

ATLAS

Atlas Capital Management

Годовой отчет
за 2024 год



ОБРАЩЕНИЕ СЕО К ИНВЕСТОРАМ

Уважаемые инвесторы,

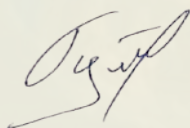
Начало 2024 года стало вызовом и одновременно возможностью. Перед командой стояла амбициозная цель — продолжить укреплять позиции ATLAS Capital как надежного партнера для инвесторов и успешно приумножать ваш капитал. Результаты говорят сами за себя: за прошедший год доходность фонда составила 17,37%, и это подтверждает, что доверие, которое вы оказали команде, было оправдано.

Работа стартовала в конце февраля с последовательного размещения активов фонда. Этот процесс совпал с восстановлением рынков после осенней коррекции 2023 года, что создало благоприятные условия для реализации стратегии. В первом квартале основными драйверами роста стали компании, работающие в сфере искусственного интеллекта. Эта отрасль, подобно молодой реке, набирает силу, и было принято решение следовать в ее русле.

Однако 2024 год нельзя назвать исключительно простым. Финансовые рынки остались, как всегда, непредсказуемыми, бросая вызовы, которые могли стать серьезной проблемой без дисциплины и долгосрочного подхода. Каждый актив анализировался с точки зрения фундаментальной ценности, и принцип оставался неизменным: не гнаться за краткосрочными трендами, а находить истинную ценность и потенциал.

Благодаря такому подходу удалось добиться не только высоких результатов, но и заложить прочную основу для будущего роста.

Благодарю за доверие и поддержку. Приятно работать для вас и вместе с вами. 2025 год станет годом новых перспектив и достижений.



С уважением,
Тимирлан Гумбатов
CEO ATLAS Capital

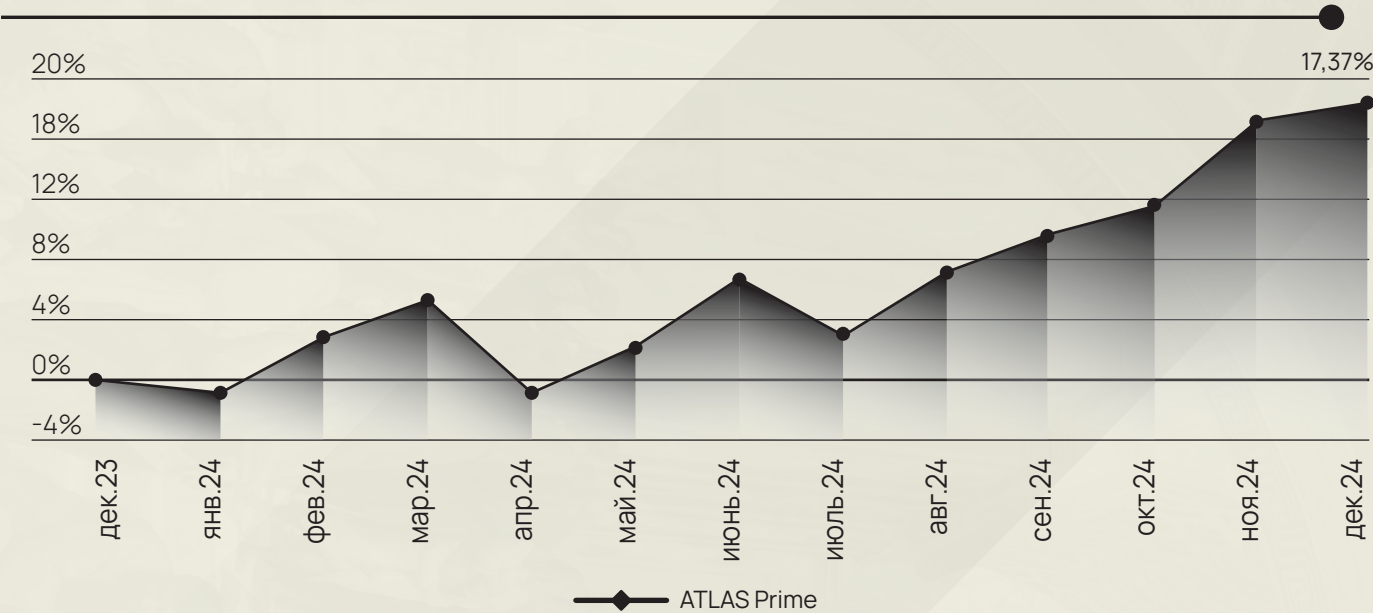
“

Инвестирование — это марафон, а не спринт. Этот урок был усвоен благодаря участию в триатлоне и стал основой для подхода к управлению капиталом. Только долгосрочное планирование и устойчивая стратегия позволяют создать надежное благосостояние.

