

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Казахстан

Все выше и выше

Узбекистан

«Медведи»
взяли верх

Германия

Туда и обратно

Армения

Рост на
внутренних
резервах

ОАЭ

Вместе
с трендом

Фондовый рынок США

Между двух огней

Динамику на американских фондовых площадках определяют ожидания снижения ставки и признаки охлаждения рынка труда



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. Между двух огней.....	2
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	3
Самое главное. Сектор IPO выходит из долгой спячки.....	4
Актуальные тренды. Обзор на 11 августа.....	5
Новости компаний в поле зрения наших аналитиков.....	8
Обзор компаний малой капитализации.....	11
Инвестиционная идея. Gerdau. Как закалялась сталь.....	12
Текущие рекомендации по акциям.....	14
Опционная идея. LONG CALL ON GLD.....	15
IPO Hornbeck Offshore. Морской курьер.....	16
Рынок Казахстана. Все выше и выше.....	17
Рынок Узбекистана. «Медведи» взяли верх.....	19
Рынок Германии. Туда и обратно.....	21
Инвестиционная идея. BASF SE. Курс на восстановление.....	23
Рынок Армении. Рост на внутренних резервах.....	24
Рынок ОАЭ. Вместе с трендом.....	26
Новости Freedom Holding Corp.....	28
Контакты.....	29

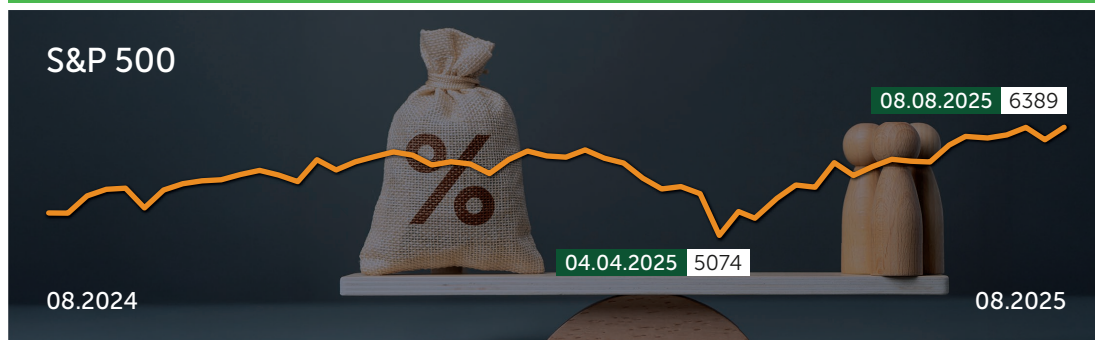


Фондовый рынок США

Между двух огней

Динамику на американских фондовых площадках определяют ожидания снижения ставки и признаки охлаждения рынка труда

По состоянию на 12.08.2025

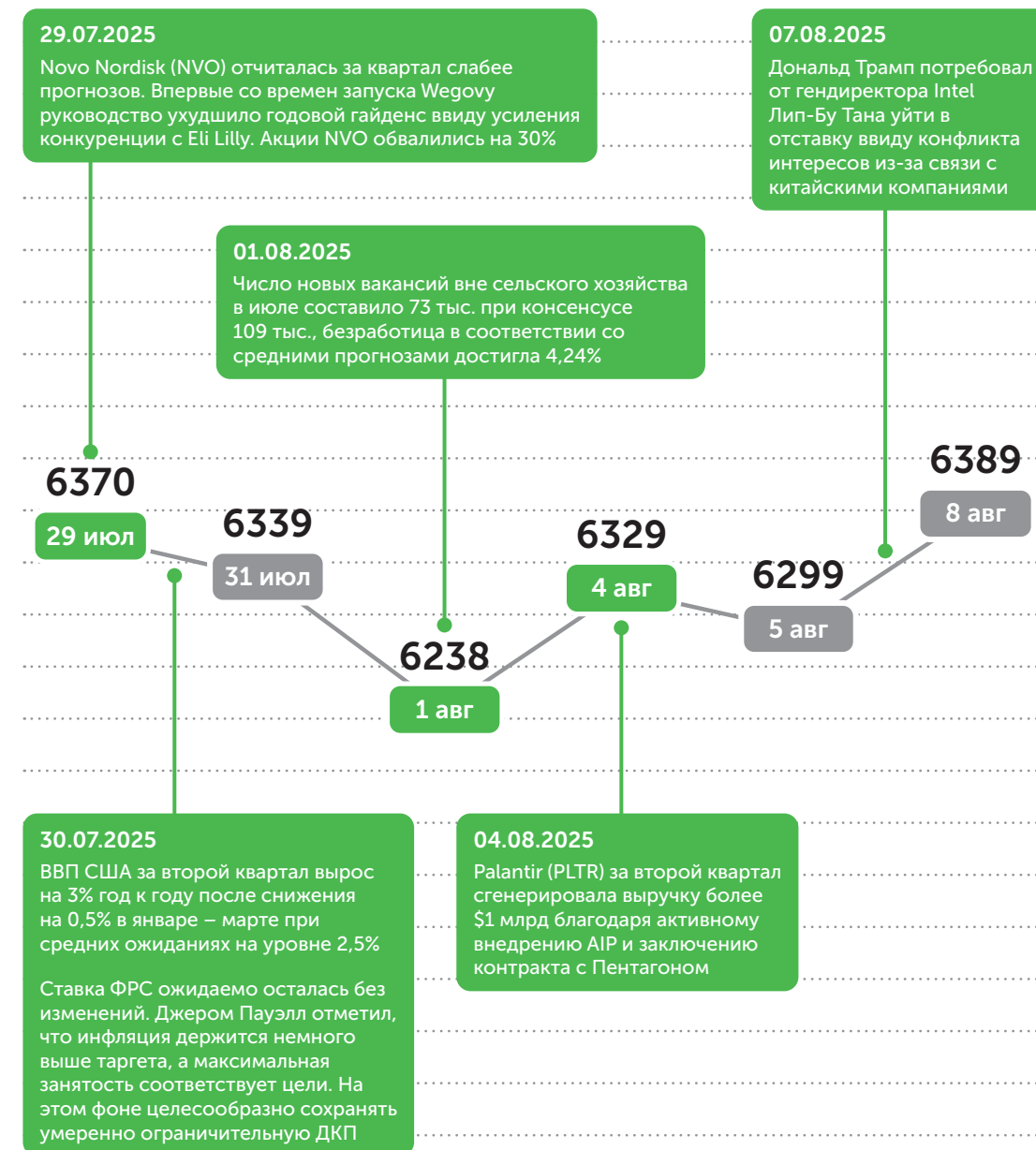


Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	2,49%	2,71%
QQQ	Индекс NASDAQ100	3,73%	4,02%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,42%	-0,10%
UUP	Доллар	-0,51%	1,26%
FXE	Евро	0,68%	-0,73%
XLF	Финансовый сектор	0,88%	-0,69%
XLE	Энергетический сектор	-0,77%	-4,04%
XLI	Промышленный сектор	0,73%	1,32%
XLK	Технологический сектор	3,44%	3,76%
XLU	Сектор коммунальных услуг	0,44%	6,21%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,74%	-3,56%
SLV	Серебро	3,84%	4,78%
GLD	Золото	1,27%	2,92%
UNG	Газ	-3,08%	-10,99%
USO	Нефть	-5,37%	-4,76%
VXX	Индекс страха	-11,11%	-12,89%
EWJ	Япония	5,21%	6,48%
EWU	Великобритания	1,48%	1,86%
EWG	Германия	3,90%	-0,59%
EWQ	Франция	3,02%	-1,36%
EWI	Италия	4,87%	3,76%
GREK	Греция	7,84%	6,85%
EEM	Страны БРИК	2,57%	2,21%
EWZ	Бразилия	4,35%	-3,13%
RTSI	Россия	7,95%	3,99%
INDA	Индия	-1,14%	-6,41%
FXI	Китай	2,28%	2,67%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

S&P 500 (29.07.2025 – 07.08.2025)



Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.

Самое главное

Сектор IPO выходит из долгой спячки

После четырех лет «зимы IPO» объем первичных размещений в США, наконец, начал набирать обороты. С начала года их количество достигло 130, а сумма привлеченных средств приблизилась к \$21 млрд. При этом за весь 2024-й было проведено лишь 150 IPO объемом \$30 млрд. Активность значительно выросла по сравнению с прошлым годом, хотя общий объем привлеченного капитала пока ниже долгосрочных средних значений. Во втором квартале состоялось 44 биржевых дебюта на сумму \$7 млрд. Особенно «урожайным» в этом плане выдался июнь. Наибольший вклад в общий результат, как и прежде, вносят крупнейшие размещения. Поставщик инфраструктуры для искусственного интеллекта **CoreWeave (CRWV)** привлек \$1,5 млрд. Непосредственно на IPO котировки эмитента роста не показали, но это было компенсировано троекратным увеличением капитализации за четыре последующих месяца. На сегодня компания стоит более \$65 млрд. **Circle (CRCL)** получила около \$1,05 млрд, ее рыночная оценка удвоилась в первый день после получения публичного статуса. **Chime (CHYM)** разместилась выше заявленного ценового диапазона, привлекла \$864 млн, а торги ее акциями стартовали в уверенном плюсе. Аэрокосмическая компания **Firefly Aerospace (FLY)** привлекла на IPO \$868 млн, а в первый день торгов ее акции подорожали сразу на 34%. Однако уже на следующий день произошла глубокая коррекция, что доказывает высокую волатильность этого сегмента. Одним из самых долгожданных стало IPO **Figma (FIG)**. Компания привлекла около \$1,22 млрд. За первый торговый день ее акции взлетели на 250% и продолжили торговаться выше цены размещения.

Выход на IPO в ближайшее время планирует еще немало компаний: до осени календарь биржевых дебютов заполнен, хотя в августе активность на этом рынке традиционно снижается. Платформа по продаже билетов **StubHub (STUB)**, IPO которой регулярно откладывалось с 2022 года, недавно обновила необходимые для получения листинга документы и может выйти на рынок при условии умеренной волатильности.

С учетом всего сказанного мы позитивно оцениваем перспективы рынка IPO на горизонте ближайших 12 месяцев. Макроэкономическая картина к концу лета немного ухудшилась на фоне пересмотра вниз статистики по рынку труда и прогнозов ВВП. На этом фоне повышается вероятность спада спроса на риск, в том числе и на участие в IPO. В то же время «индекс страха» VIX, значение которого держится у 16 пунктов, не сигнализирует об ухудшении рыночного сентимента. От потенциальных рисков можно застраховаться, покупая ежемесячные опционы call на VIX для минимизации бета-риска портфеля и защиты позиций на случай участия в первичных размещениях, которое является одним из способов повышения доходности портфеля. Для этого у Freedom Finance есть специальный продукт — торговля pre-IPO. В день размещения мы предлагаем нашим клиентам участвовать в торгах по бумаге, используя лимитные приказы. Судя по недавней динамике, эти сделки могут приносить высокую доходность. Безусловно, они сопряжены с высоким риском, но четырехлетний дефицит IPO усилил спрос. Инвесторы проявляют высокий интерес к новым размещениям, которые в текущих условиях при прочих равных выглядят выгодными.

