

№280 6 октября 2023 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Шатдаун отменяется

Конгресс продлил финансирование госорганов до 17 ноября. Законопроект был подписан президентом Байденом лишь за несколько минут до истечения дедлайна

Казахстан

Ядерное ралли Казатомпрома

Узбекистан

«Медведям» пришлось отступить

Россия

IPO-активность возвращается

Германия

Рост под вопросом



Инвестиции, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Содержание



Рынок США. Шатдаун отменяется.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Великолепная семерка, или Продолжение легенды.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 3 октября.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. Kraft Heinz. Дело вкуса.....	12
Оptionная идея. IRON CONDOR ON SHOP.....	14
Обзор венчурных инвестиций.....	15
IPO Birkenstock В ногу с модой.....	16
Рынок Казахстана. Ядерное ралли Казатомпрома.....	17
Инвестиционная идея. Народный банк. Открываем окна возможностей.....	19
Российский рынок. IPO-активность возвращается.....	20
Рынок Узбекистана. «Медведям» пришлось отступить.....	25
Рынок Германии. Рост под вопросом.....	26
Среднесрочная идея. Deutsche Post AG. Прибыльность с доставкой.....	28
Новости Freedom Holding Corp.....	29
Контакты.....	30

Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global

Фондовый рынок США

Шатдаун отменяется

Обе палаты Конгресса проголосовали за выделение финансирования для непрерывной работы госорганов до 17 ноября. Законопроект был подписан президентом Байденом лишь за несколько минут до истечения дедлайна

По состоянию на 03.10.2023



Новости одной строкой:

- 20.09.2023** ФРС оставила ключевую ставку без изменений, однако прогнозы ее предельного уровня пересмотрены вверх
- 28.09.2023** Во втором квартале ВВП США вырос на 2,1% кв/кв при консенсусе 2,3%
- 28.09.2023** Доходность десятилетних трежерис достигла максимума с августа 2007 года
- 30.09.2023** Президент Байден подписал согласованный Конгрессом закон о финансировании госорганов до 17 ноября, предотвратив шатдаун

По состоянию на 03.10.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-0,68%	-4,83%
QQQ	Индекс NASDAQ100	0,10%	-4,40%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-1,36%	-3,92%
UUP	Доллар	0,68%	3,23%
FXE	Евро	-0,60%	-2,90%
XLF	Финансовый сектор	-1,46%	-3,83%
XLE	Энергетический сектор	1,21%	2,23%
XLI	Промышленный сектор	-0,40%	-6,33%
XLK	Технологический сектор	-0,29%	-5,52%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-6,89%	-7,72%
XLV	Сектор здравоохранения	-1,08%	-4,58%
SLV	Серебро	-5,75%	-10,44%
GLD	Золото	-4,01%	-4,68%
UNG	Газ	1,94%	-0,44%
USO	Нефть	0,29%	10,28%
VXX	Индекс страха	1,97%	2,87%
EWJ	Япония	-2,44%	-1,33%
EWU	Великобритания	-1,16%	-1,62%
EWG	Германия	-1,91%	-6,73%
EWQ	Франция	-1,22%	-6,78%
EWI	Италия	-1,93%	-6,20%
GREK	Греция	-2,47%	-13,17%
EEM	Страны БРИК	-1,35%	-4,62%
EWZ	Бразилия	-1,60%	-4,57%
RTSI	Россия	0,76%	-4,94%
INDA	Индия	-0,58%	0,07%
FXI	Китай	-2,25%	-5,08%



