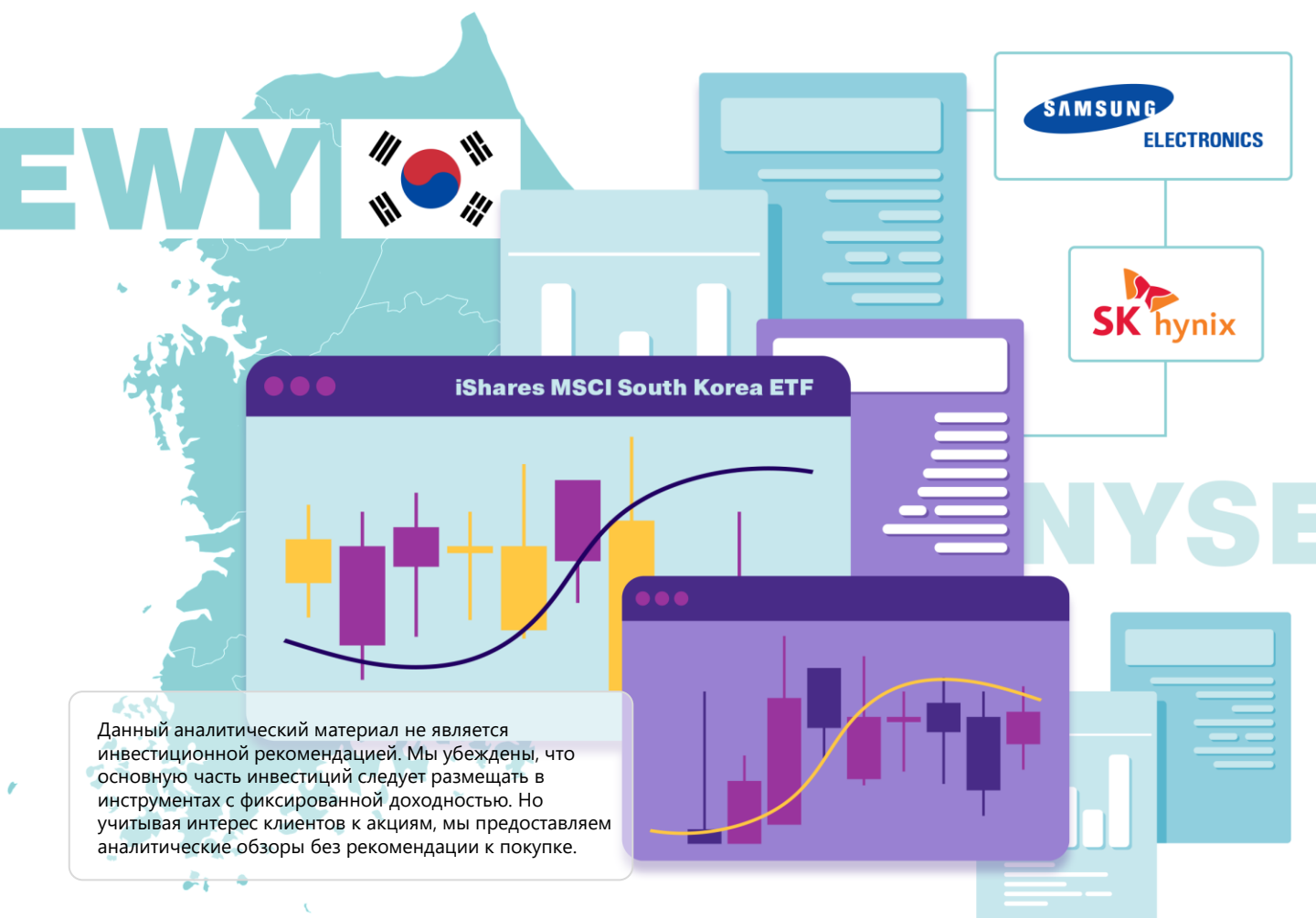




**TENIZ CAPITAL**  
INVESTMENT BANKING

# iShares MSCI South Korea ETF (EWY, NYSE)

Страна-чемпион тихоокеанского AI-суперцикла



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

## iShares MSCI South Korea ETF (EWY, NYSE)

Страна-чемпион тихоокеанского AI-суперцикла

Целевая цена: \$210 на 12 месяцев

### Резюме: почему именно EWY и почему именно сейчас

Южная Корея — это редкий случай, когда страновой ETF даёт концентрированную ставку на самый мощный технологический тренд десятилетия, при этом торгуется с дисконтом к развитым рынкам и имеет за спиной правительство, которое наконец-то всерьёз занялось акционерной стоимостью. Через один тикер — EWY — инвестор получает экспозицию на двух производителей памяти, без которых в 2026 году не собирается ни один серьёзный AI-сервер в мире, на корейскую оборонку и судостроение, переживающие экспортный ренессанс, и на внутренний рынок, где впервые в современной истории страна проходит через массовую трансформацию богатства населения.

