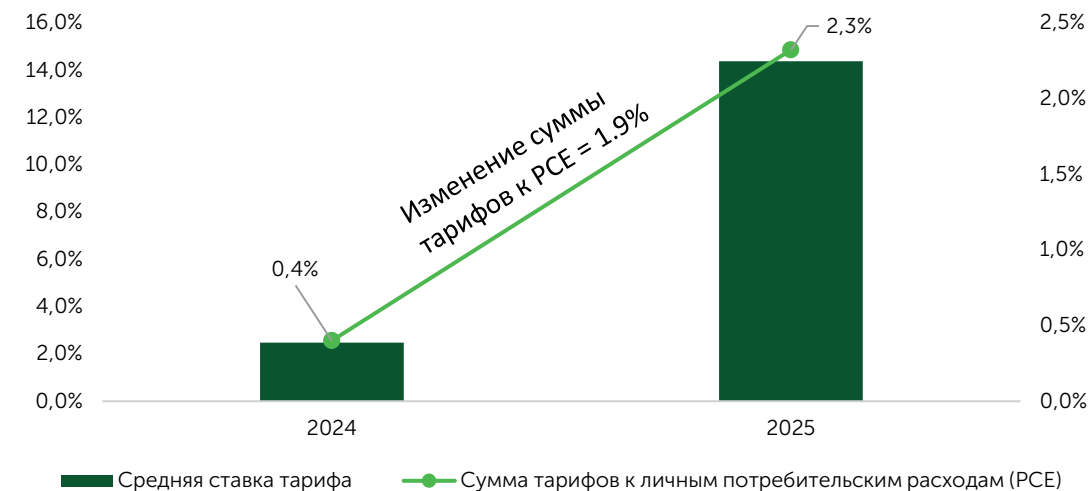
На 31 июля квартальную отчетность представили 230 компаний (38%) из индекса S&P Small Cap 600. Из этого числа 90 эмитентов представляют финсектор. Его агрегированная EPS выросла на 7,9% г/г. Поддержку этим компаниям оказывает обсуждаемое дерегулирование банковской сферы, оживление кредитования, нормализация стоимости риска, а также сохранение активности на рынках капитала. На этом фоне в течение месяца консенсус-комьюнити поднимали таргеты по индексу региональных банков (KRE ETF). FactSet установил целевую цену \$70,3 на горизонте года, что предполагает потенциал роста 15,6% от текущих уровней. В ближайшие полторы недели инвестсообщество продолжит оценивать отчеты малых предприятий. Свои результаты представят 231 эмитент из индекса S&P Small Cap 600 и 719 из Russell 2000.

Техническая картина

Среднесрочная техническая картина остается благоприятной для S&P 500. Краткосрочным негативом является выход RSI в зону перекупленности (выше 70 пунктов), что способно вызвать естественную коррекцию. В то же время доля компаний, у которых RSI находится над отметкой 70, а также процент эмитентов, торгующихся выше 50-дневной скользящей средней, остается ниже уровней, сигнализирующих о высокой переоцененности рынка. Из этого следует, что потенциальная коррекция может оказаться совсем неглубокой и после нее восходящая динамика возобновится.

Ожидаемый торговый диапазон

Ориентируемся на колебания индекса S&P 500 в диапазоне 6300–6500 пунктов.



Изменение среднего импортного тарифа США. Источник: taxfoundation.org, bea.gov, Freedom Broker
*по состоянию на 29 июля 2025

Индекс потребительских настроений от Мичиганского университета за июль вырос с июньских 60,7 пункта до 61,8, компонент ожиданий составил 58,6 пункта при среднем ориентире 55 пунктов. Розничные продажи в июне увеличились на 0,6% м/м (консенсус: +0,1% м/м), рост по контрольной группе составил 0,5% м/м (консенсус: +0,3% м/м). Настроения бизнеса в целом улучшились. Сервисный PMI от S&P Global в июле вырос до 55,2 пункта (консенсус: 53). Рынок труда сохраняет устойчивость: число заявок на пособие по безработице за неделю сократилось до 217 тыс.

Из 46% компаний, входящих в S&P 500 и уже представивших отчеты за второй квартал, около 80% сгенерировали EPS выше прогноза в среднем примерно на 6%. Прогнозы показателя по итогам текущего и следующего года пересмотрены с +8,5% и +13,6% г/г до +8,9 и +13,8% г/г соответственно.

Фокус рынка

Новостную повестку в ближайшие полторы недели будет в первую очередь определять сезон отчетности, в том числе результаты крупнейших компаний. Сохранение сильного импульса и улучшение ожиданий на следующий квартал и год в целом может поддержать «бычьи» настроения и расширение ралли, которое, как мы отмечали выше, встало на паузу в течение прошедших двух недель.

Главным макрорелизом ближайших недель станут июльские данные инфляции, которые будут опубликованы 12 августа. Эта статистика позволит инвесторам оценить влияние импортных тарифов на динамику потребительских цен. Июньское значение оказалось невысоким, если в июльском релизе не появится выраженного восходящего импульса, это может повысить уверенность рынка в транзитном характере инфляции и в вероятном дальнейшем снижении ставок ФРС в ближайшие месяцы. Это поддержит рост в акциях наиболее зависящих от параметров ДКП производителей товаров длительного пользования, застройщиков, представителей сектора недвижимости, малых и средних компаний.

Несмотря на некоторые признаки краткосрочной перекупленности рынка, широкий набор индикаторов не указывает на потенциал кардинального разворота. По данным AAI, чистая «бычья» экспозиция розничных инвесторов составляет незначительные 3,8%, аналогичная картина сохраняется в нише профессиональных портфельных управляющих. Как следует из июльского опроса VofA, аллокация на акции США со стороны глобальных портфельных управляющих составила -23% против -36% в июне, что указывает на существенный апсайд для дальнейшего улучшения. Среднесрочно мы сохраняем оптимистичный прогноз, основанный на сравнительно устойчивом состоянии экономической активности и рынка труда.



Новости компаний в поле зрения наших аналитиков

WELLS FARGO

Goldman Sachs



Крупнейшие банки США отчитались за второй квартал лучше ожиданий. Рост кредитования ускорился, преимущественно за счет спроса со стороны корпоративных клиентов. Депозиты показали сопоставимую динамику, доля процентных вкладов

продолжила расти по отношению к беспроцентным. Извлечь выгоду из этих трендов пока не удалось только **Wells Fargo (WFC)**, который до июня оставался под ограничением по активам. Ставки по депозитам снижались быстрее ставок по кредитам, тем не менее чистый процентный спред продемонстрировал смешанную динамику в зависимости от изменений процента по другим активам и обязательствам. Формирование резервов замедлилось.

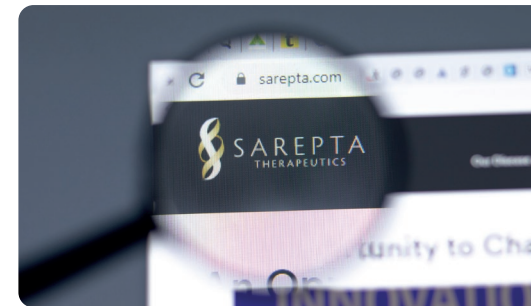
Непроцентные доходы увеличились на фоне сильных результатов трейдинга, роста объема активов под управлением и восстановления активности в инвестиционно-банковских услугах. Медианный рост выручки пяти крупнейших банков (без учета Wells Fargo) от трейдинга и инвестиционно-банковской деятельности составил 13%. В лидеры по этому показателю вышел **Goldman Sachs (GS)** с результатом +23%, замкнул топ-5 **Bank of America (BAC)** с ростом на 4%.

Результаты банков выглядят позитивно на фоне макроэкономической и внешнеторговой неопределенности, а также сложной международной обстановки. Нормализация торговых отношений США с ключевыми партнерами, рост объемов кредитования, здоровый наклон кривой доходности долговых инструмен-

тов станут благоприятными для финсектора факторами. Дальнейшему улучшению его результатов также будут способствовать повышение активности на рынках капитала при возможном снижении ставок, а также ослабление регуляторного давления. С начала года акции большинства банков продемонстрировали ощутимый рост и выглядят переоцененными относительно среднеисторических уровней.

Alphabet

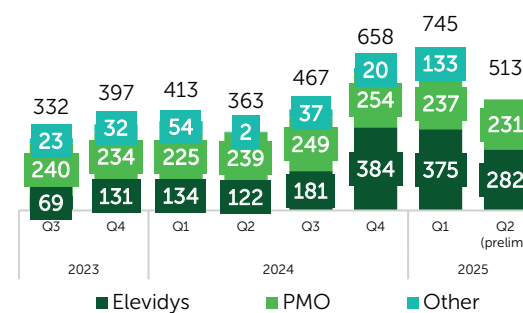
23 июля **Alphabet (GOOGL)** отчиталась за второй квартал лучше ожиданий на фоне устойчивого повышения доходов сегмента интернет-поиска и YouTube, а также ускорения роста финансовых поступлений облачного дивизиона. Консолидированная выручка корпорации поднялась на 12% г/г и составила \$96,4 млрд. Выручка Google Cloud увеличилась на 32% г/г, до \$13,6 млрд, чему способствовало расширение клиентской базы в Vertex AI. Менеджмент отдельно отметил использование собственных TPU, обеспечивающее ценовое преимущество. Alphabet прогнозирует продолжение высокого спроса на ИИ-нагрузки и ускоренное расширение базы клиентов облачных сервисов. Ввиду усиления спроса на них менеджмент повысил план капитальных расходов на 2025 год с \$75 млрд до \$85 млрд. Основные инвестиции будут сделаны в повышение серверных мощностей и в строительство дата-центров. Также компания продолжит активно набирать команды для ИИ-подразделения и облачного сегмента, параллельно контролируя операционные расходы.