”



ДОХОДНОСТЬ С НАЧАЛА ГОДА



Портфель ATLAS Prime
на 1 января 2025 года

2024
год закончился
успешно

15–17%
Мы перевыполнили нашу
целевую доходность

	Позиция	Доля от портфеля
	Ключевые компании	
Инвестиционная аллокация	Alphabet	10,2%
	Amazon	9,2%
	AMD	10,4%
	Block	6,2%
	Fortinet	4,3%
	Halyk Bank	1,2%
	Kaspi.kz	5,2%
	Kazakhtelecom	2,9%
	Meta Platforms	5,4%
	Nvidia	11,4%
	Palo Alto Networks	4,1%
	Качественные компании	
Аллокация риск-менеджмента	Коммуникации	1,6%
	Материалы	3,0%
	Технологии	5,0%
	Финтех-аллокация	7,6%
	Циклические товары	3,1%
	Прочие классы активов	
	Bitcoin ETF	3,1%
	Ether ETF	1,0%
	Private Credit	0,3%
	Наличность	5,7%
	Обязательства	
	Операционные обязательства	-0,2%
	Невыплаченные комиссии	-0,8%
	Итого чистые активы	100,0%

Особенно стоит отметить второе полугодие: мы значительно превзошли доходность нашего бенчмарка благодаря своевременному управлению рисками и правильному выбору инвестиций.

ОБЗОР 2024 ГОДА

Инвестиционный 2024 год для ATLAS начался лишь к концу февраля, когда мы приступили к последовательному размещению активов фонда. Этот процесс совпал с восстановлением рынков после осенней коррекции 2023 года. В течение первого квартала основными драйверами роста стали компании, связанные с искусственным интеллектом, что свидетельствует о растущем интересе к этой отрасли.

На тот момент экономические ожидания в США были разделены между сценариями «мягкой посадки» и «отсутствия посадки». Базовая ставка ФРС оставалась на высоком уровне, так как регулятор продолжал ожидать снижения инфляции до целевого уровня в 2%. Учитывая макроэкономическую неопределённость, мы сосредоточились на формировании портфеля из акций компаний, в перспективах роста и конкурентных преимуществах которых были уверены. Для повышения доходности портфеля мы также открыли позиции в качественных компаниях с привлекательной ценой.

Для минимизации волатильности и защиты портфеля от возможных просадок была применена стратегия хеджирования с использованием bear-put spread. Эти меры позволили достичь доходности портфеля на уровне 4,78% за первый квартал, несмотря на нестабильные рыночные условия.

В конце первого квартала инфляционные риски начали возрастать. Мы пришли к выводу, что фондовый рынок не может продолжать расти без существенных коррекций. В связи с этим мы усилили хеджирование портфеля, добавив в него защитные инструменты. Экономическая картина показала, что, несмотря на высокую инфляцию и рост ставок по облигациям, фундаментальные показатели экономики США — такие как сильное потребление и устойчивый рынок труда — оставались стабильными. Это дало нам основания использовать апрельскую коррекцию для увеличения позиций, что стало важным шагом в нашей стратегии.

К лету наши ожидания начали склоняться к сценарию «мягкой посадки» из-за продолжающейся жёсткой монетарной политики. Для повышения точности прогнозов мы начали разработку собственных макроэкономических моделей, включая анализ рынка труда. Например, снижение прироста занятости с уровня 240 тысяч человек в месяц (в 2023 году) до 100 тысяч или ниже стало бы сигналом замедления экономики или надвигающейся рецессии.



ОБЗОР 2024 ГОДА

К концу второго квартала давление инфляции начало ослабевать, поскольку макроэкономические данные стали выходить на уровне или ниже ожиданий. Это позволило рынку стабилизировать долгосрочные ставки и с оптимизмом смотреть на возможность смягчения денежно-кредитной политики ФРС в сентябре. Ожидая снижения базовой ставки, заранее увеличили долю фондов небольших компаний в портфеле. Для повышения доходности также применяли активное управление с использованием леввериджа и продажи опционов.

Кроме того, на деловой климат положительно повлияла победа Д. Трампа на президентских выборах, что создало более благоприятную бизнес-среду для наших ключевых позиций.