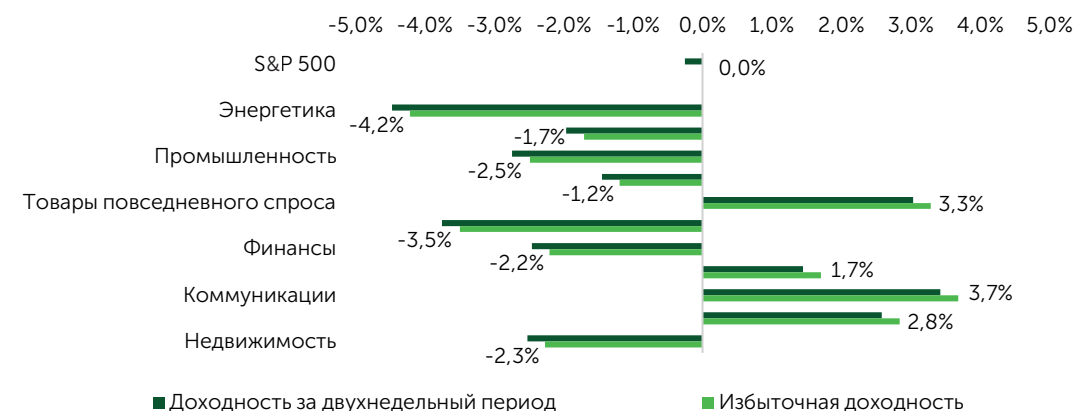


Актуальные тренды

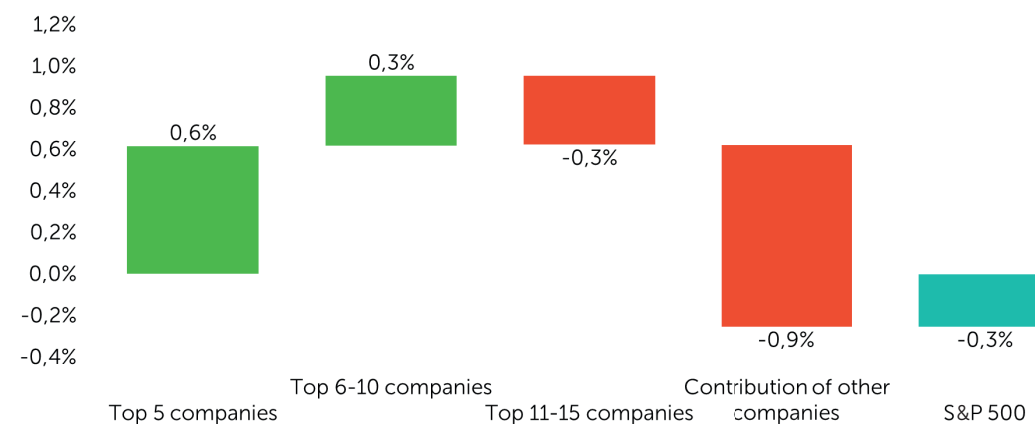
Обзор на 11 августа

Глобальная картина

После резкого провала котировок в конце июля в начале августа инвесторы начали активно выкупать образовавшуюся просадку. За последние две недели S&P 500 снизился на 0,3%, Dow Jones опустился на 1,9%, а NASDAQ 100 вырос на 0,7%. На топ-10 компаний по капитализации пришлось 0,95% роста основного бенчмарка, остальные обеспечили 1,2% его снижения. Лучше рынка выглядели технологические компании, а также защитные акции производителей товаров длительного пользования и поставщиков коммунальных услуг.



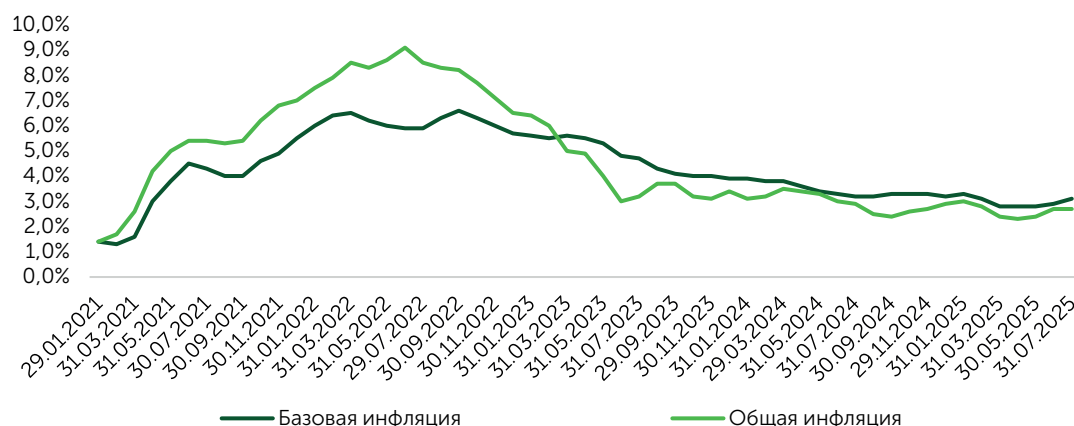
Доходность и избыточная доходность секторальных направлений S&P 500.
Источники: данные FactSet, расчеты Freedom Broker



Вклад крупнейших компаний в динамику S&P 500.
Источники: данные FactSet, расчеты Freedom Broker



Выходившие в рассматриваемый период отчеты не вызвали достаточной позитивной реакции на рынке, чтобы удержать S&P 500 в зеленой зоне. Рост котировок 31 июля на фоне публикации отчетности Microsoft (MSFT) и Meta (META) был нивелирован крупными распродажами в секторе здравоохранения. Кроме того, динамику торгов определяла макростатистика. Индекс потребительских расходов рынок в целом проигнорировал, однако июльский отчет Минтруда, согласно которому число новых рабочих мест вне сельского хозяйства составило лишь 73 тыс. при консенсусе 106 тыс., вкупе с пересмотром этой статистики за май и июнь с 291 тыс. до всего 33 тыс. вызвал серьезную коррекцию. Столь масштабный пересчет данных вызвал громкий скандал и дискуссию о необходимости смены методики. Выраженные признаки охлаждения рынка труда усилили опасения по поводу общего состоянии экономики (снижение занятости вне сельского хозяйства обычно сопутствует рецессии). Индекс деловой активности (PMI) от ISM указал на вялую динамику в сервисном секторе. Тот же показатель от S&P Global сигнализировал о продолжении роста. В то же время данные индекса потребительских цен (CPI) за июль привели к обновлению исторических максимумов по S&P 500. Базовый индекс вырос на 3,1% г/г при консенсусе 3%, но динамика цен в товарных категориях остается преимущественно слабой и существенно отличается от траектории, которую рынок мог фиксировать в 2018 году. Среди причин этого существенное снижение потребительской активности в течение последних месяцев, которое не дает производителям перекладывать основную долю тарифных расходов на конечного потребителя. Динамика CPI в июле позволяет рассчитывать на временный характер влияния импортных пошлин на темпы инфляции.



Динамика инфляции в США (г/г).
Источник: данные FactSet, расчеты Freedom Broker

Несмотря на ослабление влияния сезона отчетности на движения рынка, эмитенты из первой десятки смогли превзойти ожидания инвестсообщества, дали уверенные прогнозы и повысили ориентиры в отношении CAPEX. Все это положительно повлияло на настроения биржевых игроков.

Фокус рынка

В центре внимания инвесторов с 19 по 21 августа будут отчеты крупнейших ретейлеров. Прогнозы предполагают позитивную поквартальную динамику показателей и оптимистичные гайдены на текущий квартал и весь год. Свои результаты также представят Intuit (INTU), Workday (WDAY) и Analog Devices (ADI), но потенциальный эффект, вероятно, будет локализован в индустриальных группах.

Полагаем, что скорректированная статистика числа вакансий вне сельского хозяйства за май и июнь выглядит закономерно и коррелируют с резким усилением рисков и неопределенности, с которыми столкнулись компании и домохозяйства. Замедление роста реальных расходов населения до 2% г/г в июне, на наш взгляд, стало



следствием не фактического ухудшения материального положения (чего не наблюдается согласно динамике заработной платы), а было вызвано упомянутой неопределенностью и ожиданиями скачка инфляции. Рассчитываем на постепенную нормализацию ситуации, на которую указывают данные недавних опросов потребительских настроений от Conference Board.

С учетом практики 2018–2019 годов ускорение инфляции происходит с лагом в два-три месяца, наиболее выраженный импульс наблюдается в течение трех месяцев. Таким образом, пессимистичные прогнозы CPI, вероятно, не будут реализованы, что позволит ФРС снизить ставку в текущем году.

Акции малой капитализации

С начала августа Russell 2000 (ETF: IWM) снизился на 1,7%, S&P Small Cap 600 (ETF: IJR) скорректировался на 1,8%, а индекс микрокомпаний Russell Microcap (ETF: IWC) упал на 2,2%. Повышенную волатильность перечисленных бенчмарков вызвали заседание ФРС 29–30 июля и публикация блока данных по рынку труда 1 августа. Глава регулятора Джером Пауэлл на итоговой пресс-конференции после заседания сделал акцент на сохраняющемся повышенном уровне инфляции при стабильном рынке труда. Июльский отчет Минтруда стал для инвестсообщества «голубиным» разворотным сигналом. Хотя данные в целом подтвердили продолжение постепенного охлаждения данного рынка, неприятным сюрпризом стал упомянутый выше существенный пересмотр показателей за май и июнь. На этом фоне Russell 2000 за сессию потерял 2,1%. Ожидание снижения ставки ФРС на сентябрьском заседании мы рассматриваем как позитивный для малого эквити-сегмента фактор, так как смягчение монетарных условий позволит входящим в него компаниям ослабить долговую нагрузку.

Квартальную отчетность представили 90% компаний из индексов S&P 600 Small Cap и Russell 2000. Тренд на восстановление EPS сохраняется. За последние две недели консенсус по агрегированному показателю по Russell 2000 был повышен с 21,9% до 23,1% г/г, а по S&P 600 — с 0,1% до 6,8% г/г. Наибольший вклад в рост прибылей вносят ИТ-сектор (+116,5% г/г), промышленность (+68,8% г/г) и финансовые компании (+12,2% г/г).

Сочетание «голубиных» макроэкономических сигналов и улучшение фундаментальной картины позволяет рассматривать недавнюю просадку котировок как отправную точку для нового этапа роста. Поскольку во второй половине августа не ожидается значимых макроэкономических релизов, способных напрямую повлиять на малый эквити-сегмент, баланс рисков здесь остается умеренно позитивным, хотя и хрупким. В этих условиях дальнейшая динамика сектора будет во многом определяться более широкой информационной повесткой, в частности новостями вокруг тарифной политики США.

Техническая картина

S&P 500 быстро вышел из зоны перекупленности, что сопровождалось фиксацией прибыли. Разворотных фигур или сигналов к трансформации ралли в плане ширины рынка мы не фиксируем. Концентрация роста в топ-10 компаний указывает на возможное дальнейшее расширение ралли. Сентимент сигнализирует о потенциальном улучшении, так как индикатор от AAll продолжает колебаться у нуля.

Ожидаемый торговый диапазон

Ориентируемся на движения S&P 500 в диапазоне 6400–6550 пунктов.





Новости компаний в поле зрения наших аналитиков

Alphabet

Meta

Microsoft

amazon

Apple

Отчеты представителей «Великолепной семерки» за второй квартал подтвердили устойчивость ИИ-трендов и ослабили опасения относительно состояния экономики и влияния на нее тарифной политики Белого дома. Выручка и прибыль на акцию **Alphabet (GOOGL)**, **Meta Platforms (META)**, **Microsoft (MSFT)**, **Amazon (AMZN)** и **Apple (AAPL)** в отчетном периоде оказались выше прогнозов.