Samsung Electronics и SK Hynix вместе составляют примерно 44.8% активов ETF — почти половину веса. Это означает, что EWY по факту ближе к «AI memory ETF» с корейским фоном, чем к традиционному диверсифицированному страновому фонду. Для инвестора с тезисом «AI-инфраструктура — главный CapEx-цикл десятилетия» это не недостаток, а черта, ради которой этот инструмент и держат.

На момент подготовки отчёта EWY торгуется по \$150.59, AUM фонда достиг ~\$20 млрд, комиссия — 0.59%. За последний год чистый приток активов в фонд составил порядка \$17 млрд — это один из самых мощных inflows среди страновых ETF на американских биржах.

### Ключевые характеристики EWY

<b>Тикер</b>	EWY (NYSE Arca)
<b>Провайдер</b>	iShares (BlackRock)
<b>Дата запуска</b>	9 мая 2000 г.
<b>AUM</b>	~\$20 млрд
<b>Expense Ratio</b>	0.59%
<b>Количество</b>	90 позиций
<b>Бенчмарк</b>	MSCI Korea 25/50 Index
<b>Секторы (топ)</b>	Tech ~52%, Industrials ~20%, Financials ~10%
<b>Концентрация в Топ-10</b>	~59.9% активов
<b>Samsung + SK Hynix</b>	~44.8% активов (AI memory exposure)

### 1. Главный тезис: AI-память как новая нефть, и Корея контролирует скважины

Если спросить любого инженера, проектирующего AI-кластер в 2026 году, что является самым узким горлышком системы, он ответит одинаково: HBM — high-bandwidth memory. Этот специализированный тип памяти, который устанавливается прямо рядом с графическим процессором на одном кристалле через advanced packaging, оказался настолько же критичным для обучения больших языковых моделей, насколько сама GPU. И это рынок, который на ~99% контролируют три компании — SK Hynix, Samsung и американская Micron.

## **Причём две из них — корейские.**

Цифры говорят сами за себя. По данным Counterpoint Research, SK Hynix к началу 2026 года удерживает около 57% рынка HBM по выручке и порядка 50–62% по объёмам поставок — в зависимости от того, как считать. Samsung после затяжного отставания в HBM3E подходит к 2026 году с агрессивным планом вернуть утраченные позиции через HBM4, и UBS прогнозирует, что SK Hynix займёт порядка 70% рынка HBM4 под следующее поколение NVIDIA — платформу Rubin. Samsung, по оценкам Counterpoint, должна поднять свою долю HBM выше 30% в течение года.

Две корейские компании, обе сидящие в топ-2 EYW, вместе контролируют порядка 90% рынка, который по прогнозам индустрии вырастет с \$35 млрд в 2025 году до \$100 млрд к 2028-му. Это CAGR около 40%, причём ёмкость HBM уже распродана у всех трёх производителей до конца 2026 года. NVIDIA, по собственному признанию компании, забирает порядка 90% производства SK Hynix.

## **HBM3E остаётся королём, HBM4 уже стучится в дверь**

2026 год в памяти — это год двойной игры. С одной стороны, HBM3E, по прогнозам самого SK Hynix, будет составлять около двух третей всех поставок HBM — на нём работают NVIDIA Blackwell Ultra, Google TPU v7 и Amazon Trainium3. Google в седьмом поколении TPU устанавливает по восемь стеков HBM3E на чип. С другой стороны, HBM4 уже пошёл в массовое производство: SK Hynix первым в мире завершил разработку и начал поставки коммерческих образцов NVIDIA. Samsung, по данным Counterpoint, прошла квалификацию HBM3E у ключевых клиентов и подходит к HBM4 существенно более готовой, чем к предыдущему поколению.