Июль и август стали периодами повышенной волатильности рынка. Причинами стали более слабые, чем ожидалось, показатели занятости, что усилило страхи рецессии. Однако, руководствуясь нашими прогнозами, пришли к выводу, что замедление найма не сигнализировало рецессии. Этот подход, вместе с глубоким анализом механизмов ФРС, позволил правильно спрогнозировать сентябрьское снижение базовой ставки сразу на 50 базисных пунктов. Увеличили рискованные позиции на фоне рыночной распродажи и заработали на снижении волатильности.

В сентябре ключевым событием стало снижение ставки ФРС и публикация прогноза, в котором ожидалось ещё два снижения ставки до конца 2024 года и четыре — в 2025 году. Это укрепило оптимизм инвесторов, особенно на фоне сильных данных по рынку труда, что поддержало ожидания сценария «мягкой посадки».

Четвёртый квартал начался спокойно с октября, где главным событием стал ураган Милтон, вызвавший умеренное снижение показателей рынка труда. Ноябрь отметился победой Д. Трампа и ещё одним снижением ставки ФРС на 25 базисных пунктов, что позволило рынку достичь новых исторических максимумов.

В декабре рынок продолжил расти, поддерживаемый сильными данными по занятости и ростом ВВП, но заявления ФРС о возвращении инфляционных рисков и пересмотре графика снижения ставки привели к волатильности. В итоге, несмотря на новые максимумы, к концу года рынок снизился на 5%. Мы ожидали такое развитие событий и заблаговременно хеджировали портфель пут-опционами.

В целом, 2024 год завершился без новогоднего ралли, но наша доходность стабильно опережала рынок во втором полугодии.



ОСНОВНЫЕ ТЕЗИСЫ 2025 ГОДА

Рынок графических процессоров для ИИ становится более конкурентным



Доминирование Nvidia на рынке снижается, что приведёт к снижению мультипликаторов для компании.



Broadcom и Marvell начинают получать заказы от hyperscalers, что даёт некоторый потенциал для их роста.



AMD, вероятно, останется без существенных заказов на 2025 год, что может привести к финальной распродаже акций.



Усиление конкуренции среди производителей уменьшает их возможность влиять на цены в сотрудничестве с TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Company), что делает TSMC вероятным лидером роста на следующий год.



Возможное «воскрешение» Intel, поскольку компания может получить заказ благодаря высоким ценам и спросу у TSMC. Также ожидается резкий рост спроса на HBM (высокоскоростную память), что поддержит акции Micron (MU)

Продукты на основе искусственного интеллекта набирают популярность

Такие продукты, как интеллектуальные агенты и помощники (например, Copilots), становятся более востребованными.

Основные отрасли, которые будут затронуты: управление заказами, клиентский сервис, SEO, создание и управление веб-сайтами.

Повышение производительности сотрудников умственного труда положительно скажется на секторах финансов, технологий и здравоохранения.

Ключевые поставщики таких продуктов: Salesforce, Microsoft, Alphabet, OpenAI, Adobe (возможно), Palantir (возможно), ServiceNow (возможно). Основной фокус — программное обеспечение.

Облачная инфраструктура также получит толчок за счёт увеличения спроса на ИИ-агентов.



ОСНОВНЫЕ ТЕЗИСЫ 2025 ГОДА

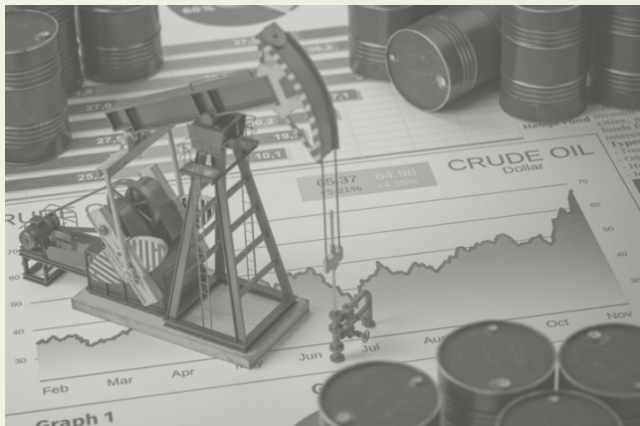
Дерегуляция в энергетике и металлургии:

Предложение нефти, уже выше спроса, может увеличиться ещё больше в 2025 году.

В результате цены на нефть, вероятно, окажутся под давлением из-за роста предложения.

Снижение цен на нефть приведет к замедлению инфляции.