Все перечисленные корпорации продолжают увеличивать инвестиции в развитие инфраструктуры дата-центров. Alphabet, которая отчиталась первой из бигтехов, повысила план капитальных затрат (CAPEX) на текущий год с \$75 млрд до \$85 млрд. Meta подняла нижнюю планку этого диапазона и усилила риторику в отношении финансирования ИИ-направления. Microsoft и Amazon не дали конкретных ориентиров по CAPEX, но в условиях нехватки вычислительных мощностей и активного увеличения инвестиций их конкурентами рынок рассчитывает на аналогичные действия со стороны упомянутых компаний. Apple планирует нарастить инвестиции в собственные дата-центры, но их вклад в общую динамику ее результатов незначителен по сравнению с конкурентами. Ориентиры в отношении CAPEX на текущий год повышены более чем

на 10%, планы на 2026-й пересмотрены вверх на 17%. Это позитивно для поставщиков компонентов для дата-центров, в том числе для NVIDIA (NVDA), которая представит свои результаты 27 августа после закрытия рынка.

Дата-центры

Рынок дата-центров переживает фазу роста, стимулируемую взрывным спросом на вычислительные мощности для AI, что привело к острому дефициту предложения. При этом тенденция сталкивается с серьезными вызовами, прежде всего с ограниченной доступностью электроэнергии и задержками в развитии инфраструктуры. Согласно JLL в 2025 году ожидается начало строительства новых мощностей объемом около 10 ГВт по всему миру, что эквивалентно активам примерно на \$170 млрд.

Digital Realty активно капитализирует высокий спрос. Фонд сообщил о вводе 96 МВт новых мощностей, имея 734 МВт в стадии строительства и общий потенциал для строительства на 5000 МВт. Ключевым стратегическим шагом стал запуск внебалансового фонда U.S. Hyperscale Data Center Fund с обязательствами от LP-партнеров на сумму свыше \$3 млрд, что позволяет масштабироваться без давления на собственный баланс. Equinix, в свою очередь, фокусируется на удвоении

своих глобальных мощностей в ближайшие пять лет. Фонд анонсировал значительное увеличение стратегических капиталовложений до \$4–5 млрд в год с 2026-го по 2029-й. В настоящее время в стадии реализации находится 59 крупных проектов в 34 рынках и 25 странах, включая 12 проектов xScale. Однако приверженность компании агрессивным инвестициям в условиях высоких процентных ставок может оказать давление на ее денежные потоки. В случае реализации сценария перегрева рынка последующее замедление темпов роста может оказать негативное влияние на денежные потоки, поскольку доходность от этих масштабных капитальных вложений не оправдает ожиданий. Мы оцениваем текущую рыночную динамику как фундаментально позитивную для крупнейших операторов дата-центров. Сектор вступил в структурную фазу гонки, при которой спрос на мощности значительно опережает ограниченное предложение. Этот дисбаланс формирует мощный драйвер, предоставляя устойчивым игрокам ценовую силу.

шило годовой гайденс из-за усиления конкуренции в этом сегменте со стороны Eli Lilly и распространения нелегализованных аналогов. Акции NVO на этом фоне обвалились на 30%, вернувшись к уровням 2022 года. Выручка Eli Lilly во втором квартале выросла на 38% г/г, до \$15,56 млрд, превысив среднерыночные ожидания. Продажи Mounjaro и Zepbound впервые обошли Wegovy и Ozempic, их доля достигла 52%. Это дало менеджменту основания для улучшения прогноза. Лидерство в сегменте GLP-1 обеспечили высокая эффективность бизнеса и сильный спрос.

Однако на рынке таблетированных GLP-1 сохраняется неопределенность. Недавние результаты испытаний перорального препарата orforglipron от Eli Lilly разочаровали инвесторов, спровоцировав падение ее акций на 15%. Эффективность оказалась не только ниже ожиданий, но и уступала показателям исследования OASIS 4 от Novo Nordisk. Обе компании планируют начать продажи пероральных версий GLP-1 в 2026 году.



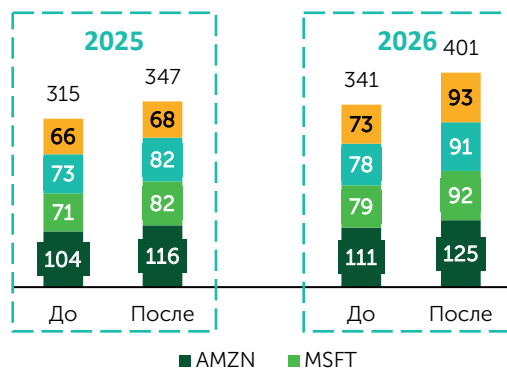
Lilly

Дуополия **Novo Nordisk (NVO)** и **Eli Lilly (LLY)** на рынке препаратов GLP-1, предназначенных для лечения диабета и ожирения, вероятно, сохранится еще надолго. Обе компании последовательно наращивали продажи средств от заболеваний, которыми,

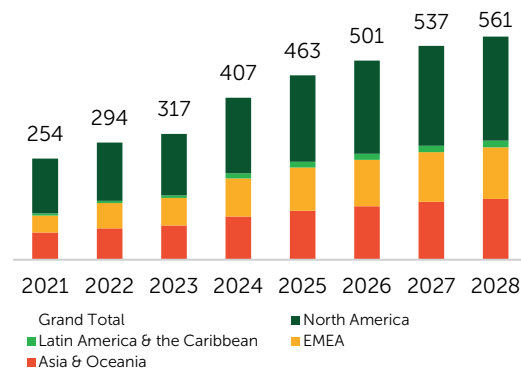
по данным ВОЗ, страдает около трети населения мира. Выручка Novo Nordisk за второй квартал увеличилась на 18% г/г, до 76 млрд датских крон (≈ \$11,8 млрд), что оказалось ниже консенсуса. Впервые с вывода на рынок GLP-1-препарата Wegovy руководство компании ухуд-

intel

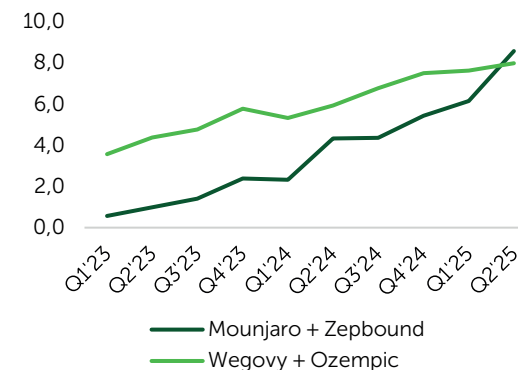
7 августа президент США Дональд Трамп потребовал от гендиректора **Intel (INTC)** Лип-Бу Тана ухода в отставку. Американский лидер обвинил топ-менеджера в конфликте интересов из-за связей с китайскими компаниями, сотрудничающими с оборонным сектором и государством. Через несколько дней после соответствующего поста в Truth Social состоялась встреча Лип-Бу Тана с руководством США. Трамп назвал его карьеру «потрясающей историей» и инициировал совместную работу с главами Минторга и Казначейства. Им поручена разработка предложений по развитию Intel и производства полупроводников в США. В рамках CHIPS



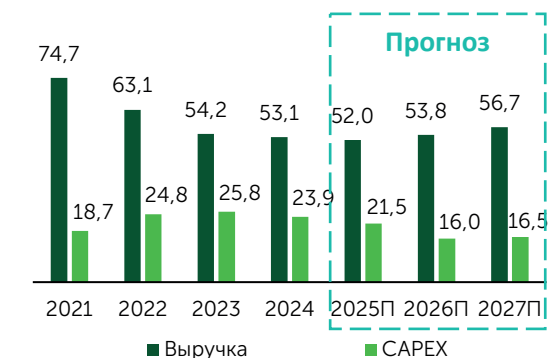
Динамика CAPEX до и после сезона отчетов, \$ млрд.
Источники: FactSet, данные компаний, Freedom Broker



Прогноз капитальных затрат на дата-центры, \$ млрд.
Источник: FactSet



GLP-1 Sales, USD bn.
Источник: FactSet, Freedom Broker



Динамика выручки и CAPEX Intel Corp. (INTC), \$ млрд.
Источники: FactSet, Intel Corp., Freedom Broker

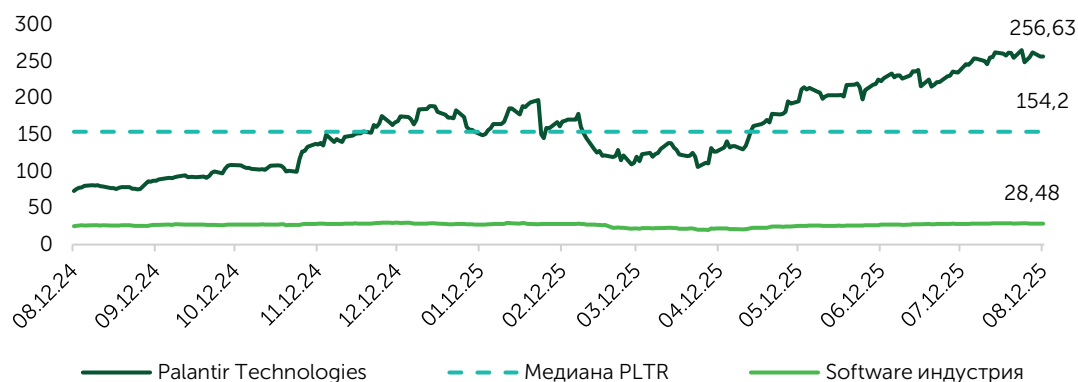


and Science Act корпорация получит до \$7,86 млрд прямых грантов. В то же время власти США недовольны сокращением затрат после прихода Лип-Бу Тана. Компания среди прочего понизила планы CAPEX на 2025 ФГ с \$20–23 млрд до \$18 млрд, хотя основное снижение и пришлось на проекты в Германии и Польше.



Выручка **Palantir (PLTR)** за второй квартал текущего года превысила \$1 млрд. Ключевыми драйверами ее роста стали активное внедрение AIP (Artificial Intelligence Platform) и заключение стратегического контракта с Пентагоном сроком на 10 лет и объемом до \$10 млрд.

Прогнозируем продолжение высоких темпов роста доходов Palantir на домашнем рынке до 2026 года за счет дальнейшего масштабирования AIP для госсектора и коммерческих партнеров, особенно в отраслях с высокой отдачей от автоматизации и аналитики. Развитие в международном направлении, вероятно, будет менее выраженным. Для его активизации необходимо расширение партнерской экосистемы и углубление интеграции с крупными облачными провайдерами, что нужно для повышения конкурентоспособности. Компания продолжает торговаться с премией по всем ключевым мультипликаторам по сравнению с индустрией. Основные риски для переоценки — усиление конкуренции со стороны hyperscaler-провайдеров и замедление роста в США.



Динамика мультипликатора P/FCF на горизонте 12 месяцев.
Источники: FactSet



Обзор компаний малой капитализации



Energy Recovery (ERII) специализируется на оборудовании для опреснения морской воды и водоочистки. Инвестиционный потенциал компании обеспечивается растущим дефицитом воды и глобальным ужесточением природоохранной политики, особенно в развивающихся странах, что повышает спрос на устойчивую инфраструктуру водоснабжения. Технология компании PX Pressure Exchanger продолжает лидировать на мировом рынке обратного осмоса морской воды (SWRO). Недавние контракты в Испании, Марокко и ОАЭ на общую сумму около \$46 млн подтверждают позицию Energy Recovery как одного из лидеров инфраструктуры опреснения. За второй квартал 2025 года выручка компании поднялась на 3% г/г, а валовая маржинальность составила убедительные 64%, при этом операционные расходы удалось сократить на 16% г/г. Менеджмент Energy Recovery выразил уверенность в росте основных сегментов бизнеса в ближайших кварталах при поддержке сильного портфеля проектов. Таргет Freedom Broker по акции ERII на горизонте 12 месяцев — **\$20**.