Инвестиционный обзор №280

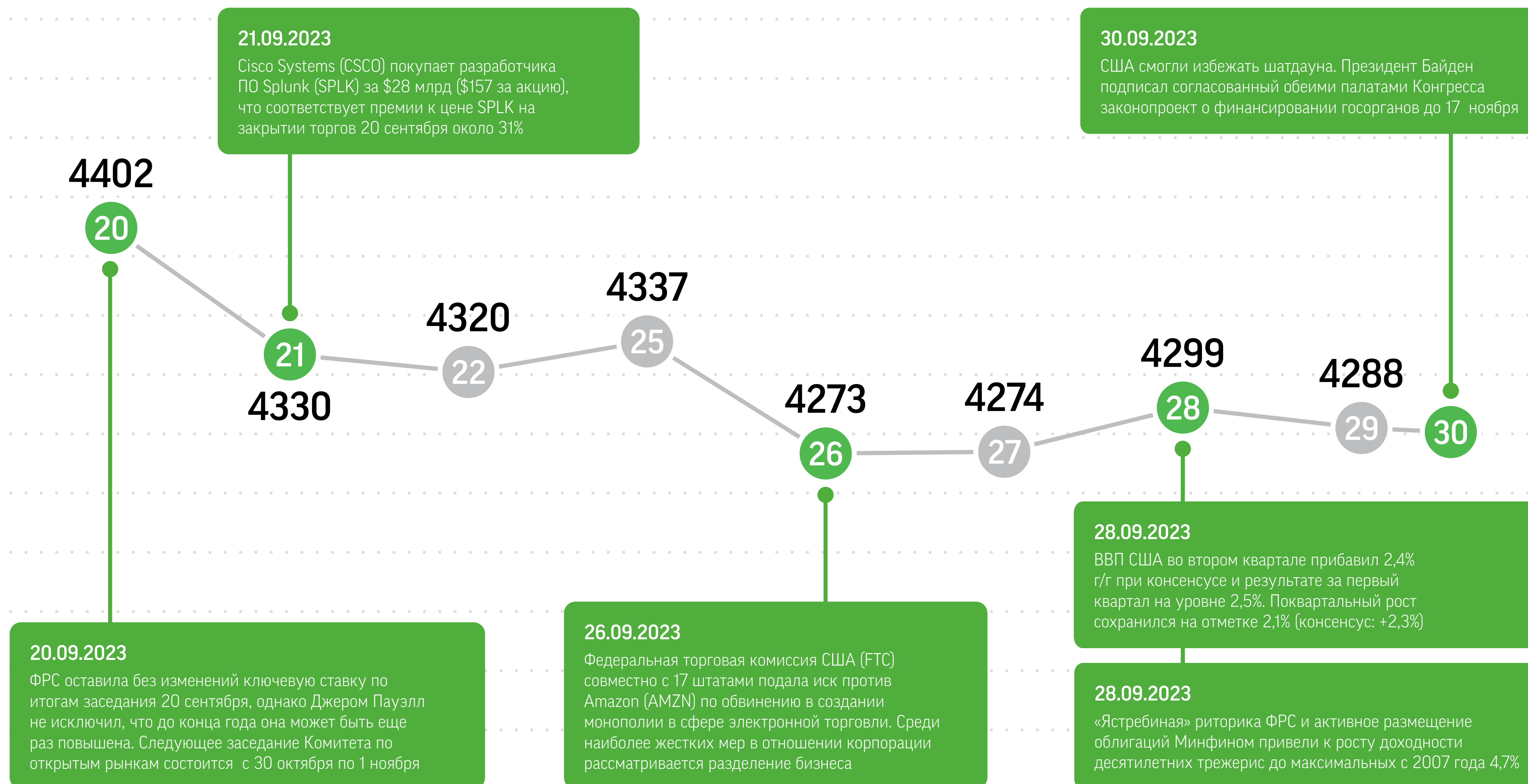
6 октября 2023

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (20.09.2023 – 30.09.2023)



Самое главное

Великолепная семерка, или Продолжение легенды

Начался последний квартал нынешнего успешного для рынков года. Этот успех определяется не только их доходностью, которая на данный момент превышает 13% с начала января, но и прогнозами крупнейших инвестдомов. В наступлении рецессии они практически не сомневались, и мало кто ждал такого активного роста на рынке. Позитивными драйверами индексы обеспечили не только сильная макростатистика, но и усиление интереса инвесторов к крупнейшим по капитализации компаниям, или к так называемой великолепной семерке (Magnificent 7), в которую входят Apple (AAPL), Microsoft (MSFT), Amazon (AMZN), Alphabet (GOOGL), NVIDIA (NVDA), Tesla (TSLA) и Meta Platforms (META).

Примечательно, что именно эти акции обеспечили 73% роста S&P 500 в первом полугодии. Более того, капитализация этих эмитентов с начала года увеличилась почти на \$4 трлн, вплотную приблизившись к размеру третьего в мире – японского – ВВП, оцениваемого примерно в \$5 трлн. По мультипликатору P/E «великолепная семерка» оценена чуть ниже 40x, в то время как у остальных эмитентов в S&P 500 он меньше 15x.

Обоснована ли доходность этих акций, адекватны ли ожидания инвесторов в отношении будущих прибылей? Многие участники рынка предполагают, что высокая ключевая ставка может спровоцировать кредитный кризис, так как подорожавшее рефинансирование огромного долга в условиях медленного или нулевого роста экономики вызовет череду банкротств. В то же время эти опасения совершенно неприменимы к «великолепной семерке»: ближайшее рефинансирование основной части долга (более 60%) состоится лишь после 2033 года, а процентные платежи по текущим обязательствам составляют 2–6% годовых. За вычетом Amazon остальные компании топ-7 имеют на балансе наличных денежных средств на \$200 млрд больше, чем долга.

У «великолепной семерки» все удачно и с фактическими результатами, и с прогнозами. Консенсус ведущих инвестдомов предполагает средний рост выручки топ-7 компаний по капитализации на 30% при увеличении прибыли на акцию (EPS) на 90%, тогда как по остальным эмитентам из состава S&P 500 ожидается повышение выручки в среднем на 1,5% со снижением EPS в пре-

делах 0,5%. На фоне этих прогнозов доходности «великолепной семерки» уже не выглядят экстраординарно. Конечно же, инвестиционные риски присутствуют и в отношении этих компаний. И один из самых очевидных – это регуляторный. Его ярким примером стали разборательства между антимонопольной службой и Amazon (AMZN). Однако значительного влияния на капитализацию компании на горизонте года поданный против нее иск не окажет. После традиционного спада активности в августе-сентябре начинается самый доходный период года – праздничный сезон. Коррекция котировок «великолепной семерки» создает возможность для входа в перспективные активы по более приемлемым по сравнению с уровнями конца июля ценам. Я уверен, что на горизонте года эти инструменты продолжат дорожать, не говоря уже о том, что именно эти компании легче других перенесут рецессию, если таковая все же случится.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4200–4400 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global



Важные новости

По итогам заседания Комитета по открытым рынкам (FOMC) 20 сентября ФРС оставила ключевую ставку на уровне 5,5%. Однако ее обновленные макропрогнозы вызвали негативную реакцию на рынке. Федрезерв больше не планирует дважды снизить ставку в 2024 году. В качестве ее нейтрального уровня значение 3% указали пять членов FOMC, тогда как в июле на таком высоком уровне ее видели лишь трое.