Sarepta Therapeutics (SRPT)

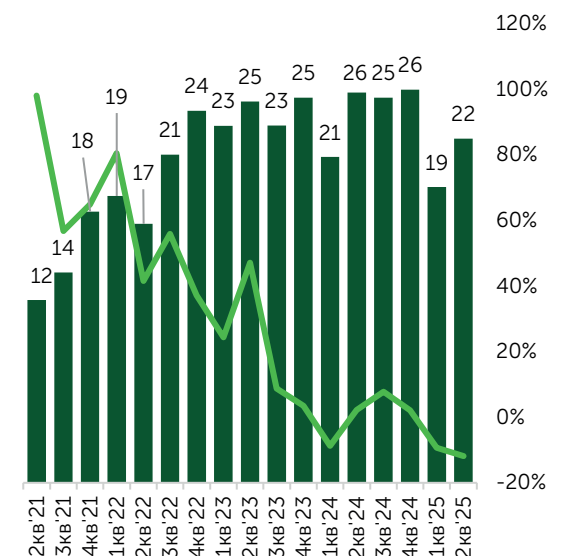
22 июля приостановила поставки препарата Elevidys в США из-за зафиксированных в течение нескольких месяцев трех летальных исходов у принимавших это средство пациентов. Опасения вызывает возможное наличие системной проблемы безопасности всей генной платформы компании. Кроме того, позднее раскрытие информации о смерти одного из пациентов и противоречивые заявления по поводу дальнейшего применения Elevidys нанесли компании репутационный ущерб.

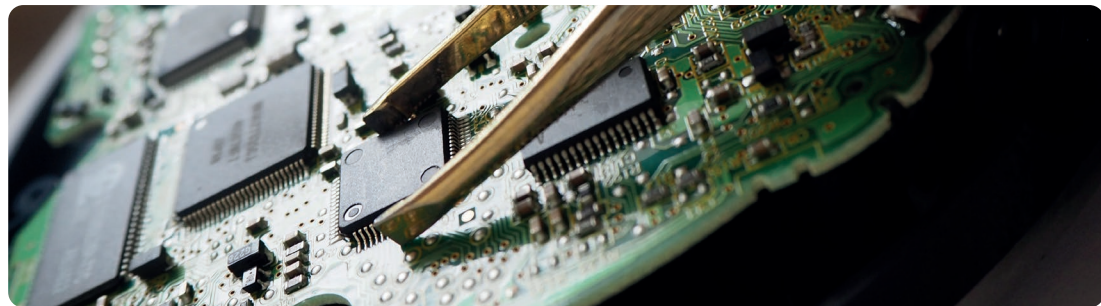
28 июля FDA разрешила назначать Elevidys для амбулаторных больных. Однако спрос на препарат может оказаться под давлением из-за неуверенности в его безопасности. Анонсированное компанией сокращение затрат на \$400 млн в год, вероятно, будет недостаточным для соблюдения ковенант по кредитной линии на \$600 млн и погашения превышающего \$1 млрд долга в 2027 году. Степень риска ликвидности будет зависеть от того, насколько быстро удастся восстановить доверие врачей и пациентов к Elevidys и его продажи. Несмотря на возобновление поставок этого продукта, острая потребность в расширении пайплайна на долгосрочном горизонте сохраняется.



Несмотря на позитивные новости о запуске и планах расширения сервисов роботакси, за второй квартал 2025-го **Tesla (TSLA)** отчиталась рекордным за десять лет снижением выручки на 11,8% г/г, до \$22,49 млрд. Этот результат был обусловлен сокращением доходов от продаж автомобилей и регуляторных кредитов. Тем не менее чистая прибыль автоконцерна на акцию за квартал оказалась на уровне \$0,4 при консенсусе \$0,38.

В целом результаты Tesla оказались выше средних прогнозов. Однако глава компании Илон Маск предупредил, что впереди у нее несколько тяжелых кварталов. В конце текущего года в США будут отменены льготы на покупку новых электромобилей, которые сейчас составляют до \$7,5 тыс. на одно авто. Это может существенно ослабить спрос на продукцию Tesla.

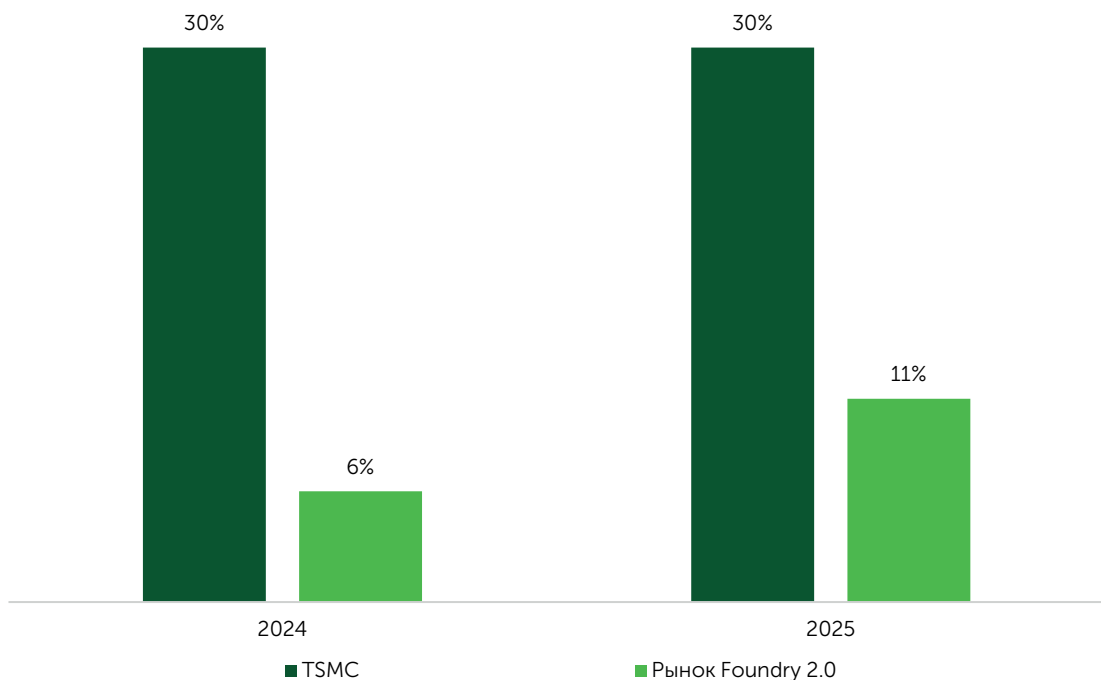




Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) 17 июля отчиталась за

второй квартал, превзойдя собственные прогнозы и консенсус рынка. Сильный импульс в сегменте ИИ дополняется умеренным восстановлением доходов других направлений полупроводникового сектора. Базируясь на этом, менеджмент повысил гайденс по росту выручки на 2025 ФГ с 24–26% до 30%, уточнив, что это консервативный ориентир, учитывающий макроэкономическую неопределенность и геополитическую

турбулентность. Кроме того, в прогнозах руководства не отражено возобновление поставок чипов NVIDIA и AMD в Китай. Давление на маржу из-за укрепления курса NTD и расширения зарубежного производства оказалось чуть сильнее ожиданий, но долгосрочные целевые уровни по этой метрике остаются прежними. Менеджмент считает, что по итогам 2025 года рост рынка полупроводников и foundry-бизнеса будет выше первоначальных оценок, что задает позитивный настрой рынку в преддверии публикации квартальных отчетов других полупроводниковых компаний.



Рост выручки TSMC vs. рынок Foundry 2.0.
Источники: TSMC, IDC, Freedom Broker



Обзор компаний малой капитализации



Standard Motor Products (SMP) — ведущий независимый производитель и дистрибьютор автозапчастей для вторичного рынка с более чем 100-летней историей. Покупка Nissens Automotive, завершенная в конце 2024 года, укрепила позиции эмитента за счет объединения североамериканского бизнеса с развитой европейской сетью дистрибуции. Спрос на услуги ремонта и обслуживания авто остается устойчивым. Владельцы автомобилей все чаще предпочитают починить имеющуюся машину, а не покупать новую: средний возраст автопарков США и Европы находится на многолетних максимумах. В то же время общее количество транспортных средств продолжает расти. За счет этого увеличивается потенциальная база клиентов автосервисов. Географическая экспансия, ожидаемый синергетический эффект от интеграции Nissens, старение и рост автопарка в регионах присутствия формируют благоприятную основу для дальнейшего роста выручки и рентабельности Standard Motor. Tapret Freedom Broker по акции SMP на горизонте 12 месяцев — **\$42**.