Willis Lease Finance Corporation (WLFC) является одним из старейших мировых лидеров авиационного лизинга. Стратегия эмитента предполагает расширение присутствия в секторе технического обслуживания и ремонтно-восстановительных работ, который может стать еще одним фактором роста бизнеса. В числе драйверов поддержки выручки Willis Lease — краткосрочная аренда и вертикальная интеграция, включая продажи запчастей и работу сервисных центров. Структурными трендами для стратегического позиционирования является лизинг двигателей с реализацией планов по увеличению портфеля. За второй квартал текущего года выручка компании увеличилась на 29% г/г (без учета продажи двигателей ее рост составил 10% г/г). EPS с исключением всех несистематических факторов сократилась на 27% г/г, но оказалась несколько выше наших ожиданий. Таргет Freedom Broker по акции WLFC на горизонте 12 месяцев — **\$190**.



Eagle Financial Services (EFSI) — материнская холдинговая компания Bank of Clarke, основанного в 1881 году и предоставляющего широкий спектр розничных и коммерческих банковских продуктов, а также сопутствующие сервисы, включая управление капиталом и трастовые услуги. Привлекательность Eagle Financial для инвестиций обеспечивается благодаря устойчивой модели регионального банковского бизнеса и стратегической ориентации на активно развивающиеся региональные рынки. Холдинг занимает прочные позиции в Северной Вирджинии и долине Шенандоа, где стабильность экономики сочетается с благоприятной демографической ситуацией. Это создает хорошие возможности для наращивания кредитного портфеля. Банк демонстрирует высокую финансовую гибкость, что подтверждается коэффициентом Tier 1 и привлечением \$53,5 млн капитала в первом квартале 2025 года. Кроме того, для бизнеса характерен сильный профиль фондирования за счет базовых депозитов. Таргет Freedom Broker по акции EFSI на горизонте 12 месяцев — **\$40**.



Owlet (OWLТ) оперирует на стыке индустрии товаров для ухода за детьми и сектора медицинских технологий. Ее ключевым продуктом является первый и единственный одобренный FDA прибор для мониторинга здоровья младенцев. Ключевые фундаментальные драйверы развития бизнеса Owlet — стабильная и высокая рождаемость, а также текущая география присутствия (США, Великобритания, ЕС, Канада и Австралия). Основным катализатором для рынка США — расширение страхового покрытия. Мы ожидаем включения услуг компании в Medicaid в отдельных штатах или добавление продукта OWLT в покрытие крупных страховых компаний, что значительно укрепит инвестиционный кейс и подтвердит клиническую ценность устройства BabySat. Расширение партнерской сети от пилотных проектов к масштабным внедрениям станет прямым доказательством успешного продвижения продуктов Owlet. Таргет Freedom Broker по акции OWLT на горизонте 12 месяцев — **\$11**.



Вадим Меркулов,
директор
аналитического департамента
Freedom Finance Global

Инвестиционная идея

Gerdau.

Как закалялась сталь

Акции GGB интересны для инвестиций
с таргетом на горизонте года на уровне \$3,5

О компании

Gerdau S. A. (GGB) — транснациональная металлургическая компания с активами в Латинской и Северной Америке. География присутствия позволяет эмитенту сочетать преимущества развивающихся экономик со стабильностью и высокой маржей отрасли на развитых рынках. Вертикальная интегрированность, лидирующие позиции в секторе переработки лома и производстве продукции с высокой добавленной стоимостью обеспечивает компании защитный статус и открывает перспективы для улучшения рентабельности.

Ключевые инвестиционные тезисы

- Позитивные прогнозы мировых цен на продукцию компании.** Цены на горячекатаную сталь в Китае выросли на 4% кв/кв и могут получить дополнительную поддержку от сокращения объемов ее производства в стране, а также от сдерживания чрезмерной конкуренции, которая привела к удешевлению этой продукции и росту ее чистого экспорта из КНР на 25% г/г за прошлый год и еще на 12–13% с начала текущего. По прогнозам некоторых участников рынка, предложение горячекатаной стали может сократиться на 2–3%. В результате рынок придет в сбалансированное состояние, а цены на сталь получают поддержку.
- Внешнеторговая и монетарная политика США.** Введенные администрацией Белого дома повышенные пошлины на импорт стальной продукции оказали поддержку локальным ценам на нее. Характерная для американской черной металлургии стоимостная премия за счет новой внешнеторговой политики Штатов получила дополнительный позитивный импульс. На домашнем для Gerdau рынке цены выросли на 27% г/г при сохранении стабильности в Китае. Возвращение Федеральной резервной системы к смягчению монетарной политики станет стимулом для экономического роста, что должно поддержать спрос на сталь и ее цены. По данным CME Group, рынок фьючерсов закладывает в ожидания три пересмотра ставки ФРС вниз до конца текущего года. Прогноз Freedom Broker предполагает лишь одно ее снижение.
- Фундаментальная оценка.** По мультипликатору NTM EV/EBITDA компания оценивается в 3,5x, что подразумевает потенциал роста 32% до



Тикер **GGB**

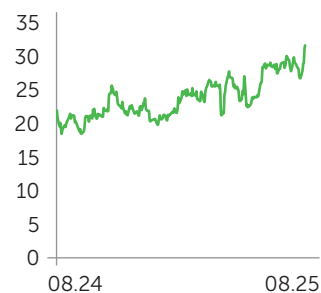
Цена на момент
анализа **\$2,96**

Целевая цена акций **\$3,50**

Потенциал роста **18,24%**

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
GGB	(1,0%)	1,4%	(0,7%)	13,0%	(6,3%)
S&P 500	(0,3%)	0,7%	1,8%	12,6%	19,3%
Russell 2000	(0,1%)	0,2%	(0,8%)	9,6%	6,5%
DJ Industrial Average	(0,5%)	(0,4%)	(0,9%)	6,6%	11,3%
NASDAQ Composite Index	(0,3%)	1,6%	3,9%	19,3%	27,7%

Динамика GGB, \$



Инвестиционная идея

среднего уровня за последние шесть лет. Значение NTM P/E, равное 8,9x, сигнализирует о недооцененности акции GGB примерно на 19%. Gerdau выглядит перепроданной по сравнению с аналогами на глобальном рынке. Медианный уровень FY2 P/E сектора находится на уровне 10,5x при 7x у эмитента, а FY2 EV/EBITDA составляет около 8,1x при 4,1x у GGB. При этом у компании более высокая прогнозируемая маржинальность EBITDA и чистой прибыли на ближайшие годы. Сильные показатели рентабельности Gerdau должны оказать поддержку инвестиционному кейсу.

Потенциал роста GGB, рассчитанный по DCF-модели, составляет около 106% от текущего уровня.

- Техническая картина.** Акция пробила 200-дневную скользящую среднюю, совпадающую с 50- и 100-дневной. Стохастический индикатор RSI сигнализирует о развитии «бычьего» тренда.

Целевая цена по акции GGB на горизонте 12 месяцев — \$3,5, что предполагает апсайд около 16%. Рекомендация — «покупать». Стоп-лосс советуем установить на уровне \$2,61.

Маржинальность, в %	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Валовая маржа	23%	16%	14%	12%	13%	14%	16%	17%	18%
Маржа по EBITDA	24%	18%	15%	16%	18%	19%	20%	22%	23%
Маржа по чистой прибыли	12%	10%	5%	4%	7%	8%	9%	11%	12%

Анализ коэффициентов	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
ROE	6%	6%	9%	10%	11%	13%	14%
ROA	4%	4%	6%	6%	8%	10%	11%
ROCE	10%	8%	9%	10%	11%	13%	14%
Выручка/Активы	0,88x	0,80x	0,80x	0,79x	0,83x	0,86x	0,88x
Коефф. покрытия процентов	8,71x	7,3x	8,9x	10,3x	12,0x	13,6x	15,1x

Финансовые показатели, \$ млн	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Выручка	15 957	13 797	12 433	12 514	13 111	13 642	14 189	14 748	15 190
Основные расходы	12 327	11 529	10 726	11 043	11 374	11 681	11 950	12 189	12 432
Валовая прибыль	3 631	2 269	1 707	1 472	1 737	1 961	2 240	2 559	2 758
SG&A	424	444	420	386	404	421	438	455	469
EBITDA	3 762	2 435	1 867	2 043	2 337	2 592	2 902	3 200	3 461
Амортизация	555	610	580	913	958	1 004	1 050	1 096	1 118
EBIT	3 207	1 825	1 287	1 130	1 379	1 588	1 852	2 104	2 343
Процентные выплаты (доходы)	69	-13	13	34	28	28	28	28	28
EBT	2 848	1 706	777	781	1 131	1 354	1 648	2 077	2 316
Налоги	848	362	160	216	237	284	346	436	486
Чистая прибыль	1 989	1 336	611	560	887	1 064	1 296	1 635	1 823
Diluted EPS	\$1,03	\$0,71	\$0,40	\$0,27	\$0,44	\$0,51	\$0,63	\$0,79	\$0,89
DPS	\$0,53	\$0,25	\$0,15	\$0,11	\$0,17	\$0,17	\$0,18	\$0,19	\$0,19



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
GGB	Gerdau S.A. Pfd Sponsored ADR Repr 1 Pfd Sh	Сталелитейная промышленность	5 882	2025-08-13	3,0	3,5	2026-08-13	15,9%	2,61	Покупать
O	Realty Income Corporation	Инвестиционный фонд недвижимости	52 719	2025-07-29	57,7	63,5	2026-07-29	10,1%	52,8	Покупать
MRVL	Marvell Technology, Inc.	Полупроводники и оборудование	67 088	2025-07-15	77,8	90	2026-07-15	16%	65	Покупать
M	Macy's, Inc.	Розничная торговля	3 457	2025-07-01	12,7	14	2026-07-01	10%	10,5	Держать
TTAN	ServiceTitan, Inc. Class A	Программное обеспечение	7 683	2025-06-17	99,4	145	2026-06-17	46%	87	Покупать
FUTU	Futu Holdings Ltd. Sponsored ADR Class A	Финансовые услуги	15 656	2025-06-03	165,2	140	2026-06-03	—	85	Фиксация позиции (тейк профит - 09.07.2025)
JNJ	Johnson & Johnson	Фармацевтика	416 113	2025-05-20	172,8	180	2026-05-20	4%	130	Держать
V	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	572 014	2025-05-06	336,7	400	2026-05-06	19%	315	Покупать
TKO	TKO Group Holdings, Inc. Class A	Развлечения	15 279	2025-04-22	186,0	175	2026-04-22	—	140	Фиксация позиции (тейк профит - 18.06.2025)
VSCO	Victoria's Secret & Company	Одежда и предметы роскоши	1 773	2025-04-08	22,2	25	2026-04-08	13%	13,5	Покупать
GILT	Gilat Satellite Networks Ltd.	Коммуникационное оборудование	519	2025-03-25	9,1	8,3	2026-03-25	—	5,9	Фиксация позиции (стоп-лосс - 04.04.2025)
HOOD	Robinhood Markets, Inc. Class A	Рынки капитала	88 302	2025-03-11	114,1	53,5	2026-03-11	—	24	Фиксация позиции (тейк профит - 08.05.2025)
ATYR	aTyr Pharma, Inc.	Биотехнологии	512	2025-02-25	5,2	9,5	2026-02-25	82%	2	Покупать
ORCL	Oracle Corporation	Программное обеспечение	713 050	2025-02-11	253,9	210	2026-02-11	—	145	Фиксация позиции (стоп-лосс - 11.03.2025)
PAAS	Pan American Silver Corp.	Горная промышленность	11 595	2025-01-28	32,0	26	2026-01-28	—	18,3	Фиксация позиции (тейк профит - 13.03.2025)
SLB	Schlumberger Limited	Нефтегаз	49 439	2025-01-14	32,9	44,5	2026-01-14	—	35,3	Фиксация позиции (тейк профит - 17.01.2025)
LEA	Lear Corporation	Производство автозапчастей	5 321	2024-12-03	100,0	115	2025-12-03	—	89,9	Фиксация позиции (стоп-лосс - 03.02.2025)
FCX	Freeport-McMoRan, Inc.	Горная промышленность	60 518	2024-11-19	42,2	56	2025-11-19	—	35	Фиксация позиции (стоп-лосс - 03.02.2025)



Опционная идея
LONG CALL ON GLD

Покупка опциона call со страйком \$315 позволяет получить leverage на потенциальное достижение золотом новых исторических максимумов на фоне притока капитала в защитные активы и смягчения монетарной политики. Цена GLD вплотную подошла к верхней границе диапазона и готова побить абсолютный рекорд. Такое движение может спровоцировать эффект FOMO (страх упущенной выгоды) и вызвать ускоренный рост котировки, особенно с учетом того, что текущая подразумеваемая волатильность, оцениваемая примерно в 15%, остается на крайне низких и привлекательных уровнях.