Что это значит для инвестора в EYW? Две вещи. Первая: цены. По данным Chosun Biz, Samsung и SK Hynix уже подняли контрактные цены на HBM3E примерно на 20% для 2026 года — после того, как Nvidia получила разрешение на экспорт H200 в Китай, и каждый такой чип несёт на борту по шесть стеков HBM3E. Вторая: операционное плечо. Из-за того, что производство HBM потребляет примерно в три раза больше wafer-ёмкости, чем обычный DRAM, корейцы перенаправили мощности из general-memory в HBM. Это создало параллельный дефицит обычной DDR5-памяти и разогнало цены и на неё тоже. Иными словами, Samsung и SK Hynix зарабатывают сразу на двух дефицитах одновременно.

## **Масштаб, который трудно осознать**

Консенсус-прогноз по операционной прибыли SK Hynix на 2026 год составляет ~230 трлн вон (около \$160 млрд). В первом квартале 2026 года компания уже показала операционную прибыль 37.6 трлн вон — почти строго по консенсусу. Масquarie Securities, которая известна одним из самых агрессивных взглядов на корейский рынок, ставит планку ещё выше — вплоть до 447 трлн вон. Для сравнения: в 2024 году операционная прибыль SK Hynix едва дотягивала до 10 трлн вон — то есть мы говорим о росте примерно в 20–40 раз всего за два года.

Масquarie прямым текстом пишет: «Samsung Electronics и SK Hynix обеспечат 52% всей чистой прибыли KOSPI/KOSDAQ в 2026 году и 68% всего прироста прибыли». Аналитик брокера Дэниел Ким описывает ситуацию в терминах: «худший дефицит памяти в истории, без признаков облегчения поставок в ближайшие два года». Это не просто циклический пик — это структурный сдвиг в распределении добавленной стоимости всей AI-цепочки от кремния до модели.



## 2. Второй тезис: Корея открывает для себя wealth effect

Есть экономическая история, которая разворачивается в Корее параллельно с AI-бумом, и она может оказаться не менее важной для инвестора в EWI, чем сам бум. Страна впервые за десятилетия переживает массовое перераспределение богатства в сторону населения — и делает это одновременно по двум каналам: через рекордный рост фондового рынка и через исторические корпоративные бонусы.

### **KOSPI: +75% за 2025 год, ещё +25% с начала 2026-го**

Индекс KOSPI закончил 2025 год на отметке 4,214 — рост 75.6% за год. К апрелю 2026 года он уже торгуется около 6,470 — ещё около 25% сверху, с историческим максимумом, пробитым буквально на прошлой неделе. Для сравнения: Nasdaq за тот же период 2026 года в минусе почти 6%, DAX потерял более 5%, а CAC 40 — около 4%. Южная Корея в 2026 году выглядит абсолютной аномалией среди развитых рынков.

Что стоит за этим ралли? Три компонента, которые важно различать. Первый — уже описанный AI-суперцикл: Samsung и SK Hynix генерируют настолько большие прибыли, что тащат за собой весь индекс. Второй — политика. Администрация президента Ли Чжэ Мёна, пришедшая к власти в июне 2025 года, сделала ставку на программу Value-Up — аналог японской реформы корпоративного управления, направленной на ликвидацию так называемого «корейского дисконта». В декабре 2025 года правительство снизило налог на дивиденды с верхней планки в 49% до 25%, что должно стимулировать корпорации платить акционерам и приучить локальных розничных инвесторов к стратегии buy-and-hold. Третий — приток иностранного капитала: по состоянию на январь 2026 года зарубежные вложения в корейские акции превысили \$1.1 трлн — это более чем вдвое выше уровня годичной давности и эквивалентно 32% капитализации рынка.

### **Бонусы, которых Корея не видела никогда**

А теперь самое интересное — то, что происходит внутри компаний. В сентябре 2025 года SK Hynix после длительных переговоров с профсоюзом заключила соглашение, которое позже окажется историческим: компания сняла внутренний лимит на бонусы (ранее ограниченный 10-ю месячными окладами) и зафиксировала правило, по которому 10% операционной прибыли направляется в бонусный пул сотрудников.

В цифрах это выглядит так. При прогнозной операционной прибыли 230 трлн вон бонусный пул SK Hynix в 2026 году составит около 23 трлн вон — это примерно \$16 млрд, распределяемых между 34,549 сотрудниками. Средний бонус — около 670 млн вон, или порядка \$410,000–\$490,000 на человека. Это в 4.8 раза больше, чем рекордный уровень 2025 года. А если сбудется агрессивный прогноз Masquarie, средний бонус может дойти до 1.2 млрд вон — приблизительно \$830,000 на одного работника. В этот момент корейские СМИ буквально начали называть это «лотерейными бонусами»: на последних днях открытых дверей компании в 11 региональных университетах зарегистрировалось вдвое больше студентов, чем планировалось.