Mueller Industries (MLI) — ведущий производитель медных, латунных, алюминиевых и пластиковых компонентов в США для трубопроводов, систем отопления и вентиляции помещений, кондиционирования воздуха и другой коммунальной инфраструктуры. Несмотря на не самую благоприятную конъюнктуру в индустрии жилищного строительства, Mueller продолжает улучшать свои показатели благодаря эффективной реализации продукции, жесткому контролю затрат и расширению присутствия на рынках с государственной поддержкой. Рост маржи и стабильная генерация денежного потока в сочетании с чистой денежной позицией формируют условия для опережающей аналогии динамики финансовых показателей, а также позволяют проводить сделки M&A, усиливая вертикальную интеграцию и диверсификацию бизнеса. Во втором квартале текущего года Mueller получила рекордные результаты, доказав способность сохранять устойчивость независимо от ситуации в секторе девелопмента. Tapret Freedom Broker по акции MLI на горизонте 12 месяцев — **\$99**.



Cooper-Standard Holdings (CPS) — производитель комплектующих для автопрома, мировой лидер по поставкам уплотнительных систем для автомобильных дверей, вторая по значимости компания, выпускающая системы подачи топлива и тормозной жидкости. За последние три года более 50% выручки Cooper-Standard приносило сотрудничество с Ford, General Motors и Stellantis. С одной стороны, это обеспечивало устойчивость заказов и предсказуемость доходов, с другой — создавало риски концентрации выручки. Несмотря на снижение выручки в первом квартале 2025 года, компания увеличила операционную прибыль и работает над сокращением долговой нагрузки. Это должно позитивно сказаться на чистой прибыли и покрытии процентов. Менеджмент планирует активное развитие на китайском рынке. Ожидается, что к 2027 году до 80% продукции компания будет поставлять автопроизводителям из КНР. Наши прогнозы в этом отношении более консервативны, однако активизация продаж в Азиатско-Тихоокеанском регионе действительно способна поддержать общий рост выручки после 2025 года. Tapret Freedom Broker по акции CPS на горизонте 12 месяцев — **\$33**.



Atara Biotherapeutics (ATRA) — американская биотехнологическая компания, специализирующаяся на разработке аллогенных Т-клеточных иммунотерапий. Atara и ее партнер Pierre Fabre повторно подали заявку на одобрение Tab-cel — экспериментального препарата, предназначенного для лечения редкой формы рака, связанного с одним из типов герпеса (EBV+ PTLD). Заявка получила приоритетный статус. Она будет рассмотрена 10 января 2026 года — ровно через год после предыдущей попытки, завершившейся отказом из-за проблем с производством. Это критически важный этап для Atara, поскольку текущих средств на развитие деятельности ей хватит лишь до первого квартала 2026 года. Потенциальное одобрение упомянутого препарата не только принесет \$40 млн от партнера, но и повысит финансовую устойчивость компании. Мы оцениваем шансы на положительное решение как высокие, так как FDA не выдвигало претензий к эффективности или безопасности препарата, его замечания касались исключительно производственного процесса. Tapret Freedom Broker по акции ATRA на горизонте 12 месяцев — **\$16**.



Вадим Меркулов,
директор
аналитического департамента
Freedom Finance Global

Инвестиционная идея

Realty Income.

Эталонная стабильность

Акции REIT Realty Income интересны для покупки с таргетом \$63,5

О компании

Realty Income (O) — инвестиционный фонд недвижимости (REIT), работающий с торговыми объектами, которые сдаются в аренду под магазины товаров повседневного спроса, сохраняющего устойчивость и мало зависящего от экономических циклов. Для эмитента характерны стабильные сильные операционные показатели. Портфель его недвижимости, существенно расширившийся на выгодных для фонда условиях, постепенно переходит на привязку к CPI, что гарантирует защиту от инфляции. Кроме того, Realty Income ежемесячно выплачивает дивиденды с привлекательной доходностью.

Ключевые инвестиционные тезисы

- Экспансия на европейский рынок.** За счет расширения географии присутствия Realty Income обеспечен драйвером роста бизнеса на горизонте 5–10 лет. Компания осваивает рынок объемом около \$8,5 трлн, где действует всего два публичных игрока в сегменте net lease. Объем инвестиций в европейские активы за первый квартал 2025 года составил \$893 млн, что эквивалентно около 63% общего объема вложенных средств за период. Начальная доходность составила 7%, что подтверждает эффективность выбранной стратегии. Дополнительным драйвером роста бизнеса в Европе являются привлекательные условия заимствований в евро, что улучшает экономику сделок и усиливает влияние финансового рычага.
- Портфель защитных активов.** Realty Income делает ставку на продуктивные торговые точки с долей в совокупной годовой базовой арендной плате (ABR) 10,3%, магазины «у дома» (9,9%), дискаунтеры (6,3%), строительные магазины (6,3%) и аптеки (4,6%). По оценкам самой компании, 91% арендной платы поступает от устойчивых к экономическим спадам и влиянию электронной коммерции бизнесов. Для инвестора это означает исключительную предсказуемость денежного потока, что создает фундамент для стабильных дивидендных выплат.
- Эффективность менеджмента.** Общий уровень переподписания арендных ставок по 194 перезаключенным договорам составил 103,9%, что принесло компании свыше \$46 млн нового годового дохода от аренды.

REALTY INCOME

Тикер O

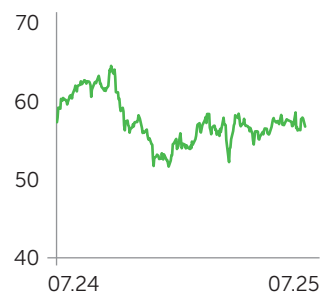
Цена на момент анализа \$56,86

Целевая цена акций \$63,50

Потенциал роста 10,6%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
O	(1,8%)	0,8%	(0,3%)	(0,7%)	(2,1%)
S&P 500	0,0%	1,3%	3,5%	15,6%	17,0%
Russell 2000	(0,2%)	1,1%	3,9%	14,8%	(0,1%)
DJ Industrial Average	(0,1%)	1,2%	2,3%	11,5%	10,5%
NASDAQ Composite Index	0,3%	1,0%	4,5%	22,0%	22,0%

Динамика O, \$



Инвестиционная идея

Доля продленных контрактов составила 92%, что указывает на привлекательный уровень ставок и высокий спрос на объекты компании.

- Конкурентные преимущества.** Realty Income является признанным лидером в сегменте net lease. Несмотря на масштаб бизнеса и качество активов, компания торгуется с дисконтом по форвардным мультипликаторам. Implied Cap Rate находится на среднем для аналогов уровне 6,4% при собственной среднеисторической оценке 5,14%. P/Core FFO равен 13,1x, P/AFFO — 13,2x против 13,7x и 14,5x соответственно у конкурентов. Дивидендная доход-

ность по бумагам Realty Income составляет 5,6% при 4,73% в среднем по индустрии. Выплаты производятся ежемесячно, что увеличивает эффективную годовую доходность для инвесторов. Сочетание устойчивой практики распределения прибыли, недооцененности рынком и сильных позиций в секторе делает акции O интересными и для инвесторов, ориентированных на стабильный денежный поток, и для тех, кто ищет защитный актив с высоким потенциалом роста.

Рекомендация по акции O — «покупать», целевая цена — \$63,5. Советуем установить stop-loss на уровне \$52,8.

Маржинальность, в %	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Валовая маржа (GAAP)	92%	93%	92%	93%	93%	93%	93%	93%
Маржа по EBITDA (Non-GAAP)	87%	82%	85%	84%	84%	84%	84%	84%
Маржа по чистой прибыли (GAAP)	21%	16%	23%	16%	16%	16%	16%	16%

Анализ коэффициентов	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
ROE	2,8%	2,4%	3,2%	2,0%	1,9%	2,0%	2,1%	2,0%
ROA	1,6%	1,4%	1,8%	1,1%	1,1%	1,2%	1,2%	1,1%
ROCE	3,3%	3,3%	3,6%	2,6%	2,5%	2,7%	2,8%	2,7%
Выручка/Активы	0,08x	0,08x	0,08x	0,07x	0,07x	0,07x	0,07x	0,07x
Коеф. покрытия процентов	2,3x	1,9x	2,3x	2,0x	1,9x	1,9x	1,9x	1,92x

Финансовые показатели, \$ млн	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Выручка	4 079	5 271	5 631	5 424	5 658	6 583	6 969	7 151
Основные расходы	-317	-378	-424	-402	-419	-487	-515	-529
Валовая прибыль	3 762	4 893	5 208	5 022	5 239	6 096	6 454	6 623
SG&A	-145	-177	-189	-183	-191	-222	-235	-241
EBITDA Non-GAAP (не скорр.)	3 555	4 346	4 784	4 544	4 773	5 534	5 870	6 018
Амортизация	-1 895	-2 396	-2 352	-2 590	-2 761	-3 212	-3 401	-3 490
EBIT Non-GAAP (не скорр.)	1 659	1 951	2 432	1 955	2 012	2 322	2 469	2 528
Процентные расходы	-730	-1 017	-1 059	-1 002	-1 044	-1 213	-1 285	-1 318
EBT	929	934	1 374	953	968	1 108	1 184	1 209
Налоги	-52	-67	-87	-61	-62	-71	-75	-77
Чистая прибыль GAAP	877	867	1 286	892	907	1 038	1 108	1 132
Diluted EPS GAAP	\$1,26	\$0,98	\$1,11	\$1,00	\$0,97	\$1,05	\$1,04	\$0,99
DPS	\$3,05	\$3,13	\$3,19	\$2,84	\$2,70	\$2,90	\$2,86	\$2,74