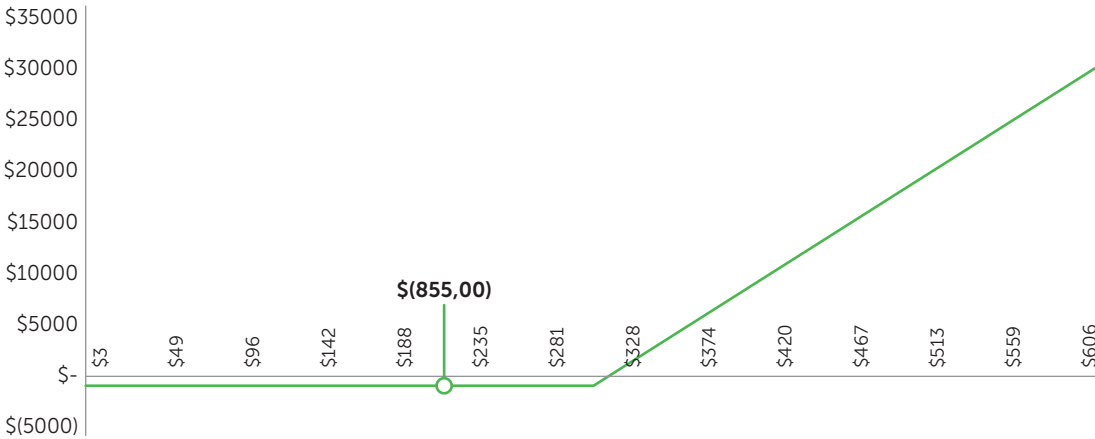
Управление позицией

Если в день экспирации, 17 октября, цена базового актива окажется выше \$310, но ниже \$318,55, инвестор получит убыток, который будет варьироваться. При стоимости базового актива меньше \$310 этот убыток составит максимальные \$855. Если котировка к указанной дате поднимется выше точки безубыточности \$318,55, потенциальная прибыль будет неограниченной, однако мы рекомендуем закрыть позицию при достижении опционом call отметки \$1800.

Параметры сделки

Покупка	Long Call on GLD
Страйки	Long Call 310
Покупка	+GLD^FAH310
Дата экспирации	17.10.2025
Маржинальное обеспечение	\$855
Цена выхода	\$1800
Максимальная прибыль	\$Inf
Максимальный убыток	\$(855)
Ожидаемая прибыль	111%
Точка безубыточности	\$318,55

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
GLD	Покупать	Call \$310	17.10.2025	8,550	\$855,00	0,532	0,020	0,524	-0,079	15,26%	14,99%	17,58%	20,08%	17,57%



IPO Hornbeck Offshore

Морской курьер

Заявку на IPO подал поставщик морских транспортных услуг для энергетической отрасли Hornbeck Offshore Services. Среди андеррайтеров размещения J.P. Morgan, Barclays, Goldman Sachs

Чем интересна компания?

- Визитная карточка.** Hornbeck была основана в 1997 году и уже имеет опыт публичного эмитента. На сегодня она управляет флотом из 75 морских судов снабжения и поддержки, оперирующих в основном в Мексиканском заливе, на Восточном и Западном побережье США, в Бразилии и Карибском бассейне. Одним из направлений развития деятельности эмитента станет участие в строительстве морских ветряных электростанций. Длительное снижение цен на нефть оказывает давление на сектор нефтесервисных услуг, ослабив спрос на услуги Hornbeck. Компания пыталась реорганизовать свой долг, не подавая заявление о банкротстве, но пандемия привела к дальнейшему падению цен на нефть в начале 2020 года. В том же году Hornbeck вышла из банкротства.
- Расширение флота.** Количество судов в основных регионах присутствия Hornbeck к 2028 году увеличится примерно на 23%. Установки, предоставляющие услуги разведки и бурения крупным компаниям на контрактной основе, являются ключевым опережающим индикатором спроса на обеспечение безопасности. Для бурения скважин на дне моря требуется нескольких морских судов снабжения (OSV), которые обслуживают оборудование и перевозят расходные материалы.
- Финансовые показатели.** В 2022 году выручка Hornbeck увеличилась на 76%, в 2023-м — на 27%, в первом полугодии 2024-го — на 10%. Операционная маржа в 2021–2023 годах оставалась в диапазоне 19–24%. В этих же пределах она находилась в первом полугодии 2025-го.



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker

Обзор перед IPO



Эмитент	Hornbeck Offshore Services
Тикер	HOS
Биржа	NYSE
Андеррайтеры	J.P. Morgan, Barclays, Goldman Sachs, DNB Markets, Piper Sandler, Guggenheim Securities, Raymond James



Рынок Казахстана

Все выше и выше

KASE продолжает обновлять исторические максимумы, причем делает это быстрыми темпами



Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker

Динамика акций и ГДР

Акция	Значение		Изменение
	29.07.25	12.08.25	
Индекс KASE	6 466,36	6 725,66	4,0%
Банк Центр-Кредит (KASE)	3 713,84	4 260,00	14,7%
Kaspi (ADS)	85,96	96,81	12,6%
Kaspi (KASE)	48 480,00	51 700,00	6,6%
Казахтелеком (KASE)	39 360,01	41 498,00	5,4%
Халык Банк (GDR)	24,70	25,95	5,1%
Air Astana (GDR)	5,60	5,82	3,9%
Air Astana (KASE)	750,97	772,77	2,9%
Халык Банк (KASE)	343,80	351,00	2,1%
Казмунайгаз (KASE)	19 820,02	20 225,14	2,0%
Казатомпром (GDR)	43,50	43,85	0,8%
Казатомпром (KASE)	23 548,99	23 689,00	0,6%
Казтрансойл (KASE)	805,92	809,00	0,4%
KEGOC (KASE)	1 454,27	1 445,00	-0,6%
Kcell (KASE)	3 430,00	3 394,70	-1,0%

Кажется, совсем недавно KASE впервые в истории перешагнул уровень 6000 пунктов, и вот уже торгуется выше 6700. Мы полагаем, что активную поддержку рынку сейчас оказывает увеличение денежной массы, которое, вероятно, происходит на фоне освоения бюджетом средств, полученных от продажи долларов из Нацфонда. Эффект тот же, что и при использовании количественного смягчения ФРС США: рынки насыщаются ликвидностью, фондовый рынок растет, а вместе с ним ускоряется инфляция. Все это мы также наблюдаем сейчас.

За предыдущие две недели индекс вырос на 4%, а с начала года — на 20,6%. На торгах 8 и 11 августа его котировки прибавили более 2%, в последний раз подобная динамика фиксировалась лишь 13–14 октября 2021 года.

Список лидеров роста возглавил Банк Центркредит. Его акции реализовали отмеченные нами ранее признаки отскока. Позитивным драйвером стала новость о том, что банк досрочно и полностью погасил долг перед государством в размере 60 млрд тенге, полученных в рамках помощи в 2017 году. После выплаты этой суммы у эмитента теоретически появляется возможность для распределения дивидендов.

Вторую строчку в этом перечне занял Kaspi.kz, которого мы рассматривали как наиболее вероятного кандидата, способного на краткосрочное ралли. Интересно, что котировки активно падали перед публикацией отчета, особенно на бирже NASDAQ, однако затем начали расти, пробив важные уровни сопротивления и достигнув максимумов с марта текущего года.

На 5,4% выросли акции Казахтелекома, однако на техническом графике фиксируется лишь небольшой намек на возможность выхода вверх из текущего бокового тренда.

Бумаги Народного банка поднялись в цене на 5,1% на LSE и на 2,1% на KASE, обновив исторические максимумы и пробив важные уровни локального сопротивления. Дальнейшую динамику определяют ожидания публикации полугодового отчета, запланированной на 19 августа.

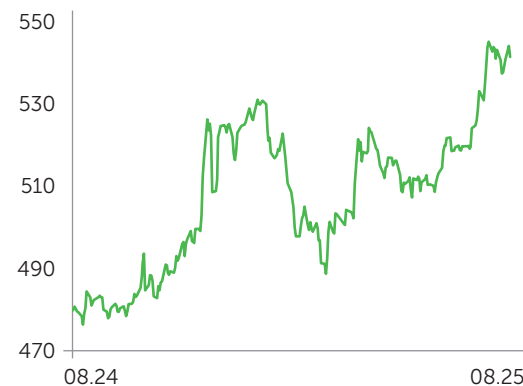
Пара USD/KZT перешла к консолидации. Доллар так и не смог пробить сопротивление в районе 544 тенге и торговался в канале с нижней границей 536. Национальный банк заявил, что в августе продаст \$400–500 млн из Нацфонда после \$700 млн в июле. Вероятно, регулятор сокращает объемы из-за августовского налогового периода.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год

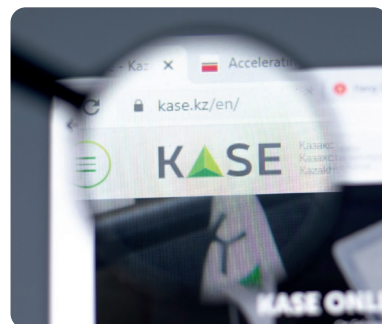


Важные новости

- **ВВП Казахстана с января по июль вырос на 6,3%.** Показанный темп соответствует нашим прогнозам. Объем производства товаров за этот период увеличился на 8,3%, объем предоставленных услуг вырос на 5,2%. Большой вклад в общий результат внесла логистика (+22,5%) на фоне высоких объемов грузоперевозок. В строительстве рост составил 18,5%, в торговле — 8,6%, в промышленности — 6,9%. Обрабатывающая отрасль увеличилась на 6,1% (машиностроение: +14%, пищевая: +9,2%, нефтепереработка: +8,6%, химическая: +6%, металлургия: +1,3%).
- **Air Astana опубликовала отчет за второй квартал.** Учитывая заметное ускорение роста квартальной выручки на фоне расширения авиапарка и развития новых направлений, мы оцениваем результаты компании умеренно позитивно. Операционная маржа осталась на уровне прошлого года. Однако без учета доходов от продажи комплектующих с обратной арендой маржинальность перевозчика повысилась. На этом фоне компания значительно увеличила генерацию денежных средств, уровень которых продолжил расти, в том числе за счет ослабления тенге.
- **Kaspi.kz отчитался за второй квартал 2025 года.** Финтех продемонстрировал нейтральные результаты. Доходы от основных сегментов оказались выше прогноза руководства, но рост чистой прибыли был незначительным. Отметим увеличение чистого убытка недавно приобретенного турецкого маркетплейса Nersiburada. Гайденс руководства оставлен без изменений, несмотря на ускорение роста в отчетном периоде. Компания в следующем году планирует возобновить выплату дивидендов и/или обратный выкуп акций.