В то же время продолжение роста спроса на уран поддержит его стоимость, и мы считаем это долгосрочным трендом.



Экономический рост и дезинфляция:

Мы прогнозируем стабильный экономический рост и устойчивость рынка труда.

Инфляция, как ожидается, начнёт существенно замедляться в феврале и в течение следующих месяцев.

Однако антииммиграционная политика и тарифы могут частично нивелировать этот эффект.

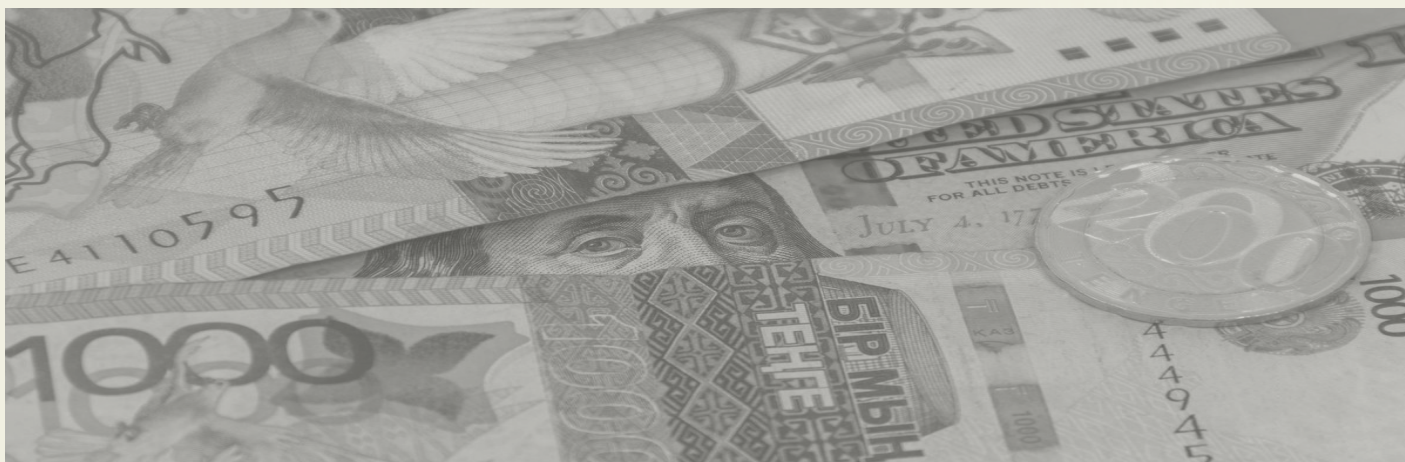


Ожидаемое ослабление казахстанского тенге (KZT):

Прогнозируем курс USD/KZT в диапазоне 550–580.

Не предполагаем негативного влияния на акции казахстанских компаний.

Они слабо коррелируют с курсом USD/KZT, за исключением сильных шоков.



ОЖИДАНИЯ ПО НАШИМ КОМПАНИЯМ И ИНДУСТРИЯМ

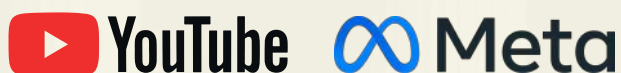
- Интернет-реклама: Meta, Alphabet (Google, YouTube), Reddit

Alphabet

У Alphabet существует определённый риск для бизнеса поисковых систем из-за конкуренции со стороны Perplexity и ChatGPT Search. Однако, как показывают начальные примеры использования, эти сервисы перетягивают на себя в основном немонетизируемый поисковый трафик, связанный с вопросами общей информации, исследованиями и т. п. Пользователи стали меньше использовать Google, но продолжают полагаться на него для монетизируемых запросов, таких как поиск отелей, ресторанов, магазинов и т. д. Это может привести к росту маржинальности Alphabet за счёт сокращения общего трафика.



Переход на ИИ-чаты сильнее всего ударяет по сторонним веб-сайтам, так как ChatGPT и Perplexity перетягивают трафик, снижая просмотры рекламы. Ожидается появление анти-ИИ блокировщиков на сайтах, а затем — соглашений с поисковыми системами и чатами об использовании данных, наподобие партнёрства Reddit и Google. Крупные сайты с ценными данными — новостные порталы, большие форумы, вики-сайты — скорее всего, выиграют. Небольшие сайты столкнутся с условиями blanket-соглашений от Google/OpenAI и других.



Meta и Alphabet в значительной степени защищены от этой тенденции, так как их контент (Instagram, Facebook, YouTube) в основном потребляется через приложения или напрямую. Instagram и YouTube, вероятно, продолжат наращивать свою долю в пользовательском досуге, что увеличит их доходы от рекламы.