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

Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млрд	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал, %	Стоп-лосс	Рекомендация
O	Realty Income Corporation	Инвестиционный фонд недвижимости	51 801	2025-07-29	57,4	63,5	2026-07-29	10,7%	52,8	Покупать
MRVL	Marvell Technology, Inc.	Полупроводники и оборудование	65 820	2025-07-15	76,3	90	2026-07-15	18%	65	Покупать
M	Macy's, Inc.	Розничная торговля	3 614	2025-07-01	13,3	14	2026-07-01	5%	10,5	Держать
TTAN	ServiceTitan, Inc. Class A	Программное обеспечение	9 138	2025-06-17	118,3	145	2026-06-17	23%	87	Покупать
FUTU	Futu Holdings Ltd. Sponsored ADR Class A	Финансовые услуги	14 713	2025-06-03	155,2	140	2026-06-03	—	85	Фиксация позиции (тейк профит - 09.07.2025)
JNJ	Johnson & Johnson	Фармацевтика	404 866	2025-05-20	168,1	180	2026-05-20	7%	130	Держать
V	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	601 052	2025-05-06	351,3	400	2026-05-06	14%	315	Покупать
TKO	TKO Group Holdings, Inc. Class A	Развлечения	13 746	2025-04-22	168,2	175	2026-04-22	—	140	Фиксация позиции (тейк профит - 18.06.2025)
VSCO	Victoria's Secret & Company	Одежда и предметы роскоши	1 591	2025-04-08	19,9	25	2026-04-08	26%	13,5	Покупать
GILT	Gilat Satellite Networks Ltd.	Коммуникационное оборудование	431	2025-03-25	7,6	8,3	2026-03-25	—	5,9	Фиксация позиции (стоп-лосс - 04.04.2025)
HOOD	Robinhood Markets, Inc. Class A	Рынки капитала	79 251	2025-03-11	103,3	53,5	2026-03-11	—	24	Фиксация позиции (тейк профит - 08.05.2025)
ATYR	aTyr Pharma, Inc.	Биотехнологии	467	2025-02-25	5,2	9,5	2026-02-25	81%	2	Покупать
ORCL	Oracle Corporation	Программное обеспечение	702 152	2025-02-11	250,0	210	2026-02-11	—	145	Фиксация позиции (стоп-лосс - 11.03.2025)
PAAS	Pan American Silver Corp.	Горная промышленность	10 268	2025-01-28	28,4	26	2026-01-28	—	18,3	Фиксация позиции (тейк профит - 13.03.2025)
SLB	Schlumberger Limited	Нефтегаз	53 476	2025-01-14	35,6	44,5	2026-01-14	—	35,3	Фиксация позиции (тейк профит - 17.01.2025)
LEA	Lear Corporation	Производство автозапчастей	5 142	2024-12-03	96,7	115	2025-12-03	—	89,9	Фиксация позиции (стоп-лосс - 03.02.2025)
FCX	Freeport-McMoRan, Inc.	Горная промышленность	62 087	2024-11-19	43,2	56	2025-11-19	—	35	Фиксация позиции (стоп-лосс - 03.02.2025)
TXT	Textron Inc.	Авиастроение	13 925	2024-11-05	78,1	97	2025-11-05	—	73,5	Фиксация позиции (стоп-лосс - 12.02.2025)



Опционная идея
LONG CALL ON PM

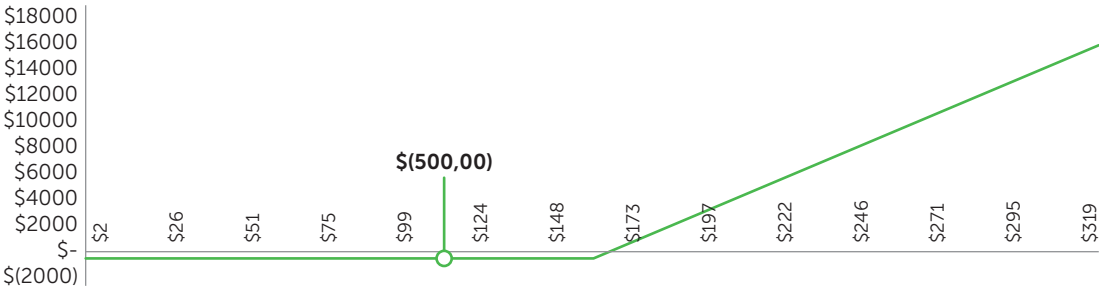
Philip Morris International (PM) — один из крупнейших мировых производителей табачной продукции, активно развивающий инновационные продукты «бездымных» технологий нагревания табака: IQOS, ZYN и VEEV. За счет этой линейки эмитент на сегодня генерирует более 40% выручки. Philip Morris продолжает адаптацию бизнеса к новым регуляторным требованиям и меняющемуся спросу, снижая зависимость своих финансовых результатов от продажи традиционных сигарет и расширяя присутствие в США, Европе и Азии.

Покупка опциона call со страйком \$160 открывает возможность заработать на восстановлении акций Philip Morris после чрезмерно негативной реакции рынка на вышедший 22 июля квартальный отчет. С момента его публикации котировки просели более чем на 10%, к уровню 200-дневной скользящей средней, а индикатор RSI (14) упал ниже 20, что сигнализирует о глубокой перепроданности. При этом фундаментальные показатели эмитента остаются устойчивыми, а волатильность опционов на умеренном уровне (IV ≈ 22 %), что делает сделку привлекательной для «бычьей» стратегии с ограниченным риском.

Управление позицией

Если в день экспирации, 19 сентября, цена базового актива будет выше \$165, но ниже \$170, инвестор получит убыток, который будет варьироваться. При стоимости базового актива менее \$165 потери составят максимальные \$500. Если же котировка поднимется выше точки безубыточности \$170, потенциальная прибыль будет не ограничена, однако мы рекомендуем закрыть позицию при достижении стоимостью опциона call \$900.

Прибыль и убытки по стратегии



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйки инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
PM	Покупать	Call \$165	19.09.2025	5,000	\$500,00	0,481	0,029	0,247	-0,062	22,65%	36,64%	26,48%	29,83%	27,09%



IPO Bullish US LLC

Криптовбиржа из топ-5

18 июля заявку на IPO подала платформа для торговли криптовалютой Bullish US LLC. Среди андеррайтеров размещения J.P. Morgan, Citigroup, Deutsche Bank Securities

Чем интересна компания?

- Визитная карточка.** Эмитент работает как глобальная платформа цифровых активов, ориентированная на институциональный сектор. Под брендами CoinDesk и Bullish соответственно она предоставляет инфраструктуру для размещения биржевой информации (в том числе аналитических материалов), а также инструментарий для операций с криптоактивами. Общий объем торгов на площадке с момента запуска превысил \$1,25 трлн по состоянию на 31 марта 2025 года. В первом квартале этот показатель в среднем за день составлял более \$2,5 млрд, что позволило компании войти в топ-5 по обороту спотовых операций с биткоином и эфиром.
- Потенциальный рынок.** По данным Spherical Insights, общая оценка платформ для торговли цифровыми активами в 2023 году составляла \$2,5 млрд с прогнозируемым увеличением до \$11 млрд в 2033-м. Достижение этого результата должны обеспечить рост спроса на торговлю цифровыми активами со стороны частных и институциональных инвесторов, а также развитие соответствующих торговых технологий.
- Финансовые показатели.** В 2024 году доход Bullish увеличился на 115%, а в первом квартале 2025-го рост замедлился до нуля. Операционная маржа с 2023–2024 годов остается в диапазоне 0–1%.