Ожидания и стратегия

KASE продолжает развивать восходящий тренд, поэтому большинство наших рекомендаций «покупать», в частности в отношении Kaspi и Народного банка, по-прежнему актуальны. В этот список добавляем акции БЦК, интересные для локальных длинных позиций. На данный момент HSBK выглядит немного привлекательнее, так как его рост набирает обороты, а Kaspi уже проходит пик. Мы отдаем меньшее предпочтение бумагам КМГ ввиду исчерпания позитивных драйверов, связанных со снижением тенге против доллара. Выжидательную позицию предлагаем занять по Air Astana и Казатомпрому.



Рынок Узбекистана

«Медведи» взяли верх

После попытки удержаться на прошлогоднем максимуме TSMI скорректировался вниз

Tashkent Stock Market Index (TSMI) за последние две недели опустился на 1,23%, до 650,35 пункта. При этом бенчмарку на какое-то время удалось вернуться на максимум с октября 2024 года на отметке 700,99 пункта. Объем сделок с компонентами бенчмарка увеличился в 13 раз и составил 14,56 млрд сумов, главным образом благодаря одной крупной операции с акциями **Хамкорбанка (НМКВ)**.

Этот эмитент вышел в лидеры роста: его ценные бумаги подорожали на 11,07%, до 30 сумов. Набсовет банка рекомендовал утвердить дивиденд за 2024 год в размере 1,25 сума на обыкновенную и привилегированную акцию. Внеочередное собрание акционеров, которому предстоит решить вопрос о распределении прибыли, назначено на 29 августа.

Акции **Товарно-сырьевой биржи (URTS)** за рассматриваемый период подорожали на 3,91%, до 4,25 тыс. сумов. На протяжении двух дней котировки удерживались на уровне 4,3 тыс., однако, как и месяц назад, закрепиться выше этой отметки не удалось.

Аутсайдером рынка остается **Универсалбанк (UNVB)**, акции которого подешевели на 28,27% — до минимума с мая 2023-го на отметке 6,591 тыс. сумов.

Котировки **Узтелекома (UZTL)** опустились на 5,09%, до 5,313 тыс. сумов, за последние две недели показав повышенную волатильность с колебаниями в диапазоне 5,3–5,74 тыс. сумов.

Статистика по бумагам в покрытии

Акция	Значение		Изменение
	29.07.25	12.08.25	
TSMI Index	658,42	650,35	-1,23%
URTS	4 090,00	4 250,00	3,91%
UZTL	5 598,00	5 313,01	-5,09%
НМКВ	27,01	30,00	11,07%
UZMK	3 980,00	3 979,00	-0,03%
QZSM	1 014,00	999,99	-1,38%
CBSK	2,18	2,20	0,92%
UNVB	9 189,00	6 591,00	-28,27%

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

- **Азиатский банк развития (АБР) впервые выпустил облигации, номинированные в узбекских сумах**, объемом 312 млрд сумов (около \$24,7 млн) с купонной ставкой 14,5% и сроком погашения три года. Выпуск облигаций был организован Merrill Lynch International и размещен по номинальной стоимости. Средства от этой эмиссии направлены на поддержку предприятий, принадлежащих женщинам, что способствует развитию малого и среднего бизнеса и улучшению экономического положения в регионах.
- **Стоимость золотых резервов Узбекистана достигла исторического максимума на уровне \$38,68 млрд** за счет повышения цен на драгметалл при стабильном показателе в натуральном выражении. Общий объем международных резервов за июль вырос на 0,4% м/м, до \$48,74 млрд. В валюте было номинировано \$9,5 млрд этого объема. Стоимость купленных Центробанком ценных бумаг выросла до \$1,01 млрд.
- **По данным ЦБ, число сделок с недвижимостью за первое полугодие выросло на 12,1%, до 148,4 тыс.** Во втором квартале объем выданных ипотечных кредитов увеличился на 36% г/г. Объем строительства с января по июнь вырос на 10,7%, объем инвестиций в отрасль повысился на 7,9%, что почти вдвое больше, чем по-



Рынок Германии

Туда и обратно

За последние две недели DAX скорректировался вниз более чем на 3%, а затем компенсировал эти потери

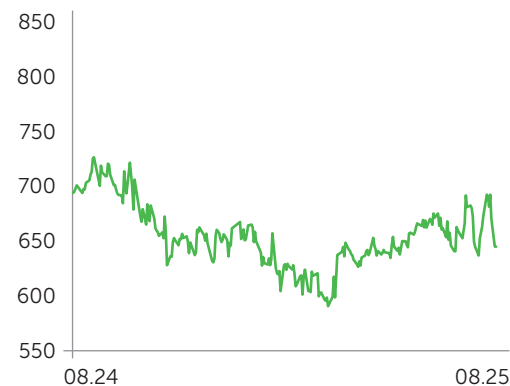
С 28 июля по 1 августа ключевой индекс немецкого рынка DAX опустился на 3,3%. Это оказалось самой глубокой коррекцией со времени начала тарифных войн Трампа в марте текущего года. Наиболее выраженное падение бенчмарк показал в первый день августа на фоне введения США пошлин на импорт примерно для 70 стран. В частности, для Канады была принята ставка 35%, для Бразилии — 50%, для Индии — 25%, для Швейцарии — 39%. Для государств Евросоюза была установлена пошлина 15%, которая вступила в силу 7 августа. В результате переговоров между президентом Дональдом Трампом и главой Еврокомиссии Урсулой фон дер Ляйен тариф был снижен вдвое. Тем не менее эти шаги Белого дома инвесторы расценили как усиление протекционизма, создающего риски для глобальной экономики. Руководство Adidas, Mercedes-Benz и Porsche в отчетах за второй квартал дало оценки негативного влияния на бизнес внешнеторговой политики США. Adidas анонсировал повышение цен, так как из-за американских пошлин во втором полугодии ему придется увеличить расходы на 200 млн евро. Porsche в июле подняла цены на свои автомобили, поставляемые в Штаты на 2,3–3,6%, а общее негативное влияние ввозных тарифов за январь – июнь оценила в \$462 млн. В Mercedes из-за тарифной политики Белого дома прогнозируют сокращение операционной прибыли на \$420 млн в этом году. Котировки Novo Nordisk 29 июля обрушились на 23% после ухудшения собственного гайденса на 2025 год из-за усиления конкуренции в сегменте препаратов против диабета и ожирения. Менеджмент Daimler Truck пересмотрел прогноз операционной прибыли на текущий год до 3,6–4,1 млрд евро, что существенно ниже 4,7 млрд евро, полученных по итогам 2024-го. На этом фоне котировки одного из ведущих производителей грузовых авто 31 июля упали на 8,7%.

С 4 по 8 августа DAX компенсировал потери предыдущей пятидневки, поднявшись на 3,2%. Информационный фон был разнообразным и насыщенным. В фокусе внимания, в частности, были спекуляции на тему сроков перехода ФРС к смягчению монетарных условий из-за охлаждения рынка труда. На фоне этого чуть подросли акции чувствительные к ставке. Ожидания перемирия между Украиной и Россией активизировались после сообщений о планах президентов США и РФ провести очную встречу. Эти новости привели к коррекции акций оборонного сектора Европы, в том числе и немецкой Rheinmetall. По итогам сессии 7 августа ее котировки опустились на 8%, поскольку квартальные результаты эмитента недотянули до средних ожиданий. В то же время акции полупро-

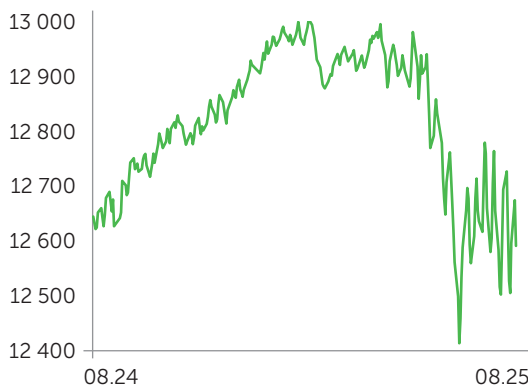


Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker

Tashkent Stock Market Index, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



лугодием ранее. Застройщики предлагают гибкие условия оплаты. Цены на первичном рынке жилья в национальной валюте за год поднялись на 2,6%, на вторичном — на 2,5%.

Новости компаний

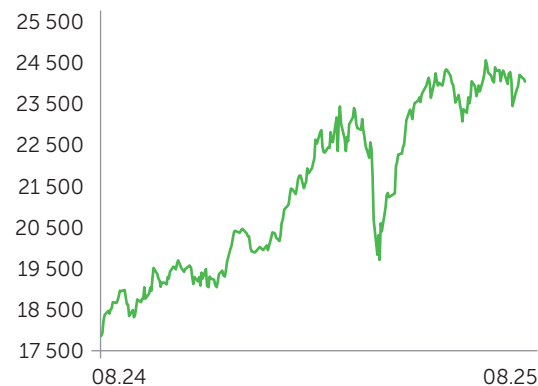
- Выручка **Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи** за второй квартал выросла на 13,7% — до 237,6 млрд сумов, валовая прибыль повысилась на 11,9%, до 22 млрд, при увеличении себестоимости на 28,8%. Операционные расходы поднялись на 9,8%. Прибыль от основной деятельности увеличилась на 13,1%, до 135 млрд сумов. Доходы от финансовой деятельности выросли на 33,8%, расходы увеличились на 20,3% из-за убытков от курсовых разниц (+36,1%). Валютные колебания не оказали значительного влияния на финансовые расходы. Чистая прибыль выросла на 20,9%, достигнув 186,8 млрд сумов.
- Узтелеком** отчитался за апрель–июнь ростом выручки на 19,03% г/г, до 5,12 трлн сумов, при повышении валовой прибыли на 44,34%, до 1,83 трлн сумов. Прибыль от основной деятельности выросла более чем вдвое, достигнув 848,4 млрд сумов. Доходы от финансовой деятельности снизились на 40,4%, а курсовые убытки выросли на 130,5%, до 801,2 млрд сумов. Общие финансовые расходы увеличились почти на 80%, что привело к снижению чистой прибыли до 10,01 млрд сумов (-95,08% г/г).
- В первом полугодии кредитный портфель **Хамкорбанка** вырос на 15,21% г/г. Доля проблемных кредитов (NPL) на 1 июля составляла 1,5%. Процентные доходы увеличились на 23,6%, до 2,46 трлн сумов. Процентные расходы выросли на 22,91%, до 1,33 трлн сумов. Чистые процентные доходы после списания резервов повысились на 32,6%, до 678,89 млрд, а беспроцентные сократились на 39,7%, до 2,1 трлн. Операционные расходы выросли на 29,92%, до 832,15 млрд сумов. Чистая прибыль составила поднялась на 20,8% г/г, достигнув 806,79 млрд, что эквивалентно 57% результата за весь 2024 год.
- Кредитный портфель **Ипотека-банка** за второй квартал сократился на 2,73% г/г, до 33,41 трлн сумов, доля проблемных займов достигла максимальных для крупнейших кредитных организаций страны 9,5%. Процентные доходы выросли на 7,21%, до 5,46 трлн сумов. Процентные расходы увеличились на 41,29%, до 3,71 трлн. Чистые процентные доходы после отчисления в резервы составили -1,19 трлн сумов. Непроцентные доходы выросли на 38,53%, до 2,14 трлн сумов, непроцентные расходы сократились вдвое. Банк завершил отчетный период с убытком 392,5 млрд сумов.
- Общий объем выданных **Траст Банком** кредитов с апреля по июнь увеличился на 15,7% г/г, до 6,26 трлн сумов, уровень проблемных займов составил 3,6%. Процентные доходы выросли на 13,3%, до 1,02 трлн сумов, процентные расходы увеличились на 12,6%, до 433,9 млрд сумов. Чистые процентные доходы после отчисления в резервы повысились на 10,1%, до 490 млрд сумов. Непроцентные доходы достигли 459 млрд (+16,1%). Чистая прибыль составила 402 млрд сумов, увеличившись на 0,5% в годовом выражении.