Трафик Reddit, вероятно, вырастет благодаря партнёрству с ИИ-сервисами, а стоимость их данных повысится. Уникальность контента Reddit, оцениваемого самими пользователями, делает его особенно полезным для обучения ИИ.



ОЖИДАНИЯ ПО НАШИМ КОМПАНИЯМ И ИНДУСТРИЯМ

- Кибербезопасность: Fortinet, Palo Alto Networks, CrowdStrike

Рост расходов на кибербезопасность как долгосрочный тренд сохранится. Три наши компании — лидеры в своих сегментах, и их рыночная доля продолжит расти.

Особенно актуальной станет борьба с фишинговыми атаками, так как ИИ значительно упрощает подделку голосов, изображений и видео.

Тренд платформизации, где один поставщик закрывает большинство уязвимостей, сохранится. Palo Alto Networks и CrowdStrike, вероятно, выиграют больше остальных, однако точный срок перехода на такие решения остаётся неясным, что оправдывает удержание позиции в Fortinet.

Оценка акций находится в пределах исторических значений, что оставляет пространство для дальнейшего роста.



ОЖИДАНИЯ ПО НАШИМ КОМПАНИЯМ И ИНДУСТРИЯМ

- Полупроводники: Nvidia, AMD, TSMC, ASML

Не в портфеле, но на радаре: Intel, Arm, Qualcomm, Synopsys, Cadence, MediaTek

AMD

AMD вероятно утратит позиции на рынке ИИ-графических процессоров из-за слабого программного обеспечения, уступающего Nvidia. Это осознание может прийти после публикации отчёта за 4-й квартал в феврале. Однако компания останется лидером в сегменте CPU для дата-центров и продолжит рост с этого уровня.



Nvidia увеличит прогнозы по рынку ИИ-GPU, что положительно скажется на акциях, однако конкуренция со стороны Broadcom и Marvell усилится. Во второй половине 2025 года рынок начнёт ожидать снижения мультипликаторов и маржинальности.



TSMC — очевидный бенефициар усиления конкуренции. Больше заказчиков на техпроцесс N2 позволит компании повышать цены.



Акции ASML сейчас оцениваются на уровне пятилетнего минимума по мультипликаторам. Новые закупки EUV и High-NA EUV машин компаниями Intel, Samsung и TSMC станут драйвером роста.



ОЖИДАНИЯ ПО НАШИМ КОМПАНИЯМ И ИНДУСТРИЯМ

- ИИ-инфраструктура: Amazon, Alphabet, Казатомпром

Не в портфеле, но на радаре: Microsoft, NextEra Energy, Salesforce

Развитие ИИ-инфраструктуры станет более заметным трендом в 2025 году. Компании активнее внедряют ИИ, что требует дополнительных вычислительных мощностей.

Одним из ключевых ограничений дата-центров остаётся энергия. Из-за климатических рисков компании будут чаще переходить на стабильные источники зелёной энергии, такие как АЭС, что приведёт к дополнительному увеличению спроса на уран.



Финтех: Block, Kaspi, Halyk, Финтех-аллокация

США отстают в финтех-революции из-за отсутствия эквивалента SuperApp, таких как WeChat, Kaspi, Mercado Libre или Тинькофф. Это создаёт потенциал для потрясений на рынке. Наша основная ставка — на Block (CashApp), но также рассматриваем PayPal (Venmo) как сильную альтернативу.

Финтех-индустрия США остаётся фрагментированной, и ожидается волна слияний и поглощений на фоне более дружественного к бизнесу Белого дома.

Kaspi испытывает давление со стороны локальных конкурентов, однако выход на рынок Турции через покупку Hepsiburada открывает большой потенциал.

Halyk остаётся привлекательным из-за стабильных доходов, растущей прибыли и высокой дивидендной доходности (~14%).



ОЖИДАНИЯ ПО НАШИМ КОМПАНИЯМ И ИНДУСТРИЯМ

- Потребительский сектор: Amazon, Lululemon, Canada Goose

Не в портфеле, но на радаре: Moncler, LVMH, Starbucks, Chipotle

Потребительская активность в США остаётся высокой, несмотря на пессимистичные настроения.

Lululemon и Canada Goose успешно растут за пределами Северной Америки благодаря фокусу на моде и качестве.



ATLAS

2025

www.atlascapital.kz

Лицензия:
AFSA-A-LA-2022-0019