В соответствии с финальной оценкой ВВП США во втором квартале увеличился на 2,1% кв/кв (на уровне первого квартала) при консенсусе 2,3%. Рост базового показателя экономики замедлился с 2,5% г/г по итогам января-марта до 2,4% г/г, притом что ожидалось сохранение тех же темпов.

Доходность десятилетних гособлигаций США 28 сентября достигала максимальных за 16 лет 4,69%. Росту доходностей способствуют «ястребиная» риторика и сокращение баланса ФРС, а также масштабные размещения облигаций американским Минфином.

30 сентября палата представителей Конгресса и Сенат проголосовали за законопроект о финансировании работы госорганов до 17 ноября. Президент США Джозеф Байден подписал законопроект за несколько минут до окончания финансового года. Временное финансирование понадобилось, чтобы предотвратить остановку работы госорганов, так как американские законодатели не смогли согласовать бюджет на 2024 финансовый год.

Актуальные тренды

Обзор на 3 октября

Глобальная картина

За последние две недели сентября индекс S&P 500 упал на 3,7%, а Nasdaq Composite – на 3,5%. Конец этого месяца исторически является одним из самых неблагоприятных периодов для американских акций. На этот раз на рынке также преобладали «медвежьи» настроения, которые сопровождались краткосрочными неудачными попытками отыграть потери.

В фокусе внимания были риски шатдауна, которого удалось избежать в последний момент за счет принятия временного бюджета на 45 дней. Из-за забастовок на предприятиях автопрома активизировалось обсуждение потенциального усиления «зарплатного давления» на инфляцию, а также рисков, связанных с простоем. До сих пор остается неясным, как долго будет продолжаться забастовка и какой масштаб она примет.

В то же время возобновление выплат по студенческим кредитам, согласно консенсусу, лишь охладит потребление в четвертом квартале, но не спровоцирует рецессию.

Наибольшее влияние на рынок акций продолжила оказывать «ястребиная» риторика ФРС. Доходности трейдерис стремительно двигались вверх, что соответствующим образом отразилось на стоимостных мультипликаторах акций «роста».

Сезон отчетов откроют JPMorgan (JPM), Citigroup (C) и Wells Fargo (WFC). Рынок будет анализировать эти релизы 13 октября. Затем внимание инвесторов переключится на результаты Tesla (TSLA) и Netflix (NFLX).

Макроэкономическая статистика

Финальная оценка ВВП США осталась ниже прогноза на уровне 2,3%. Пересмотр компонентов отразил почти вдвое более медленный рост потребительских расходов, чем в предыдущем релизе. Данные июля-августа указывают на устойчивость их динамики, что должно увеличить вклад этого параметра в рост ВВП. Ценовой индекс PCE за август ускорился с июльских 0,2% м/м до 0,4% м/м, однако показатель без учета продуктов питания и энергоносителей повысился лишь на 0,14% м/м. Тренд на замедление инфляции фиксировался три месяца подряд.

Финальные данные Мичиганского университета за сентябрь отразили снижение инфляционных ожиданий, несмотря на удорожание нефтепродуктов. Опрос Conference Board зафиксировал негативный пересмотр из-за пессимистичных оценок перспектив экономики и рынка труда. В то же время сентябрьские данные JOLTS отразили увеличение числа открытых вакансий с 8,9 млн до 9,6 млн.

В целом статистика сигнализирует о высокой вероятности «мягкого приземления» экономики. Рынок труда остается сильным, а производственная сфера, по-прежнему выступающее слабым звеном из-за влияния высоких ставок, постепенно стабилизируется. Индекс PMI для производственной сферы США от ISM вырос с 47,6 до 49 пунктов (консенсус: 47,8). Объем новых заказов увеличился с 46,8 до 49,2, занятость вернулась на территорию экспансии и составила 51,2. Спрос остается низким, но производственные показатели в сентябре улучшились в преддверии завершающего год квартала.

В фокусе внимания участников рынка в течение следующих двух недель будут данные потребительской и производственной инфляции за сентябрь.