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker

Обзор перед IPO



Эмитент	Bullish US LLC
Тикер	BLSH
Биржа	NYSE
Андеррайтеры	J.P. Morgan, Jefferies, Citigroup, Cantor, Deutsche Bank Securities, SOCIETE GENERALE



Рынок Казахстана

KASE на распутье

После восходящей волны второй половины июля ключевой бенчмарк локальной биржи вновь вошел в фазу консолидации



Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker

Динамика акций и ГДР

Акция	Значение		Изменение
	15.07.25	29.07.25	
Индекс KASE	6 205,70	6 466,36	4,2%
Казмунайгаз (KASE)	17 434,00	19 820,02	13,7%
Kaspi (KASE)	44 999,99	48 480,00	7,7%
Халык Банк (KASE)	330,99	343,80	3,9%
Air Astana (KASE)	727,00	750,97	3,3%
Казатомпром (KASE)	23 000,00	23 548,99	2,4%
Kaspi (ADS)	84,08	85,96	2,2%
Air Astana (GDR)	5,58	5,60	0,4%
Казахтелеком (KASE)	39 315,02	39 360,01	0,1%
KEGOC (KASE)	1 454,00	1 454,27	0,0%
Банк Центр-Кредит (KASE)	3 724,96	3 713,84	-0,3%
Казтрансойл (KASE)	812,90	805,92	-0,9%
Халык Банк (GDR)	25,00	24,70	-1,2%
Kcell (KASE)	3 472,78	3 430,00	-1,2%
Казатомпром (GDR)	44,30	43,50	-1,8%

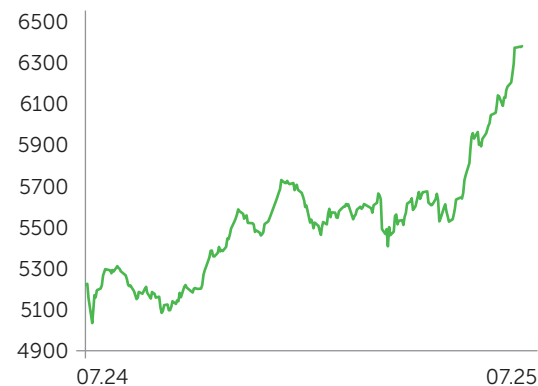
С 2 июня KASE вырос чуть больше чем на 16%, трижды сделав паузу, каждая из которых приводила к небольшой коррекции с последующей непродолжительной консолидацией. Завершение одной из этих передышек с разворотом вверх пришлось на предыдущие две недели. По итогам этого периода ключевой бенчмарк казахстанского фондового рынка поднялся на 4,2% и вновь вошел в боковик.

В лидеры роста, несмотря на отсутствие значимых позитивных новостей и умеренную динамику нефти, вышел Казмунайгаз. Цены на углеводородное сырье начали оказывать акциям эмитента поддержку лишь с 29 июля, когда Дональд Трамп сократил срок, данный Москве на урегулирование конфликта с Украиной, с 50 до 10-12 дней. Мы полагаем, что ключевым драйвером для акций КМГ стала экспортная ориентированность компании на фоне выгодного ей существенного ослабления тенге. При этом стоит отметить, что Казатомпром, второй экспортер в индексе, был обделен вниманием инвесторов: его ценные бумаги подорожали лишь на 2,4%. Акции Kaspi, которые мы рекомендовали к покупке в прошлом инвестиционном обзоре, за рассматриваемый период поднялись на 7,7% после пробы важных уровней сопротивления, однако с 24 июля котировки замедлили рост, сигнализируя о готовности к локальному откату. Долевые бумаги Народного банка выросли на 4%, установив новые исторические максимумы, с мая 2022 года оставаясь в стабильном долгосрочном восходящем тренде.

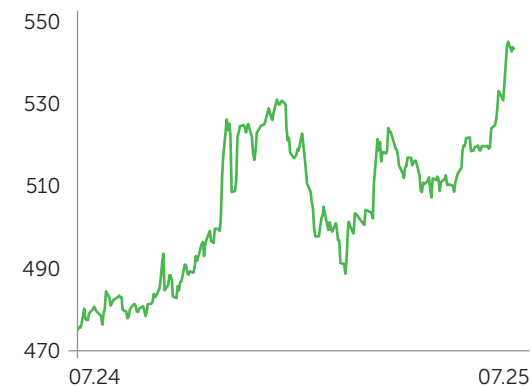
Противоположная ситуация сложилась на валютном рынке. После скачка 11 июля котировки доллара практически без остановки росли в паре с тенге. 17 июля он обновил минимумы против американской валюты и устанавливал новые антирекорды в течение следующих четырех сессий. Вероятнее всего, первым триггером к падению тенге стало заявление правительства касательно прогнозного курса на 2025 год на уровне 540 за доллар. Однако дальнейшая динамика, скорее всего, была обусловлена другими факторами. Риторика Нацбанка была противоречивой. Глава регулятора Тимур Сулейменов намекнул, что интервенции могут навредить слабеющему тенге, а его зампред Алия Молдабекова сообщила о готовности и далее проводить эти операции. Мы считали консолидацию пары USD/KZT в диапазоне 542–543 компромиссом для рынка. Вероятнее всего, Нацбанк разделяет эту точку зрения: после скачка доллара до 549 тенге регулятор вернул пару на отметку 542,7.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Важные новости

- **Halyk Bank станет совладельцем Click.** 23 июля Halyk Bank (Народный банк Казахстана) заключил стратегическое соглашение о приобретении 49% акций узбекистанской финтех-платформы Click за \$176,4 млн. В ответ ее акционеры купят аналогичный пакет в Tenge Bank (дочерней структуре Halyk) примерно за \$60,7 млн. Клиентская база Click превышает 20 млн, ее доля на рынке мобильных платежей составляет 38%. Народный банк рассчитывает охватить аудиторию свыше 32,1 млн.
- **Казтрансойл представил производственную отчетность за полугодие.** Объем транспортировки нефти по магистральным трубопроводам в отчетном периоде остался на прошлогоднем уровне 22,3 млн тонн. Объем поставок на НПЗ РК вырос на 6%, до 9 млн тонн. Экспорт по маршруту Атырау–Самара увеличился на 4%, поставки в Германию повысились на 45%. Налив в танкеры в порту Актау вырос на 5%, в том числе на 12% по маршруту Баку–Тбилиси–Джейхан. Грузооборот по системе увеличился на 2%, до 17,5 млрд тонно-километров (ткм), а консолидированный показатель повысился на 3% до — 22,5 млрд ткм.
- **KASE начнет торговать дирхамами ОАЭ.** С осени текущего года на локальной фондовой площадке появятся пары AED/KZT и USD/AED. Также станет доступно размещение инструментов в дирхамах. Это решение обусловлено растущим интересом инвесторов и бизнеса к Ближнему Востоку. Биржа также присоединилась к платформе Tabadul, что расширит возможности для трансграничной торговли и расчетов в нацвалютах. Значения котировок указанных пар будут формироваться рынком, а официальная стоимость валют будет устанавливаться через кросс-курс с долларом.

Ожидания и стратегия

KASE вошел в очередной боковик, от которого вероятно новая волна роста. В то же время рекомендуем инвесторам пристально следить за горизонтальными уровнями поддержки и сопротивления для своевременного определения дальнейшего движения индекса. Что касается перспектив пары USD/KZT, то в августе мы рассчитываем на стабилизацию курса, а на конец года прогнозируем для доллара диапазон 550–560 тенге.



Рынок Узбекистана

Вниз на малых оборотах

К концу июля большинство компонентов TSMI переместились на отрицательную территорию

Во второй половине июля **Tashkent Stock Market Index (TSMI)** снизился на 1,9%, до 658,42 пункта, под воздействием котировок четырех из семи компонентов бенчмарка. При этом 17 июля индекс вернулся на локальный максимум девятимесячной давности 700,32 пункта. Совокупный объем торгов сократился на 57%, до 1,16 млрд сумов.

В лидеры роста вышел **Узметкомбинат (UZMK: +1,27%, до 3980 сумов)**. В течение последних двух недель его котировки колебались в пределах 3800–3990.

Акции **Хамкорбанка (НМКВ)** завершили двухнедельный период в зеленой зоне на отметке 27,01 сума (+0,48%), продемонстрировав разворот после продолжительного нисходящего тренда. Кроме того, в этих бумагах фиксировалась повышенная активность инвесторов: котировки колебались в диапазоне 27–29 сумов, который в последний раз фиксировался в конце июня 2024-го.

Аутсайдером периода стал **Универсалбанк (UNVB)**, капитализация которого снизилась на 5,75%. Торговая активность по бумаге значительно сократилась: объем сделок составил минимальные по индексу 9,7 млн сумов.

Акции **Торгового комплекса Чиланзар (CBSK)** опустились на 3,11%, котировки **Кызылкумцемента (QZSM)** потеряли 3,43%.

Ценные бумаги **Товарно-сырьевой биржи (URTS)** скорректировались на 2,57%, до 4090 сумов.

Статистика по бумагам в покрытии

Акция	Значение		Изменение
	15.07.25	29.07.25	
TSMI Index	665,71	658,42	-1,09%
URTS	4 197,99	4 090,00	-2,57%
UZTL	5 583,89	5 598,00	0,25%
НМКВ	26,88	27,01	0,48%
UZMK	3 930,00	3 980,00	1,27%
QZSM	1 050,00	1 014,00	-3,43%
CBSK	2,25	2,18	-3,11%
UNVB	9 750,00	9 189,00	-5,75%

Рекомендуем к покупке

Акции

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

- Узпромстройбанка (SQBN, таргет: 12,85 сума)