В Samsung ситуация разворачивается иначе, но в том же направлении. В январе 2026 года подразделение Device Solutions подтвердило бонус в размере 47% годового базового оклада — практически упираясь в потолок 50%, установленный внутренней политикой. Мобильное подразделение MX получило полные 50%. На фоне рекордной операционной прибыли \$13.6 млрд в IV квартале 2025 года профсоюз Samsung теперь требует, чтобы компания перешла на модель SK Hynix и выделяла 15% операционной прибыли в бонусный пул.

При прогнозной годовой операционной прибыли Samsung ~300 трлн вон это означало бы пул в 45 трлн вон — или в среднем по ~580 млн вон (\$400,000) на 77,000 сотрудников полупроводникового дивизиона. Профсоюз отверг предложение менеджмента о 10% и пригрозил забастовкой.

Hyundai Motor не осталась в стороне: её профсоюз потребовал отдавать 30% чистой прибыли в виде бонусов — это примерно 3 трлн вон при годовой прибыли 10.36 трлн вон.

### 3. Анатомия портфеля: что вы покупаете вместе с Samsung и SK Hynix

EWY держит 90 позиций, но концентрация в верхней части портфеля настолько высока, что фактически речь идёт о сильно сфокусированной ставке. Топ-10 позиций составляют примерно 59.9% активов. Ниже — полная картина.

#	Компания	Сектор	% от ETF
1	<b>Samsung Electronics</b>	Полупроводники / Tech	<b>23.02%</b>
2	<b>SK Hynix</b>	Полупроводники / Память	<b>21.78%</b>
3	Hyundai Motor	Автомобили	2.53%
4	SK Square	Технологический холдинг	2.45%
5	KB Financial Group	Финансы / Банки	2.12%
6	Doosan Enerbility	Энергетика / Атом	1.80%
7	Hanwha Aerospace	Оборонка / Аэрокосмос	1.75%
8	Shinhan Financial Group	Финансы / Банки	1.56%
9	Samsung Electro-Mechanics	Электронные компоненты	1.56%
10	Kia Corp	Автомобили	1.34%
	<b>ИТОГО Топ-10</b>		<b>~59.9%</b>
	<b>Из них Samsung + SK Hynix</b>		<b>~44.8%</b>

*Источник: iShares, данные на конец апреля 2026 г.*

После двух лидеров памяти идут интересные истории, каждая из которых заслуживает отдельного абзаца.

Hyundai Motor (2.53%) — это не только автомобили, это ещё и ставка на то, что Корея станет одним из центров робототехники и автономного транспорта. Тарифные войны Трампа по-прежнему давят на автопроизводителей (аналитики ожидают падения операционной прибыли Hyundai и Kia более чем на 20% из-за тарифов и валютных warranty-расходов), но Hyundai активно диверсифицирует географию и инвестирует в завод в Джорджии.

SK Square (2.45%) — технологический холдинг, владеющий активами в SK Hynix и телекоме SK Telecom. Это по сути «второй этаж» ставки на AI-память с дополнительной диверсификацией.



KB Financial и Shinhan Financial (2.12% и 1.56%) — два крупнейших корейских банковских холдинга. В свете обсуждаемого wealth effect и роста банковских операций с брокерскими счетами они — прямой бенефициар истории с бонусами и ростом KOSPI.

Doosan Enerbility (1.80%) — это ставка на атомную энергетику и энергетическую инфраструктуру. Компания получает заказы на SMR (малые модульные реакторы) и строительство атомных станций — тема, которая ускорила после того, как гиперскейлеры массово начали контрактовать энергию под AI-ЦОДы.

Hanwha Aerospace (1.75%) — одна из самых ярких историй корейской оборонки последних лет. На этой неделе компания объявила о партнёрстве с Northrop Grumman. Экспорт K9 Thunder и систем ПВО в Польшу, Египет, Австралию превратил Hanwha из нишевого игрока в значимого экспортёра вооружений. HD Hyundai Heavy Industries отдельно продала первый ледокол Швеции — это индикатор того, что корейское судостроение тоже переживает ренессанс.