Монетарная политика ФРС

Предстоящая публикация протоколов заседания ФРС, состоявшегося 19–20 сентября, едва ли будет содержать новые тезисы, влияющие на рынок. Риторика дававших в последнее время комментарии представителей FOMC остается неизменной: следующее решение ФРС по ставке будет целиком зависеть от поступающих данных. По мнению одного из управляющих Федрезервом Майкла Барра, наиболее важно, как долго ставка должна оставаться на максимуме, чтобы достичь таргета по инфляции на уровне 2%. На этом фоне доходности двухлетних трейдерис, чувствительных к краткосрочным изменениям ДКП, стабилизировались в диапазоне 5–5,2%, а «длинные» госбонды показывают существенную волатильность и тенденцию к росту доходности. Интересно, что уверенность инвесторов в том, что экономика США сможет избежать рецессии, а ДКП будет долгое время ограничительной, способна привести к завершению цикла ужесточения монетарных условий ФРС. Безрисковые доходности растут, кредитные условия заметно ужесточились, создавая тот же эффект, что принесло бы дополнительное повышение ставки.

Техническая картина

S&P 500 3 октября вышел из среднесрочного восходящего тренда. В текущем месяце бенчмарк способен отскочить из зоны перепроданности по индикатору RSI. Доля акций из индекса широкого рынка, торгующихся выше 50-дневной скользящей средней, сократилась до 10–15%, то есть их подавляющее большинство уже находится под локальным давлением. Ключевая 200-дневная скользящая средняя пролегает около отметки 4200 пунктов, которая послужит поддержкой.

Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global



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



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
KHC	THE KRAFT HEINZ COMPANY	Продукты питания	40 644	2023-09-29	33	44	2024-09-28	33%	Покупать
FTNT	FORTINET, INC.	Программное обеспечение	46 044	2023-09-15	59	75	2024-09-14	28%	Покупать
GOOGL	ALPHABET INC.	Интерактивные медиа и сервисы	1 580 152	2023-09-01	134	151	2024-08-31	13%	Покупать
BIDU	BAIDU	Информационные технологии	38 643	2023-08-18	133	180	2024-08-17	35%	Покупать
AMT	AMERICAN TOWER CORP.	Коммерческая недвижимость	75 382	2023-08-04	162	224	2024-08-03	39%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	36 620	2023-07-24	253	339	2024-07-23	34%	Покупать
AMD	ADVANCED MICRO DEVICES, INC.	Производство полупроводников	166 850	2023-08-01	103	145	2024-07-31	40%	Покупать
LTHM	LIVENT CORP.	Химическая промышленность	3 134	2023-05-15	17	33	2024-05-14	89%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	8 330	2023-10-03	13	20	2024-10-02	57%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	22 777	2023-06-01	104	152	2024-05-31	46%	Покупать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	1 679	2023-08-18	8	10	2024-08-17	21%	Покупать
T	AT&T INC.	Телекоммуникационные услуги	104 876	2023-07-26	15	16	2024-07-25	9%	Держать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	62 387	2023-08-18	109	134	2024-08-17	22%	Покупать
MRTX	MIRATI THERAPEUTICS, INC.	Биотехнологии	2 935	2023-08-18	42	54	2024-08-17	29%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 328 305	2023-08-03	129	170	2024-08-02	31%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	1 311	2023-08-18	4	11	2024-08-17	152%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	13 011	2023-07-25	58	82	2024-07-24	41%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	19 427	2023-08-18	84	109	2024-08-17	29%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	141 900	2023-08-18	91	115	2024-08-17	26%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	25 769	2023-08-18	30	38	2024-08-17	26%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	2 441	2023-08-03	11	28	2024-08-02	149%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	1 924	2023-08-18	5	8	2024-08-17	48%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	12 801	2023-08-18	93	115	2024-08-17	23%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	2 984	2023-08-18	6	12	2024-08-17	112%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	815	2023-08-18	2	5	2024-08-17	156%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	123 988	2023-08-02	111	135	2024-08-01	22%	Покупать

Инвестиционный
обзор №280
6 октября 2023
ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



На премаркете 21 сентября **Cisco Systems (CSCO)** объявила о подписании соглашения о покупке Splunk (SPLK) по \$157 за акцию (\$28 млрд), что соответствует премии около 31% к цене предыдущего закрытия. На этом фоне котировки CSCO 21 сентября упали на 3,89%, а SPLK поднялись на 20,77%.

При получении финального одобрения со стороны акционеров и согласовании с регуляторами завершить сделку планируется в третьем квартале 2024-го. В случае ее срыва по решению покупателя или из-за запрета регулирующих органов Cisco должна будет выплатить Splunk неустойку в размере \$1,48 млрд. Если же слияние не состоится из-за решения продающей стороны, Cisco должна получить от нее \$1 млрд. При успешном проведении сделки покупатель получит возможность ускорить рост выручки и валовой маржи, а также трансформацию бизнеса, сопровождаемую увеличением доходов от ПО и долей рекуррентной выручки. По словам менеджмента Cisco, позитивный эффект на показатели денежного потока и валовую маржу слияние начнет оказывать уже с 2025 финансового года (август 2024-го – июль 2025-го), а в последующем периоде можно ожидать положительный вклад динамику EPS non-GAAP. На планы Cisco в отношении программы обратного выкупа и дивидендов сделка не повлияет. CEO компании Чак Роббинс назвал одной из ключевых причин покупки расширение рекуррентной выручки, получаемой от подписки на ПО и сервисы Splunk. Напомним, что изначально, в феврале 2022 года, по данным WSJ, Cisco предложила \$20 млрд за всю компанию, или около \$125,7 за акцию, то есть премия к рыночной цене составляла лишь около 10%. Тогда мы отмечали, что предложенная цена является крайне низкой и предложение, вероятно, будет отвергнуто акционерами Splunk.