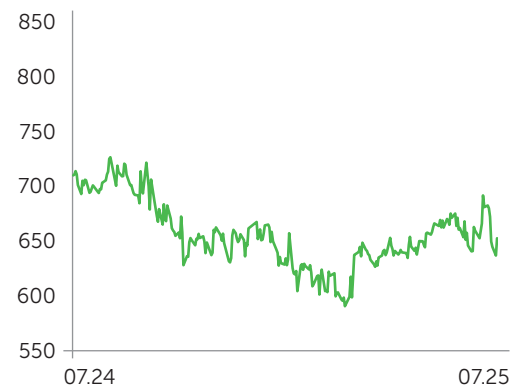
Облигации

- Agat Credit (ACMT1B) с годовой доходностью 29%

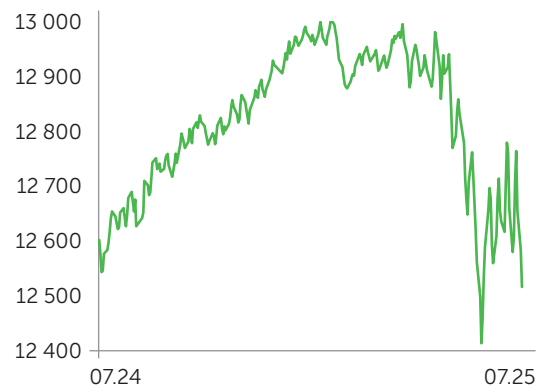
Новости экономики

- **В июне средняя доходность банковских вкладов в РУз опустилась** на минимальные с начала года 21,4%, а ставка по корпоративным депозитам составила 17,9% благодаря повышению до 18,1% в мае и снижению до 17,8% в июне. Валютные вклады для юрлиц приносят доходность от 4,2% до 4,4%. Ставка по кредитам для физлиц повышена в среднем на 1,1%, до 23,7%. Займы для бизнеса подорожали лишь примерно на 0,2%. Проценты по валютным кредитам остаются около 9,9% годовых.
- **По официальным данным, ВВП Узбекистана в первом полугодии вырос на 7,2% после 6,6%** годом ранее при замедлении потребительской инфляции с прошлогодних 5,2% до 4,2%. Реальные доходы населения при этом повысились на 9,5% против 11,9% годом ранее, что указывает на снижение потребительской активности. Рост промышленности замедлился с 7,8% в первом полугодии 2024-го до 6,6%. При этом объемы строи-

Tashkent Stock Market Index, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



тельства увеличились на 10,7%, розничная торговля выросла 9,7%, агропром прибавил 4%, а рост сферы услуг составил 13,3%. Большой вклад в ВВП внес экспорт (+29,2% г/г). Импорт увеличился на 7%. Рост грузооборота замедлился с прошлогодних 4% до 1,8%.

- С января по июнь денежная масса в экономике Узбекистана достигла 312 трлн сумов, увеличившись на 32,2% г/г. Однако, несмотря на рост объемов наличности (на 18%, до 59 трлн сумов), их доля в общей денежной массе сократилась с 21,1% до 18,9%. Банковский оборот наличных за полугодие повысился на 23% и составил 563 трлн сумов.

Новости компаний

- Платежная система Нито анонсировала запуск токена, обеспеченного государственными облигациями Узбекистана. Регистрация произведена в реестре криптоактивов Национального агентства перспективных проектов (НАПП), а хранение обеспечения контролирует криптодепозитарий Asterium. Технологической основой выступает блокчейн-платформа Mirasmanda.
- TBC Uzbekistan стал первой в Центральной Азии финтех-компанией в категории небанков включенной в глобальный рейтинг CNBC и Statista. Рейтинг формируется на основе анализа выручки, прибыльности, клиентской базы, динамики кредитного и депозитного портфелей, объема транзакций и инновационной активности.
- Казахстанский Halyk Bank покупает 49% акций узбекского платежного сервиса Click за \$176,4 млн. В ответ акционеры Click приобретут аналогичную долю в дочернем Tenge Bank за \$60,76 млн. Сделка оформлена как стратегическое партнерство, при котором обе компании сохраняют независимость. Интеграция банковских продуктов Tenge Bank в приложение Click обеспечит более 20 млн пользователей и 70 тыс. бизнесов доступом к финансовым услугам.
- CitiBank открыл представительство в Ташкенте. Регистрация представительства была аккредитована Центробанком Узбекистана в июле 2025 года. Представительство турецкого CitiBank AS займется анализом локального рынка и выстраиванием сотрудничества с регуляторами и финансовыми институтами.



Рынок Германии В нейтральном статусе

Глобальная неопределенность и неоднозначные квартальные результаты увели DAX в боковик

С 14 по 18 июля ключевой бенчмарк немецкой биржи DAX прибавил 0,14%, остановившись в паре сотен пунктов от исторических максимумов. В фокусе инвесторов в начале недели были угрозы Дональда Трампа установить импортную пошлину 30% на товары из ЕС и ответные жесткие заявления Брюсселя. Из-за этого под давлением оказался особенно чувствительный к таможенным пошлинам автомобильный сектор, в том числе немецкий. Позже глава Белого дома немного разрядил ситуацию, предложив европейским партнерам продолжить переговоры. Также в фокусе внимания оставались корпоративные отчеты за второй квартал. В среду, 16 июля, результаты представил нидерландский производитель оборудования для чипов ASML. Менеджмент корпорации предупредил, что в 2026 году рост ее доходов приостановится. На этом фоне акции эмитента обвалились на 11%. На следующий день DAX поднялся на 1,5% при поддержке релизов шведских Volvo и ABB, французской Legrand и британской Ocado, котировки которых отреагировали на публикации ростом в пределах 8–19%. Среди аутсайдеров оказался производитель смазочных материалов Fuchs, акции которого упали на 13%, так как его квартальные результаты неотянули до ожиданий, а менеджмент ухудшил гайденс на 2025 год.

С 21 по 25 июля DAX скорректировался вниз на 0,3%, демонстрируя то позитивную, то негативную динамику. Движения на рынках продолжали определять переговоры о торговле с США и финансовые отчеты по итогам второго квартала. Рост котировок немецких автопроизводителей на 3,8–6,8% в ходе торгов 23 июля вызвала новость о снижении тарифа на ввоз машин из Японии в Штаты с 25% до 15%. К концу недели была анонсирована встреча между президентом США и главой Еврокомиссии, по итогам которой ожидалось объявление о рамочном торговом соглашении. Сама по себе новость выраженного роста не вызвала, так как Трамп заявил, что шансов на достижение соглашения немного. На заседании 24 июля ЕЦБ ожидаемо сохранил ставку на прежнем уровне. Глава регулятора Кристин Лагард заявила, что неопределенность внешнеторговой ситуации не располагает к продолжению смягчения монетарных условий, что охладило интерес к покупкам. Квартальный отчет представила корпорация SAP, акции которой на этом фоне упали на 4%. Выручка и прибыль эмитента превысили средние ожидания, но гайденс был оставлен без изменений, что было воспринято как проявление осторожности ме-



Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker

Лидеры роста в индексе DAX

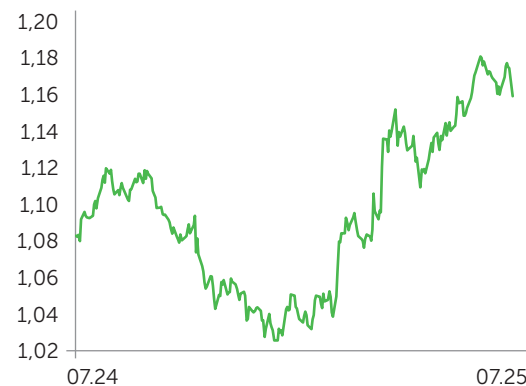
Акция	Значение		Изменение
	11.07.25	25.07.25	
DAX Index	24 255,31	24 217,50	-0,2%
DBK GR Equity	25,37	28,47	12,2%
BAS GR Equity	42,60	45,66	7,2%
ENR GR Equity	90,94	97,40	7,1%
QIA GR Equity	41,02	43,89	7,0%
VOW3 GR Equity	93,64	100,10	6,9%
BAYN GR Equity	27,43	29,23	6,6%
PAH3 GR Equity	34,67	36,94	6,5%
CBK GR Equity	28,35	30,13	6,3%
MBG GR Equity	52,83	55,36	4,8%
P911 GR Equity	43,66	45,69	4,6%
BMW GR Equity	85,24	88,96	4,4%
DHL GR Equity	39,21	40,75	3,9%
DTE GR Equity	30,56	31,70	3,7%



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



недждмента в условиях неопределенности. Котировки Deutsche Bank отреагировали на выход отчета скачком вверх на 9%, поскольку банк сгенерировал высокую прибыль. Акции Рута обвалились на 16% на фоне слабых финансовых показателей и снижения собственного прогноза прибыли на 2025 год, который, по словам главы компании, станет сложным периодом, а 2026-й он назвал переходным для бизнеса.

Ключевые макропубликации и корпоративные новости ближайших недель. 6 августа будут опубликованы июньские данные промышленных заказов Германии (консенсус: +0,7% м/м). 7 августа выйдет статистика экспорта (консенсус: +1,6% м/м) и импорта за июль, а также данные промпроизводства (консенсус: +0,9%). 12 августа будет обнародован индекс экономических настроений по версии ZEW на август. В первый день этого месяца квартальные отчеты представят Linde и Daimler Truck, 5 августа выйдут результаты Infineon, Deutsche Post, Continental и Hugo Boss, 6 августа — Siemens Energy, Commerzbank и Bayer, 7 августа — Siemens, Deutsche Telekom, Allianz, Merck, 8 августа — Munich RE.