Samsung Electro-Mechanics (1.56%) — поставщик пассивных компонентов и substrate для AI-серверов, играет вторую скрипку в том же HBM-нарративе.

Kia Corp (1.34%) — ещё одна нога автомобильной истории, более экспортно-ориентированная и чувствительная к валютным колебаниям.

Если свести это в одну картину: EWY — это примерно на 45% «чистая» AI-память, на 10% — финансы и wealth effect, на 5% — оборонка и энергоинфраструктура, и на остальные 40% — более диверсифицированный срез корейского индустриального комплекса. Для инвестора, формирующего тематический AI-портфель, это даёт страновую диверсификацию и регулируемый американский wgarper вместо прямых покупок KRX-листинга.

#### **4. Риски: о чём честный инвестиционный отчёт обязан сказать вслух**

##### **Концентрация в двух именах**

44.8% активов в Samsung и SK Hynix — это и фиша, и баг. В хорошие для памяти дни EWY летит быстрее большинства EM-ETF. В плохие — падает так же резко. В одну торговую сессию в начале марта 2026 года, на фоне геополитической эскалации в Иране, KOSPI однодневное провалился на 12% — крупнейшее падение в истории индекса, во многом из-за каскадного эффекта по Samsung и SK Hynix, которые потеряли около 18% за неделю.

##### **Цикличность памяти**

Полупроводниковая память — индустрия с жестокими циклами. 2023 год SK Hynix закончила в убытках, Samsung не платил бонусы вообще. Сейчас индустрия консолидирована до трёх игроков, спрос на HBM структурно привязан к AI CapEx, и дефицит прогнозируется минимум до 2027 года. Но если AI-CapEx гиперскейлеров начнёт замедляться или произойдёт переоценка экономики обучения моделей, цены на память могут скорректироваться быстро и сильно. Редакторская колонка Seoul Economic Daily справедливо отмечает, что SK Hynix встроила в свою структуру затрат зафиксированный бонусный механизм, разработанный во время супер-бума — в downturn это превратит переменные издержки в фиксированные.

##### **Валютный риск KRW**

USD/KRW на конец 2025 года торговался около 1,470 — это исторически слабый уровень, несмотря на ралли рынка и сильный экспорт. ING ожидает разворота тренда при снижении ставки ФРС и завершении цикла смягчения Bank of Korea, но краткосрочно ослабление вона создаёт перевод потерь для долларового инвестора EWY.

## Геополитика

Корея чувствительна к двум узлам: торговой политике США (тарифы Трампа уже ударили по Hyundai/Kia) и отношениям с Китаем (через экспортные ограничения на полупроводники и спрос на корейскую электронику). Любое обострение вокруг Тайваня будет транслироваться в рост волатильности и в EWY.

## 5. Заключение

EWY — это не классический диверсифицированный страновой ETF, и тот, кто его покупает с ожиданием «exposure на Корею в целом», получит не совсем то. Это, по сути, портфельный инструмент, который упаковывает три тезиса в один тикер:

Первый — самый прямой и дешёвый способ на американских биржах получить ~45% экспозицию на двух доминирующих производителей AI-памяти планеты. Никакой другой страновой ETF не даёт такой концентрации на HBM-цепочке, а покупка Samsung и SK Hynix напрямую через KRX требует отдельного брокера и сталкивается с налоговыми и валютными сложностями.

Второй — ставка на запуск полноценного корейского wealth-effect цикла. Рекордные бонусы, реформа налогообложения дивидендов, программа Value-Up, рост брокерских счетов — всё это работает в одну сторону и ретранслируется на банки, страховщиков, ритейл и потребительский премиум-сегмент, которые сидят в том же ETF.

Третий — диверсифицированный callback на корейский индустриальный ренессанс: оборонка Hanwha, судостроение HD Hyundai, атом Doosan Enerbility.

Корея в 2026 году — это момент, когда долгая скучная история одновременно с полупроводниками, реформами и бонусами превращается в одну из самых громких инвестиционных тем на emerging markets. EWY — самый ликвидный и прозрачный способ её купить.



# TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

## АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,  
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,  
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,  
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,  
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: [clients@tenizcap.kz](mailto:clients@tenizcap.kz) | [tenizcap.kz](mailto:tenizcap.kz)  
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)  
+7 778 208 88 80  
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ  
[ib@tenizcap.kz](mailto:ib@tenizcap.kz)

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ  
[sales@tenizcap.kz](mailto:sales@tenizcap.kz)

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия  
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия  
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

# Investment