Текущая цена покупки \$157 за акцию, на наш взгляд, выглядит очень привлекательно, поэтому акционеры Splunk, скорее всего, одобряют сделку. Эта компания является одним из ключевых игроков в каждом из развиваемых ею бизнес-сегментах, но не их бесспорным лидером, так как ее рыночная доля относительно невелика. Cisco – более крупная компания, но она относительно слабо представлена в сегменте безопасности и наблюдаемости информационных систем. Но самое важное, что продуктовые портфели участников сделки фактически не пересекаются, так что говорить о консолидации отдельных сегментов рынка не приходится. На наш взгляд, слияние Splunk и Cisco не должно нарушить рыночную конкуренцию, но регуляторы, возможно, потребуют стандартных ограничений при ведении бизнеса. В целом это окажет позитивный эффект на бизнес Cisco, но у нас есть некоторые опасения относительно

достижения синергетического эффекта и в целом успеха консолидации бизнеса. У покупателя не слишком успешная история достижений в этом аспекте. Также отметим, что мы не видим серьезных рисков для таких инновационных компаний, как CRWD и PANW, или таких гигантов как Microsoft, Amazon, Broadcom.



26 сентября Федеральная торговая комиссия США (FTC) совместно с 17 штатами подала иск против **Amazon (AMZN)** по обвинению в создании монополии в сфере электронной торговли. По заявлению FTC, бизнес-практики корпорации подавляют рыночную конкуренцию, ведут к повышению цен и сокращению выбора для конечных потребителей. В ответ Amazon заявила, что этот иск «некорректен как с точки зрения фактов, так и закона». Компания полагает, что победа FTC навредит конечным потребителям и сторонним продавцам, в частности, вызвав рост цен, удлинение сроков и ухудшение качества доставки. В день появления новости акции AMZN потеряли в цене 4,03%, к моменту официального сообщения о подаче искового заявления котировки упали на 3% вследствие распродаж на рынке в целом. Данный иск уже более полугода обсуждается в СМИ и ожидается инвесторами, а его подготовка заняла у FTC около полутора лет. В середине августа представители компании встречались с представителями ведомства в попытке урегулировать ситуацию в досудебном порядке, но это не дало результатов. Среди наиболее жестких мер рассматривается разделение бизнеса Amazon, хотя представители FTC подчеркнули, что говорить об этом еще рано.

Одним из важных аспектов иска является то, как FTC определяет ключевые рынки присутствия Amazon и ее конкурентов. Регулятор выделяет два аспекта конкуренции компании в США:

- «Онлайн-супермаркеты» с фокусом на собственные товары (online superstores) – крупные сайты розничных продаж, предлагающих широкий ассортимент товаров, с удобными функциями поиска, оплаты и доставки
- «Онлайн-платформы электронной коммерции» с фокусом на сторонних продавцов (online marketplace services) – электронная платформа, предоставляющая продавцам доступ к клиентам и различные инструменты продаж (аналитика данных, система отзывов и рейтингов и прочее)

FTC намерена исключить из числа конкурентов Amazon крупных доставщиков бакалеи, таких как FreshDirect и Instacart. Также регулятор не учитывает конкурентов среднего размера или имеющих определенную товарную специализацию, таких как Chewy (товары для животных) и



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

Best Buy (электроника). Такой подход регулятора искусственно занижает объемы целевого рынка. Руководствуясь этим ориентиром, FTC считает, что доля Amazon в общем объеме проданных товаров в США выше 60% и она продолжает расширяться.

Мнения участников рынка относительно перспектив этого иска разделились. Мы склоняемся к тому, что Amazon в целом выиграет процесс, хотя ей и придется пойти на уступки в отношении ряда аспектов ведения бизнеса. Судебный процесс, последующие апелляции сторон и внедрение новых практик ведения бизнеса Amazon, а также возможная выплата компенсаций растянутся на годы. На данном этапе развития ситуации мы не видим существенных рисков для бизнеса Amazon и сохраняем по ее акциям рекомендацию «покупать» с целевой ценой \$170.



На постмаркете 27 сентября за прошедший квартал отчиталась **Micron Technology (MU)**. Результаты компании оказались достаточно успешными, однако прогнозы на текущий квартал и 2024 фингод (сентябрь 2023-го – август 2024-го) оказались довольно осторожными, как и комментарии относительно долгосрочной динамики. В день выхода отчета акции MU упали на 4,41%. Большинство сегментов рынка продолжают стабилизироваться, но динамика продаж компании отстает от ожиданий рынка в DRAM-сегменте, хотя и опережает по NAND-чипам. В отчетном квартале эмитент впервые не зафиксировал списание запасов. Тем не менее скорость долгосрочного восстановления рынка, вероятно, будет чуть ниже, а догоняющие рыночные позиции Micron по чипам памяти HBM3E и GDDR7 позволяют ожидать более сильного эффекта на метрики компании. Стабилизации цен на рынке памяти способствуют переход на новые поколения чипов, а также дополнительные сокращения производственных мощностей, в частности, у Samsung. Риски для ключевых рынков сбыта, за исключением сегмента ДЦ, сохраняются, хотя их эффект, возможно, будет компенсирован ростом ASP в среднесрочной перспективе. Из-за сохраняющейся недозагрузки мощностей Micron продолжит испытывать повышенное давление на маржу и FCF в первой половине 2024 года.