Важные новости

- **Деловая активность в Германии остается в зоне роста.** Композитный PMI за июль снизился с 50,4 пункта до 50,3 при консенсусе 50,7. Индекс в сервисах двигался вверх, в промышленности — вниз. Общий PMI Евросоюза поднялся с 50,6 до 51 пункта при опережающем росте в секторе услуг.
- **Настроения инвесторов в Германии улучшаются.** По версии института Ifo, соответствующий индекс вырос с 88,4 пункта в июне до 88,6 при консенсусе 89 пунктов.
- **Ведущие немецкие компании, включая Siemens и Deutsche Bank анонсировали крупную инвестиционную инициативу «Сделано для Германии».** В рамках этой программы корпорации планируют вложить в экономику 631 млрд евро к 2028 году. Эта сумма включает капитальные вложения, расходы на исследования и разработки, а также обязательства международных инвесторов.

Ожидания и стратегия

Индекс DAX остается вблизи максимумов и локального уровня сопротивления 23 900 пунктов. В случае подъема выше 24 400 пунктов можно ожидать очередной волны роста и новых рекордов. При развитии коррекционного сценария бенчмарк может опуститься до 23 300 пунктов. Во многом его динамика будет зависеть от сезона отчетности, который только набирает обороты.



Инвестиционная идея

Volkswagen AG. Новый поворот

Акции VOW3 интересны для инвестиций с целевой ценой в районе 114 евро

Причины для покупки

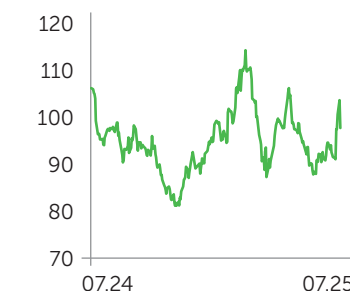
- **Перспективы смягчения условий поставок авто в США.** Выручка Volkswagen за первое полугодие 2025 года стагнировала вблизи прошлогоднего уровня и составила 158,4 млрд евро (\$185,7 млрд). При этом операционная прибыль сократилась на треть, до 6,7 млрд евро (\$7,86 млрд), под влиянием тарифной политики Вашингтона, потери от которой сам автоконцерн оценивает в 1,3 млрд евро (\$1,52 млрд). Расходы на реструктуризацию привели к падению прибыли еще на 700 млн евро (\$820,3 млн). Менеджмент Volkswagen прогнозирует снижение импортных пошлин в США до 10% с 15%, согласованных 27 июля между главой Еврокомиссии Урсолой фон дер Ляйен и президентом США Дональдом Трампом. Гендиректор Volkswagen Group, в свою очередь, выдвигал инициативу об инвестициях \$10 млрд в американскую экономику в обмен на пропорциональное снижение ввозных тарифов.
- **Рекомендации ведущих инвестбанков.** На текущий момент акции VOW3 покрывает 26 инвестбанков, из которых 14, в том числе Deutsche Bank (таргет: 125 евро), Jefferies (таргет: 125 евро) и Citi (таргет: 120 евро), дают рекомендацию «покупать», 11 советуют держать бумагу и лишь один — продавать. Средняя целевая цена составляет 114,22 евро.
- **Техническая картина.** В июне акции VOW3 отскочили от уровня поддержки 86 евро и движутся вверх, тестируя наклонный канал. В случае его пробоя котировка может устремиться к 115 евро.

Среднесрочная идея



Тикер на Xetra	VOW3
Текущая цена	€94,84
Целевая цена акций	€114,22
Потенциал роста	20,4%

Динамика акций VOW3





Рынок Армении

Летнее затишье

Вторую половину июля локальные биржевые инструменты провели в боковике

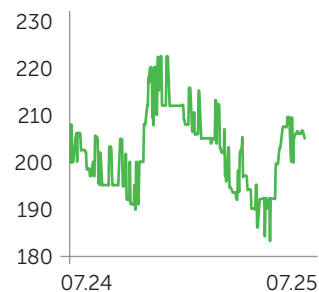
С 14 по 28 июля фондовый рынок Армении продемонстрировал разнонаправленную динамику. Акции Telecom Armenia (AMTL) опустились на 0,5%, а с начала месяца скорректировались на 2,1%, подойдя к своему среднегодовому значению. Котировки ACBA Bank (ACBA) консолидировались при слабом новостном фоне.

Ценовой индекс трехлетних корпоративных облигаций остался стабильным, что отражает стабилизацию инфляции и ожидания нейтральной монетарной политики ЦБ. Пара AMD/USD тоже сохраняет устойчивость, торгуясь вблизи многолетних минимумов. Ключевую поддержку драму в паре с долларом оказывает улучшение внешнеторгового баланса. Макроэкономическая ситуация в целом сигнализирует о нормализации. После краткосрочного скачка экономическая активность ожидаемо замедляется, инфляция стабилизируется вблизи цели ЦБ, а промышленный сектор и внешнеторговый баланс демонстрируют признаки улучшения.

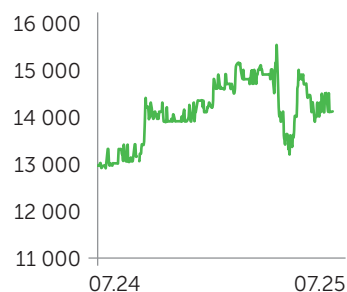
Новости экономики

- Внешнеторговый оборот за июнь снизился на 16,6% г/г и вырос на 9,4% м/м. Объем экспорта сократился на 15,9% г/г и увеличился на 23% м/м, составив около \$730 млн. Импорт уменьшился на 17,1% г/г, но подрос на 0,9% м/м, оказавшись вблизи \$1002 млн. Такая динамика привела к снижению дефицита внешнеторгового сальдо примерно до \$272 млн, хотя ожидалось его сохранение на майской отметке в районе \$400 млн.
- Индекс экономической активности в июне после 10,4% г/г в мае вырос на 8,6% г/г при консенсусе 9% г/г. При этом средний темп этого показателя с начала года составляет 5,7% г/г. Основным драйвером его роста выступил строительный сектор (+22,6% г/г) на фоне реализации инфраструктурного проекта туннель Каджаран. Показатель в сервисном секторе увеличился на 8,2% г/г, розничные продажи выросли на 2,8% г/г (консенсус: -0,4%), сигнализируя об усилении потребительского спроса.
- Индекс цен производителей в июне повысился на 2,5% г/г (консенсус: +3% г/г). В сочетании с замедлением спада в промышленности это может указывать на начало восстановления. Устойчивость этого тренда придаст дополнительный положительный импульс экономическому росту страны.

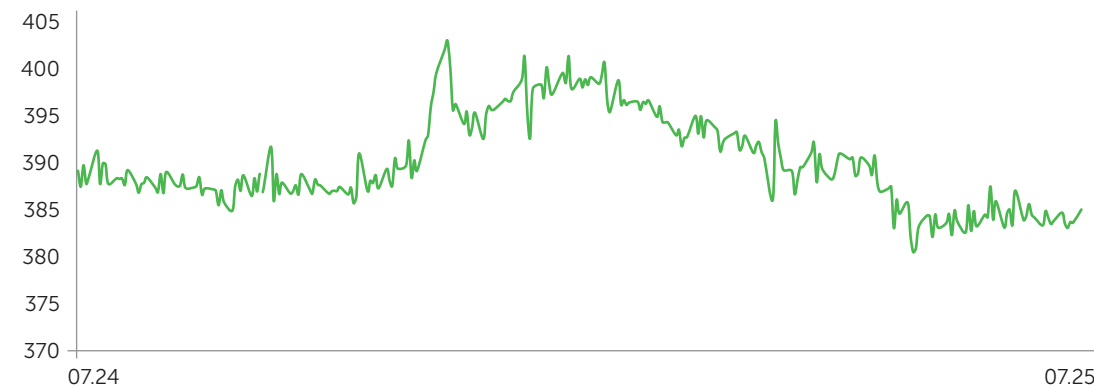
Динамика акций Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций ACBA BANK, 1 год



Динамика USD/AMD, 1 год



Новости компаний

- Team Telecom Armenia (AMTL) запустила солнечную электростанцию в Гегаркунике мощностью 16 млн кВт/ч в год, укрепляя свои позиции в секторе возобновляемой энергетики, развитие которой поддерживается государством. Проект соответствует высокому потенциалу солнечной энергетики в стране (1,720 кВтч/м² в год). Это событие способно стать среднесрочным позитивным драйвером для акций компании, учитывая, что улучшение инфраструктуры и доступ к собственной электроэнергии благоприятно скажутся на маржинальности ее ключевого бизнеса.
- Стартап DeepSat в партнерстве с Redwire Space Corporation объявил о запуске группировки спутников на низкой околоземной орбите (VLEO). Проект, анонсированный через Arka Telecom, укрепляет позиции Армении в глобальной космической индустрии.

Ожидания на предстоящие две недели

На первой полной неделе августа выйдут данные потребительской инфляции (ИПЦ) за июль (консенсус: 3,5% г/г, июнь: +3,9% г/г). Эти данные вкупе с решением ЦБ по ставке могут стать определяющими для настроений на локальном фондовом рынке в краткосрочной перспективе.

Ставка рефинансирования на ближайшем заседании Нацбанка, по нашему базовому прогнозу, останется на отметке 6,75%, поскольку рост ИПЦ в последние месяцы соответствует цели регулятора, если июльская статистика не покажет значительного отклонения от прогнозов.