Лидеры роста в индексе DAX

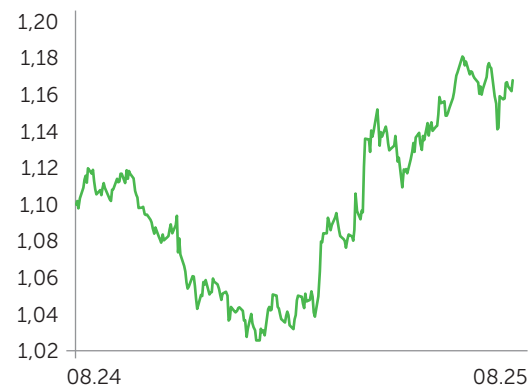
Акция	Значение		Изменение
	25.07.25	08.08.25	
DAX Index	24 217,50	24 162,86	-0,2%
CBK GR Equity	30,13	34,53	14,6%
DBK GR Equity	28,47	31,12	9,3%
MTX GR Equity	361,00	384,90	6,6%
ALV GR Equity	342,60	364,80	6,5%
HEI GR Equity	198,70	211,40	6,4%
FRE GR Equity	42,02	43,67	3,9%
VNA GR Equity	27,50	28,41	3,3%
IFX GR Equity	34,51	35,32	2,3%
SAP GR Equity	245,15	250,65	2,2%
SIE GR Equity	227,85	232,75	2,2%
HEN3 GR Equity	68,64	69,64	1,5%
DB1 GR Equity	255,00	258,30	1,3%
P911 GR Equity	45,69	46,16	1,0%



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



водниковой компании Infineon выросли на 4,6%, так как она представила уверенный отчет за второй квартал и немного улучшила гайденс по прибыли на год благодаря признакам восстановления в своем секторе. Менеджмент Siemens Energy прогнозирует рост основных показателей в 2025 году к верхней границе ранее обозначенного диапазона. Акции страховой группы Allianz поднялись на 4%, так как она отчиталась прибылью выше консенсуса. Котировки Bechtle на фоне квартального релиза взлетели на 11%. Среди аутсайдеров оказалась Bayer, прибыль которой превзошла ожидания, но не благодаря профильному бизнесу, а за счет продажи ее футбольным клубом игрока за 136 млн евро. Страховая компания Munich Re пересмотрела вниз прогнозы выручки от основной деятельности на текущий год. На это ее ценные бумаги отреагировали падением на 7%. Телекомы Freenet и Deutsche Telekom после публикации отчетности потеряли около 5% каждый.

Ключевые макропубликации ближайших недель. 21 августа появятся предварительные данные индекса деловой активности (PMI). Консенсус в отношении производственного показателя предполагает повышение с 49,1 до 49,8 пункта, а в отношении сервисного — снижение на 0,3 пункта. 22 августа выйдет финальная оценка динамики ВВП Германии за второй квартал. Предполагается, что в сопоставлении год к году результат будет пересмотрен вверх с предварительного +0,4%, а в поквартальном сравнении — немного ухудшится. 25 августа Ifo опубликует данные индекса бизнес-климата за август (консенсус: 87 пунктов, июль: 88,6 пункта).

Важные новости

- **Инфляция в Германии продолжает замедляться.** В июне показатель составил 1,8% годовых после июньских 2% при консенсусе 1,9%. Базовый индекс потребительских цен (без учета стоимости продуктов питания и энергоносителей), как и в июне, вырос на 2,7%.
- **Промпроизводство в июне сократилось до минимумов 2020 года,** уменьшившись на 1,9% м/м при консенсусе снижения на 0,5%. Объем заказов в промышленности упал на 1% под влиянием тарифной политики США. Экспорт из Германии подрос на 0,8% м/м (главным образом за счет поставок в другие страны ЕС) при средних прогнозах 0,5%.
- **Проведенный Торгово-промышленной палатой Германии опрос показал,** что 60% немецких компаний прогнозируют негативное влияние таможенных пошлин США на результаты своей деятельности.

Ожидания и стратегия

DAX остается вблизи исторических максимумов. На его графике, вероятно, формируется фигура «сужающийся треугольник», из которого возможен выход вверх после пробоя 24 500 пунктов. Не исключаем коррекцию до 23 800 пунктов в рамках этого сценария. Для продолжения восходящего тренда индексу важно не уйти ниже 23 500 пунктов.

Инвестиционная идея

BASF SE. Курс на восстановление

После непростого для компании начала года во втором квартале ей удалось улучшить показатели продаж и прибыльности

Причины для покупки

- **Результаты за второй квартал.** Продажи в сельскохозяйственном дивизионе BASF за второй квартал 2025-го выросли 21% к аналогичному результату того же периода прошлого года. EBITDA до вычета особых статей составила около 1,8 млрд евро. Отмечается повышение прибыли в сегментах «технологии обработки поверхностей», а также «питание и уход». Рентабельность подразделения базовых химикатов оставалась под давлением из-за избытка предложения соответствующей продукции. Продажи группы BASF за отчетный период сократились на 342 млн евро, до 15,8 млрд, из-за неблагоприятных курсовых разниц и снижения цен на некоторые виды ее продукции. В связи с сохраняющейся макроэкономической неопределенностью, а также с новым курсом внешнеторговой политики США менеджмент BASF скорректировал гайденс на 2025 год. Однако благодаря действующей бизнес-стратегии корпорации на внешних рынках влияние импортных тарифов на ее результаты будет ограниченным.

- **Рекомендации ведущих инвестдомов.** На текущий момент акции BAS покрывает 26 инвестбанков, из которых 14, в том числе Bernstein (таргет: 51 евро), Morgan Stanley (таргет: 54 евро) и Goldman Sachs (таргет: 53 евро), дают рекомендацию «покупать», семь советуют «держаться», пять — «продавать». Средний таргет по бумаге составляет 49,98 евро.

- **Техническая картина.** В июне акции BAS отскочили от уровня поддержки 41,5 евро, от которого продолжили двигаться вверх. На сегодняшний день они тестируют сопротивление 46 евро. В случае его пробоя возможен рост до 50 евро.

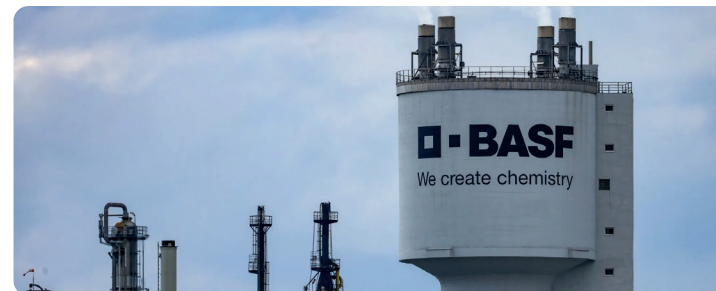
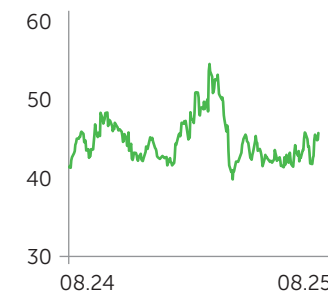
Среднесрочная идея

BASF

We create chemistry

Тикер на Xetra **BAS GR**Текущая цена **€45,69**Целевая цена акций **€51**Потенциал роста **11,6%**

Динамика акций BAS GR





Рынок Армении

Рост на внутренних резервах

С конца июля по первую декаду августа котировки локальных акций двигались вверх на позитивных новостях

С 28 июля по 11 августа акции **Telecom Armenia (AMTL)** выросли на 1,5% за счет благоприятных новостей по сектору: общая выручка после увеличения на 1,5% в мае повысилась на 3,2% г/г и 2,8% м/м в июне. Котировки **АСВА Bank** на фоне публикации квартального отчета прибавили 0,6%, а за год их доходность превысила 10,1%.

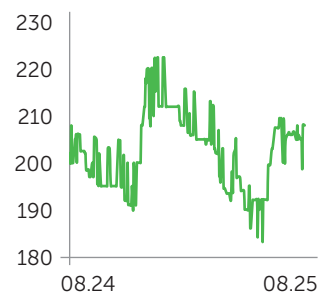
Ценовой индекс трехлетних корпоративных облигаций, номинированных в драмах, в июне вырос на 0,4%, что привело к некоторому снижению доходностей. Это было обусловлено частичным восстановлением сентимента на рынке после объявления о национализации Электросетей Армении и устойчиво низкой инфляцией, которая делает реальные доходности по долговым инструментам более привлекательными.

Курс армянского драма к доллару США оставался относительно стабильным, с небольшим укреплением на 0,3% за указанный период (+3,5% с начала года). Курс драма в основном поддерживается оживлением экспорта в месячном выражении, что привело к значительному сокращению дефицита торгового баланса.

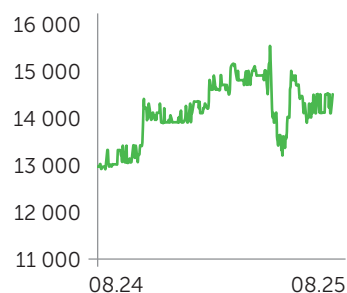
Новости экономики

- **Инфляция в Армении за июль составила 3,4% годовых при консенсусе 3,5% г/г.** В месячном выражении была зафиксирована дефляция на уровне 0,8%. Несмотря на текущую стабилизацию цен, внешние проинфляционные риски, которые в будущем могут способствовать ускорению инфляции, сохраняются.
- **Ставка рефинансирования по итогам заседания Нацбанка 5 августа осталась на уровне 6,75%.** Это решение было ожидаемым и объясняется тем, что инфляция находится в целевом диапазоне регулятора при наличии внешних рисков ускорения, экономическая активность заметно растет, а курс драма остается стабильным. Сочетание этих факторов уменьшает вероятность резких изменений монетарной политики в краткосрочной перспективе.
- **Рынок недвижимости демонстрирует устойчивость.** Объем строительства в июне увеличился на 22,6% г/г, а за первое полугодие — на 18,5% г/г. Активность на рынке подтверждается ростом количества сделок купли-продажи на 4,3% м/м за первый летний месяц. Повышенная активность и сохраняющийся высокий спрос (в том числе инвестиционный) на рынке недвижимости продолжают негативно сказываться на финансовом рынке страны.

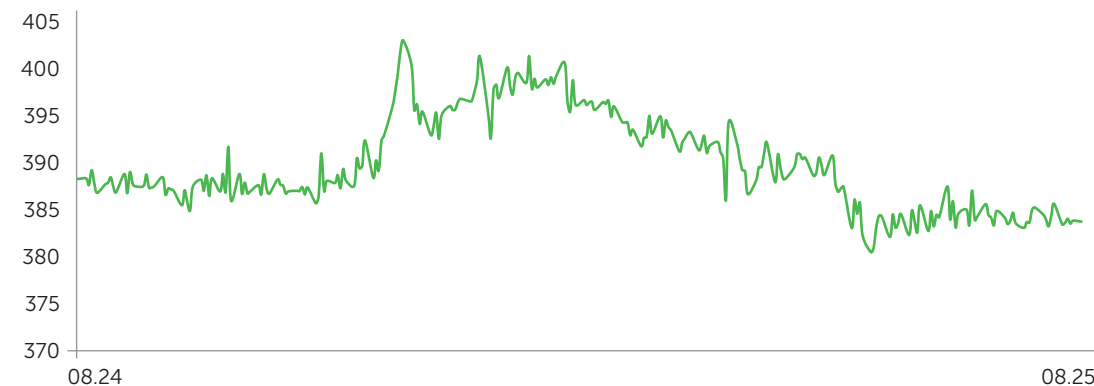
Динамика акций Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год



Динамика USD/AMD, 1 год



- **Правительство Армении утвердило стратегию развития экспорта на 2025–2030 годы** с бюджетом примерно 100 млрд драмов (около \$26 млн). По заявлению министра экономики, реализация программы нацелена на увеличение объема экспорта до \$16,9 млрд. По нашей оценке, это предполагает рост на 29% по сравнению с уровнем 2024 года, заявленная сумма совпадает с размером отрицательного сальдо торгового баланса за этот период. Достижение обозначенной кабмином цели должно оказать некоторую поддержку курсу драма в долгосрочной перспективе.