Выручка Micron упала на 39,6% г/г, до \$4,01 млрд (+6,9% кв/кв), что немного лучше наших ожиданий на отметке \$3,9 млрд и консенсуса на уровне \$3,95 млрд. Скорректированный убыток на акцию составил \$1,07 (консенсус: -\$1,15, наш прогноз: -\$1,19).

Продажи уже списанных товаров помогли Micron дополнительно увеличить маржу. Результаты сегмента DRAM-памяти в целом совпали с ожиданиями рынка: выручка составила \$2,76 млрд

(-43% г/г). Ценовая динамика продолжила стабилизацию. Средняя цена продажи за квартал снизилась на 9% кв/кв после 10% за предыдущий аналогичный период, отражая постепенное восстановление баланса рынка. При этом продажи в натуральном выражении увеличились на 13% кв/кв после 10% кв/кв кварталом ранее. Сегмент NAND-памяти показал результаты лучше ожиданий. Выручка здесь составила \$1,21 млрд (-29% г/г) при консенсусе \$1,08 млрд (-36% г/г). Средняя цена реализации снова упала на 15% кв/кв, но в натуральном выражении продажи увеличились на 40% кв/кв, что было обеспечено стратегическими закупками клиентов. Валовая маржа non-GAAP повысилась с -16,1% до -9,1% (консенсус: -10,1%, наш прогноз: -10,5%), сохраняя существенный разрыв с результатами прошлого года на уровне 40,3%. Основные факторы давления – это по-прежнему слабая ценовая динамика во всех сегментах рынка, простой производственных мощностей, а также очередной квартал роста доли выручки от менее маржинальной NAND-памяти. При этом списания запасов наконец прекратились, и компания стала зарабатывать на реализации списанных в прошлых периодах запасов, что позволило увеличить валовую маржу на впечатляющие 14 п.п. Операционная маржа non-GAAP составила -30,1% и также оказалась лучше ожиданий. В отчетном квартале компания получила FCF в размере -\$0,7 млрд. Совет директоров ожидаемо утвердил дивиденды в размере \$0,115 на акцию. Программа обратного выкупа пока не возобновлена.

Рыночная конъюнктура в сегменте DRAM- и NAND-памяти остается неоднозначной. С одной стороны, падение цен на чипы памяти в последние месяцы продолжает замедляться, списания запасов прекратились, а предложение в отрасли уменьшается, как за счет новых добровольных сокращений (к примеру, Samsung), так и благодаря перераспределению мощностей со старых поколений чипов на производство HBM-памяти. С другой стороны, опасения относительно перспектив экономического роста и спроса на конечных рынках усиливаются. Это находит отражение в очередном ухудшении прогнозов IDC относительно роста рынка потребительской электроники, а также ожиданий TrendForce по поводу перспектив сегмента чипов памяти. Тем не менее менеджмент Micron придерживается более оптимистичных оценок состояния индустрии. На наш взгляд, это не совсем оправданно. Бум спроса на ИИ-чипы и оборудование для ДЦ выступает поддержкой сегмента памяти, но его доля в общей структуре все еще не так велика, несмотря на достаточно активное расширение. Как следует из комментариев участников рынка, Micron отстает от тренда как в сегменте HBM-памяти для ИИ-дата-центров, так и в GDDR7-памяти для графических карт для ПК.

В целом ориентиры в отношении спроса на чипы памяти немного улучшились, но это не находит отражения в финансовых прогнозах Micron и идет вразрез с оценками Trendforce. Менеджмент Micron Technology прогнозирует рост спроса на DRAM-память в 2023 году в пределах 4-6% г/г (ранее: +2-5%), на NAND-память – около 17-19% г/г (ранее: +8-9%). Долгосрочные ожидания в

Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

отношении динамики доходов также были скорректированы вверх: для рынка DRAM-памяти ориентиры пересмотрены с 14–16% до 18–20% г/г (консенсус TrendForce: +13% г/г), для NAND-сегмента гайденс повышен до 20–22% г/г (консенсус TrendForce: +16% г/г).

Micron рассчитывает, что нормализация запасов в сегменте дата-центров и серверного оборудования завершится в начале 2024 года и рынок вернется к росту. Важным трендом станет замещение бюджетов: классические сервера существенно уступят дата-центрами для работы с ИИ. Это в том числе приведет к существенному усилению спроса на HBM-память. Напомним, что ИИ ДЦ требуют в три раза больше NAND-памяти и в восемь раз больше DRAM-памяти, чем классические сервера. TrendForce прогнозирует, что мировой спрос на HBM будет ежегодно повышаться. В 2024 году продажи HBM-памяти могут вырасти на 127%, до \$8,9 млрд, но Micron, вероятно, получит лишь 3–5% от этой суммы (\$0,3–0,4 млрд). Также отметим более продолжительный цикл производства HBM-памяти (9–12 месяцев), что позволяет рассчитывать на ощутимое увеличение выручки лишь во втором полугодии.