Рынок ОАЭ

На позитивной волне

Фондовые площадки Эмиратов за вторую половину июля продемонстрировали уверенный рост

С 14 по 28 июля индекс **Dubai Financial Market (DFM)** вырос на 5,3%, а **Abu Dhabi Securities Exchange (ADI)** прибавил 3%, хотя цена на нефть марки Brent снизилась на 1,2%. Покупателей поддержали сильные финансовые результаты локальных компаний и устойчивый рост экономики региона. Котировки финансового сектора в среднем поднялись на 4,4%, чему способствовали высокие доходы банков. Покупки в акциях **First Abu Dhabi Bank (FAB: +8%)** стимулировали данные о рекордной прибыли за первое полугодие. Котировки **Emirates NBD (EMIRATES NBD: +10,3%)** поддержали сильные операционные показатели, несмотря на сокращение прибыли под влиянием повышения налоговых отчислений. Промышленный сектор вырос на 5%. Ценные бумаги авиаперевозчика **Air Arabia (AIR-ARABIA: +7,78%)** подорожали на фоне прогноза роста числа посадочных мест на 40%.

Доходность казначейских облигаций ОАЭ осталась без изменений при ее снижении у трейдерс США на 16 б.п. Расширение спреда объясняется пересмотром вниз оценки рисков для американской экономики на фоне публикации свежей макростатистики.

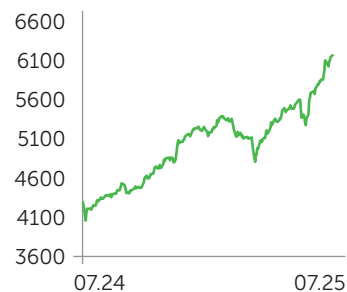
Новости экономики

- **Международный валютный фонд прогнозирует рост экономики ОАЭ** в текущем году на 4% благодаря сильному нефтегазовому сектору, туризму и строительству.
- **Дубайский международный финансовый центр (DIFC)** продемонстрировал лучшие за свою историю полугодовые результаты. Число зарегистрированных компаний с января по июль выросло на 25%, до 7,7 тыс., а число сотрудников центра превысило 47,9 тыс.
- По данным **FocusEconomics**, инфляция в Дубае за июнь замедлилась до 2,8% в годовом исчислении.

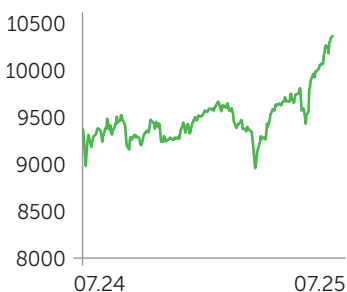
Новости компаний

- **First Abu Dhabi Bank (FAB: +4,97%)** отчитался за первое полугодие ростом прибыли на 26% г/г, до 10,65 млрд дирхамов.
- Чистая прибыль **Emirates NBD (EMIRATESNBD)** за первые шесть месяцев 2025-го сократилась на 9%, до 12,5 млрд дирхамов, из-за увеличения налоговых выплат. Операционная прибыль увеличилась на 9% благодаря значительному притоку средств на депозиты и повышению объемов кредитования.

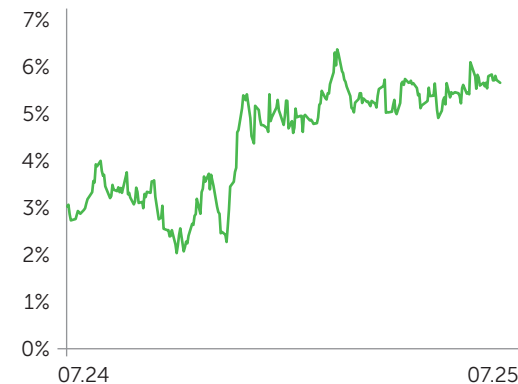
Динамика
DFM General Index, 1 год



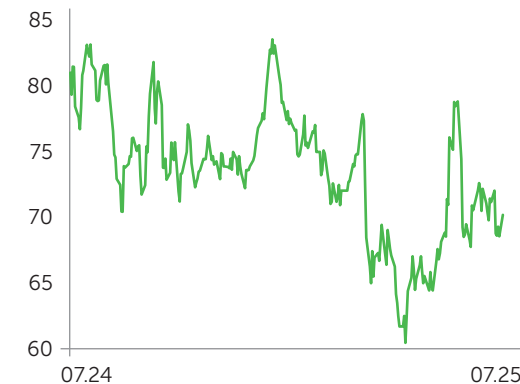
Динамика
UAE ESG Index, 1 год



Доходность, форвардная ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



Нефть марки Brent, 1 год



- Еврокомиссия начала углубленное расследование предложения **ADNOC (ADNOCGAS, ADNOCDRILL, ADNOCDIST)** о приобретении немецкой химической компании Covestro на предмет возможного нарушения конкуренции из-за государственных субсидий ОАЭ.

Ожидания на предстоящие две недели

Мы предполагаем, что на фоне сильных корпоративных отчетов и благоприятных экономических данных рынки ОАЭ в краткосрочной перспективе могут продолжить опережающий рост.

Позитивные прогнозы МВФ и впечатляющие результаты нефтегазовой торговли укрепляют уверенность в устойчивости экономики страны. Однако неопределенность, связанная с расследованием сделки ADNOC-Covestro со стороны ЕК, может создать некоторую волатильность для акций, связанных с этой компанией. Также важно помнить, что негативное влияние импортных пошлин США на международную торговлю и увеличение квот на добычу нефти странами ОПЕК+ могут привести к существенному падению цен осенью. На заседании участников соглашения, которое состоится 3 августа, лимиты производства в сентябре могут быть повышены. Это, вероятно, окажет дополнительное давление на нефтяные котировки и акции добычных компаний, хотя их влияние на фондовые индексы ОАЭ существенно уменьшилось.



Новости Freedom Holding Corp.

Freedom Holding Corp. поделится опытом со студентами Стэнфордской бизнес-школы

Stanford Graduate School of Business (Stanford GSB), одна из ведущих и наиболее авторитетных бизнес-школ мира, опубликовала кейс о Freedom Holding Corp. под названием *Freedom Holding: Building an Ecosystem on the Path to Scale*.

Публикация подготовлена на основе интервью с главным исполнительным директором холдинга Тимуром Турловым. В ней детально описываются стратегия масштабирования компании, построение цифровой экосистемы финансовых и потребительских сервисов, а также ключевые управленческие решения. Особое внимание уделено роли технологий, вертикальной интеграции и корпоративной культуры в динамичном росте бизнеса.

Коллекция кейсов Stanford GSB используется в программах MBA и является предметом изучения для студентов, руководителей и предпринимателей по всему миру. Включение компании в эту коллекцию — результат строгого отбора, который учитывает инновационность, устойчивый рост и стратегическое лидерство. *«Горд сообщить, что наш опыт создания сильной, клиентоориентированной экосистемы признан одной из ведущих бизнес-школ мира. Это важное подтверждение того, что мы движемся в верном направлении»*, — прокомментировал событие Тимур Турлов.

Для Freedom Holding Corp. это не просто признание в академических кругах, но и знак доверия международного делового сообщества. Кроме того, это вдохновляющий пример для многих компаний Казахстана и развивающихся рынков в целом. Важно отметить, что это первый кейс казахстанской компании в Стэнфордской школе бизнеса и он является знаковым прецедентом для страны. Событие способствует росту международного интереса к Казахстану и его инвестиционному потенциалу, а также вносит вклад в продвижение страны как динамично развивающегося представителя международного сообщества с глобальными бизнес-амбициями.

Кейс опубликован и доступен студентам, сотрудникам и выпускникам Stanford GSB.



S&P Global улучшило прогнозы для «дочек» Freedom Holding

Международное агентство S&P Global Ratings пересмотрело прогноз по рейтингам АО «Фридом Финанс», Freedom Finance Global PLC, Freedom Finance Europe Ltd и АО «Фридом Банк Казахстан» со стабильного на позитивный и подтвердило долгосрочные и краткосрочные рейтинги на уровне В+/В на фоне укрепления системы управления рисками и комплаенса. По национальной шкале рейтинги АО «Фридом Финанс» и АО «Фридом Банк Казахстан» повышены с kzBBB до kzBBB+. Рейтинг Freedom Holding Corp. подтвержден на уровне В-.

Позитивный прогноз по рейтингам отражает значительный прогресс в создании общей системы управления рисками и комплаенса, а также укрепление этих функций на уровне дочерних компаний.

В частности, агентство отмечает утверждение холдингом политики управления рисками, а также процесс синхронизации локальных стратегий дочерних компаний с утвержденными групповыми документами.

По мнению аналитиков S&P Global, это позволит тщательно отслеживать и контролировать различные вызовы на уровне группы, включая такие сферы, как соблюдение санкций, кибербезопасность, репутационные, регуляторные и криптовалютные риски, которые приобретают все большее значение.

Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

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

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев, capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов, vadim.merkulov@ffin.ae

Ерлан Абдикаримов, yerlan.abdikarimov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина, prglobal@ffin.kz

ПН-ПТ 09:00-21:00

(по времени г. Астана)

+7 7172 727 555

info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

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

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

© 2025 Freedom Finance Global PLC