Новости компаний

- **Правительство Армении намерено продать 20% Viva Armenia за \$50 млн.** Ранее Fedilco Group Limited передала государству аналогичную долю в МТС Армения. Решением правительства было одобрено подписание опционного договора с Viva Armenia, который дает компании право на обратный выкуп указанного объема акций в будущем.
- **АСВА Bank по итогам второго квартала занял третье место в секторе по уровню чистой прибыли.** Ее EPS за отчетный период увеличилась на 10,6% кв/кв, до 5,749 драма (около \$15). За полугодие ROA выросла с 3,4% до 3,7%, а ROE — с 18,9% до 20,4%.

Ожидания на предстоящие две недели

Июльские розничные продажи, по прогнозам, должны продемонстрировать рост на 3% г/г после 2,8% в июне. Сезонный приток туристов способен поддержать внутренний спрос.

Индекс цен производителей (PPI), как ожидается, повысится на 3% г/г после 2,5% месяцем ранее, что может отражать усиление ценового давления со стороны импорта.

Консенсус в отношении **экономической активности в июле** предполагает ее замедление с 8,6% до 7% г/г, что продолжит свидетельствовать о сохранении устойчивого роста экономики.

20 августа выйдет **статистика ВВП Армении за второй квартал** (консенсус: +4% г/г, январь – март: +5,2%). Оценка разбивки по секторам обеспечит более полное понимание текущего состояния экономики и, вероятно, даст повод для пересмотра рыночных ожиданий.

Данные торгового баланса за июль, по прогнозам, отразят расширение дефицита с \$272 млн до \$290 млн. Эти ожидания с высокой вероятностью уже учтены в курсе драма, поэтому мы не ожидаем существенной реакции валютного рынка на этот релиз.



Рынок ОАЭ

Вместе с трендом

К началу второй декады августа фондовые площадки Эмиратов пришли в небольшом минусе

С 29 июля по 11 августа индекс Dubai Financial Market (DFM) скорректировался на 0,2%, а Abu Dhabi Securities Exchange (ADI) опустился на 0,6%. Цена на нефть марки Brent за этот период упала на 5,9%, что оказало давление на настроения локальных инвесторов. Для сравнения: S&P 500 за это время скорректировался на 0,3%.

Финансовый сектор после июльского ралли снизился в среднем на 0,8%. First Abu Dhabi Bank (FAB) и Abu Dhabi Commercial Bank (ADCB).

Отрицательную динамику на фоне публикации квартальной отчетности, оказавшейся слабее ожиданий, продемонстрировали бумаги девелопера Emaar Properties (EMAAR).

Доходность десятилетних казначейских облигаций ОАЭ снизилась на 10 б.п., до 5,54%. Доходность трежерис с тем же сроком обращения опустилась на 4 б.п., до 4,28%. Таким образом, спред сузился на 6 б.п., но существенного отклонения от средних значений не произошло. Динамика доходностей была обусловлена ожиданием снижения ставки ФРС и последующими попытками инвесторов зафиксировать их на текущих отметках.

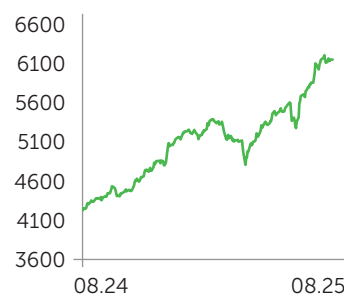
Новости экономики

- **Индекс деловой активности (PMI) в нефтечном секторе ОАЭ за июль опустился с 53,5 пункта до минимальных за четыре года 52,9.** Это объясняется нестабильной ситуацией в регионе, из-за которой замедлился рост новых заказов и снизилась туристическая активность. Однако индекс держится выше границы 50, сигнализируя о продолжении роста. Более того, PMI Дубая в июле поднялся с июньских 51,8 пункта до 53,5, на фоне активного увеличения объемов продаж, что свидетельствует об устойчивости спроса в эмирате.
- **Объем сделок в секторе недвижимости** Дубая за июль вырос на 20,5% м/м, до 51,3 млрд дирхамов, их количество составило 18,816 тыс. На сделки на стадии строительства (off-plan) пришлось 65% совокупных продаж.

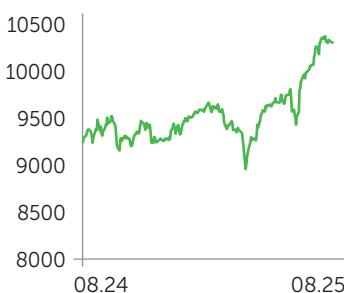
Новости компаний

- **Emaar Properties (EMAAR)** представила рекордные результаты за второй квартал, однако до ожиданий рынка они недотянули. Чистая прибыль девелопера выросла на 39%, до 3,4 млрд дирхамов, что оказалось на 8% ниже консенсуса. Выручка увеличилась на 27% г/г, до 9,7 млрд дирхамов. Объем предоплат повысился на 56%, до 129 млрд дирхамов,

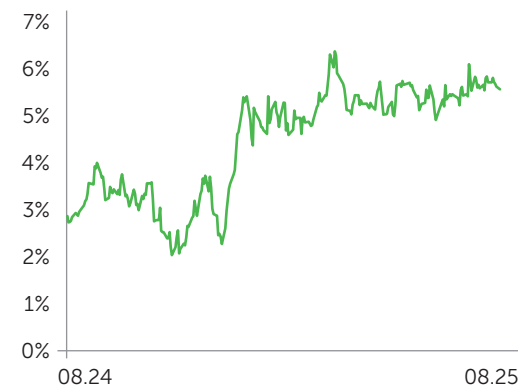
Динамика
DFM General Index, 1 год



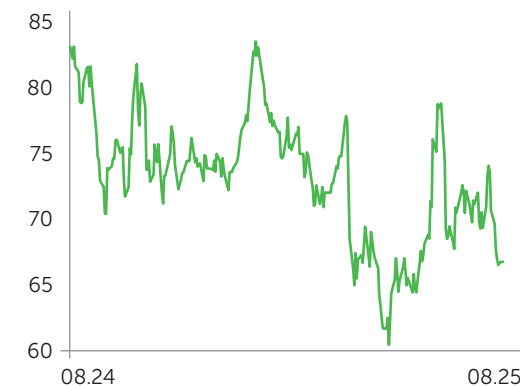
Динамика
UAE ESG Index, 1 год



Доходность, форвардная ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



Нефть марки Brent, 1 год



что сигнализирует о высоком спросе. После релиза акции компании в течение нескольких дней опустились примерно на 5%.

- **ADNOC Gas (ADNOCGAS)** отчиталась за второй квартал чистой прибылью в объеме \$1,385 млрд (+16% г/г). Эту динамику обеспечил сильный спрос. 1 августа стало известно о подписании десятилетнего контракта с индийской Hindustan Petroleum Corporation на поставку 0,5 млн тонн СПГ в год.

Ожидания на предстоящие две недели

В ближайшие две недели ожидаем **нейтральную динамику на рынке ОАЭ**. Продолжение снижения цен на нефть создаст неблагоприятный фон для акций энергетических компаний и государственных финансов. Ослабление бизнес-активности в нефтечном секторе также является фактором, требующим внимания.

Впрочем, эти **макроэкономические риски уравниваются исключительно сильными фундаментальными показателями** на уровне отдельных компаний, а также ожиданием возвращения ФРС к снижению ставок в ближайшее время. Рекордные прибыли и продажи от лидеров рынка, таких как Emaar (возможен разворот на фоне выхода обновленных оценок аналитиков) и ADNOC Gas, а также устойчивые результаты банковского сектора, должны оказать поддержку рынку. Стратегические инвестиции в инфраструктуру, как в случае с DP World, подтверждают долгосрочную уверенность в экономическом росте Дубая как ключевого торгового узла. Балансирование между глобальными экономическими факторами и сильными отчетами локальных компаний обусловит боковую динамику вблизи текущих уровней.



Новости Freedom Holding Corp.

Freedom Broker подвел итоги за второй квартал

Общее количество действующих клиентских счетов Freedom Broker на 1 июля 2025 года составило 285 тыс. В январе – июне осуществлено 17,3 млн сделок с ценными бумагами и открыто 52,7 тыс. новых брокерских счетов, что на 32% больше, чем в предыдущем полугодии.

Топ-5 популярных акций среди клиентов Freedom Broker (январь – июнь 2025)

По количеству сделок

Казахстанский рынок

- АО «Народный Банк Казахстана» (HSBK)
- АО «Банк Центркредит» (CCBN)
- АО «НАК «Казатомпром» (KZAP)
- АО «ForteBank» (ASBN)
- АО «Эйр Астана» (AIRA)

Американский рынок

- NVIDIA (NVDA)
- Tesla (TSLA)
- Palantir Technologies (PLTR)
- Marathon Digital Holdings (MARA)
- Advanced Micro Devices, Inc. (AMD)

По объему сделок

Казахстанский рынок

- АО «Народный Банк Казахстана» (HSBK)
- АО «НК «Казмунайгаз» (KMGZ)
- АО «НАК «Казатомпром» (KZAP)
- АО «Казактелеком» (KZTK)
- АО «Кселл» (KCEL)

Американский рынок

- Petróleo Brasileiro (PBR)
- Newmont Corporation (NEM)
- Alibaba Group Holding (BABA)
- NVIDIA (NVDA)
- ASML Holding (ASML)

Во втором квартале Freedom Broker продолжил усиливать технологическое партнерство с ITS (Investment Trade Solution), направленное на повышение качества клиентского сервиса. Стоит отметить, что ITS стала лидирующей площадкой по объему торгов в первом полугодии 2025 года.

В рамках последовательного расширения возможностей для розничных инвесторов в отчетном квартале компания запустила тариф «Академик» для клиентов, желающих освоить платформу Freedom Broker и углубить знания об инвестициях. Новый тариф, действующий 90 дней с момента подключения, предполагает обучение и льготные условия по сделкам.

АО «Фридом Финанс» возглавило рейтинги организаторов эмиссии облигаций Казахстана Cbonds по итогам января – марта 2025 года во всех категориях: все выпуски, рыночные выпуски, размещения на KASE и размещения на AIX.

Freedom Broker продолжает сохранять лидерство в рейтинге активности членов KASE. По итогам первого полугодия 2025 года Freedom Finance Global заняла первое место в двух секторах рынка: долговых и государственных ценных бумаг, а АО «Фридом Финанс» — в секторе репо.

Активы Freedom Finance Global по итогам отчетного периода составили \$225,6 млн, незначительное уменьшение показателя обусловлено снижением справедливой стоимости торгового портфеля компании на 3,9%. Обязательства за отчетный период снизились на 33,3%, составив \$65 млн в связи с выплатой дивидендов. Собственный капитал увеличился на 24,5% г/г, до \$160,7 млн, в результате роста нераспределенной прибыли прошлых лет.

Чистая прибыль холдинга снизилась на 32% г/г и составила \$35,8 млн, ввиду сокращения процентного дохода на 19,7% и снижения поступлений от операций с иностранной валютой в связи с ростом курса доллара на 49%. При этом комиссионные доходы увеличились на 88% г/г.



Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

Республика Казахстан, г. Астана, район Есиль,
улица Достык, здание 16, вып. 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