Ожидания в отношении рынков ПК и смартфонов были немного пересмотрены вниз, что соответствует обновленным прогнозам аналитического агентства IDC. При этом, как отмечают в TrendForce, содержание DRAM-памяти на одно устройство значительно увеличится, что связано как с переходом на стандарт DDR5, так и с общим повышением требований к памяти из-за ИИ-тренда. Менеджмент отмечает сильный спрос на LPDRAM-память со стороны OEM-производителей ПК. В сегменте NAND-памяти при продолжении позитивной динамики ситуация не столь однозначна, так как развитие интернета и облачных сервисов привело к снижению требований пользователей к объему твердотельных накопителей.

Прогноз менеджмента Micron в отношении выручки на первый квартал 2024 финансового года предполагает рост на 2,8–2,6% г/г, до \$4,20–4,60 млрд, при валовой марже по-GAAP в диапазоне –2–6%, против консенсуса на уровне \$4,24 млрд (+3,8% г/г) и –2,6% соответственно. Выход валовой рентабельности на положительную территорию ожидается не раньше второй половины 2024 года. В гайденс компании операционная маржа по-GAAP закладывается на отметке –24,5% против ожидаемых рынком –22,2%. Прогноз скорректированной EPS на квартал: –\$1–1,14 (консенсус: –\$0,89).

Предполагаем, что положительный эффект на прибыль из-за реализации уже списанных запасов позволит компании превзойти свой гайденс. На маржу продолжают оказывать давление ценовые условия и низкая загрузка производственных мощностей. Позитивным моментом станет постепенное расширение доли более маржинальных DRAM-чипов в выручке в 2024 году.

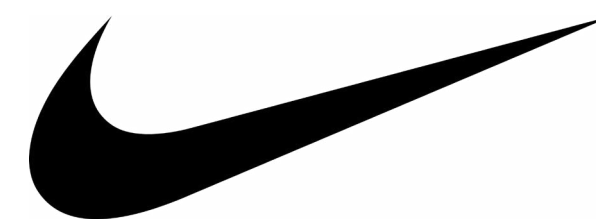
В 2024 фингоду компания планирует более высокие, чем рассчитывал рынок, CAPEX – в диапазоне \$7,1–7,3 млрд. Будут увеличены инвестиции в мощности по производству передовых

чипов памяти, в том числе HBM-памяти для ИИ дата-центров. Финансирования также требуют строительство фабрик в США, по которым компания в августе запросила субсидии в рамках CHIPS Act.

По расчетам менеджмента, спрос на наиболее современные чипы памяти Micron Technology в этом году превысит предложение. Чтобы максимально сократить этот дисбаланс, компания переоборудует часть мощностей (WFE) под выпуск новейших DRAM- и NAND-чипов, в результате чего эти мощности окажутся ниже уровней 2022 года.

Ситуация с китайскими санкциями остается существенным риск-фактором, но на данный момент Micron сталкивается с ограничениями преимущественно в сегментах Data Center и Networking.

Мы повышаем целевую цену акций MU с \$65 до \$70, рекомендация – «держаться».



29 сентября **Nike (NKE)** представила отчет за первый квартал 2024 финансового года. Результаты оказались сильными, несмотря на негативные тенденции в отрасли. Прошедший сезон отчетности показал, что потребительский сектор столкнулся с сокращением продаж товаров длительного пользования и смещением спроса в сторону товаров первой необходимости и продуктов питания. Этот тренд обусловлен ускорением инфляции, повышением цен на автомобильное топливо, снижением уровня сбережений, жесткими монетарными условиями. Поиндекс, включающий в себя компании, занимающиеся розничной продажей одежды, обуви и сопутствующих товаров, с начала года прибавил лишь 6,19% при росте S&P 500 на 12,13%.

Лидер индустрии спортивной обуви и одежды не разочаровал инвесторов и продемонстрировал, что успешно преодолевает временные негативные факторы, влияющие на валовую маржу. Более того, продажи компании стабильно растут, а рыночные позиции укрепляются, несмотря на сложную макроэкономическую ситуацию.

Выручка Nike в отчетном периоде выросла на 2% г/г, до \$12,94 млрд, при консенсусе Factset \$13,2 млрд. Продажи товаров под одноименным брендом превзошли ожидания в Северной Америке и EMEA, но недотянули до плановых ориентиров в Китае и регионе APLA.

Выручка в собственных магазинах Nike DTC увеличилась на 6% г/г, до \$5,4 млрд (доля в общем показателе уменьшилась с 43% кварталом ранее до 42%), позитивную динамику зафиксировали во всех регионах присутствия.



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

На звонке с аналитиками компания отметила двузначный рост трафика год к году в собственных магазинах. Доля прямых продаж в общей выручке с 2019-го по 2023 финансовый год увеличилась с 32% до 44%.

Продажи в Китае оказались ниже ожиданий аналитиков, их рост замедлился с 25% г/г в предыдущем квартале до 12% г/г без учета валютных колебаний, EBIT упала на 3%, в основном из-за курсовых разниц. Кварталом ранее сравнение результатов делалось с показателями периода локдаунов. Генеральный директор Джон Донахью в ходе посвященной релизу пресс-конференции заявил, что испытывает возросшую уверенность в будущем и в активности китайских потребителей, независимо от макроэкономических перспектив в стране.

Валовая маржа составила 44,2% при консенсусе 43,7%, сократившись примерно на 10 б.п. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года из-за роста себестоимости и убытков от курсовых разниц. Это было частично компенсировано ценовой политикой компании.

Объем запасов у Nike уменьшился на 10% г/г, до \$8,7 млрд, в первую очередь благодаря снижению показателя в натуральном выражении, что частично компенсировалось изменением ассортимента и повышением себестоимости продукции.

Оптовые продажи за квартал остались на уровне прошлого года, принеся компании \$7 млрд. Менеджмент подчеркнул, что Nike готова к взаимодействию с клиентами по всем каналам. Ретейлер выразил признательность Dick's Sporting Goods как одному из ключевых партнеров и отметил, что он все еще находится в процессе пересмотра своего бизнеса с Footlocker, который два квартала подряд фиксировал снижение продаж и прибыли. На конференц-звонке также было отмечено, что ни на одного партнера не приходится более чем средний однозначный процент продаж от общего оптового сегмента Nike.

Прибыль корпорации в отчетном периоде сократилась на 1% г/г, до \$1,45 млрд. Разводненная EPS оказалась равна \$0,94 при консенсусе \$0,76.

Менеджмент Nike по-прежнему рассчитывает на рост выручки на средний однозначный процент в текущем финансовом году. Валовая маржа, как ожидает компания, увеличится на 160 б.п. год к году. По итогам текущего квартала менеджмент прогнозирует небольшое повышение выручки при увеличении валовой маржи в пределах 100 б.п.

Среди негативных моментов отчета Nike отметим, что ее выручка впервые за последние два года недотянула до консенсуса на 0,5%. В Северной Америке, где корпорация генерирует около 44% выручки, продажи упали на 2% г/г, хотя в других регионах отмечен рост. Предполагаем,

что с возобновлением выплат по студенческим кредитам в октябре потребительские расходы в розничном секторе окажутся под дополнительным давлением.

В то же время с учетом макроэкономической неопределенности результаты Nike удалось продемонстрировать показатели рентабельности, превысившие ожидания рынка. На этом фоне после публикации отчета котировки NKE выросли на 6,7%, хотя с начала года их динамика остается отрицательной (-21%).

TESLA

2 октября **Tesla (TSLA)** выпустила операционные результаты за третий квартал. Объем поставок автомобилей увеличился на 26% г/г, но сократился на 6% кв/кв, составив 435 тыс. единиц. Компания произвела 430 тыс. авто (+17,6% г/г и -10% кв/кв). Последовательное снижение объемов поставок было вызвано запланированными приостановками сборочных линий в связи с модернизацией, анонсированной главой корпорации Илоном Маском при публикации отчета за предыдущий квартал. В пресс-релизе компания подтвердила свой прогноз, предполагающий выпуск 1,8 млн электромобилей по итогам года.

Рост поставок с января по сентябрь составил 45,7% г/г, превысив собственные ориентиры компании на уровне 31% г/г. В то же время в абсолютном значении этот результат оказался ниже консенсуса FactSet на уровне 461 тыс. и нашего прогноза на отметке 450 тыс.

18 октября Tesla опубликует финансовую отчетность за третий квартал. По итогам второго квартала 2023 года операционная маржинальность компании упала ниже 10% впервые с конца 2020 года. В прошлом квартале компания снизила цены на некоторые модификации своих электромобилей на 12-15%. Тем не менее обусловленное этим шагом усиление спроса не смогло компенсировать сокращение поставок из-за плановых остановок производства. Замедление роста поставок и снижение цен, скорее всего, не позволят Tesla показать рост операционной маржинальности выше 10%. Вероятно, до квартального релиза котировки TSLA продолжат находиться под давлением. Текущий прогноз производства предполагает, что в четвертом квартале компания продаст столько же электромобилей, сколько было реализовано в июле-сентябре. Комментарий главы компании Илона Маска в отношении объемов реализации до конца года может оказаться главным драйвером для котировок в текущем месяце.



Инвестиционная идея

Kraft Heinz. Дело вкуса

Привлекательные технические уровни котировок и фундаментальная недооцененность обеспечивают инвестпривлекательность акциям КНС

Тикер	КНС
Цена акций на момент анализа	\$34,40
Целевая цена акций	\$44,00
Потенциал роста	27,90%

О компании

Kraft Heinz Co (КНС) основана в 2015 году в Питсбурге, штат Пенсильвания. Компания специализируется на производстве продуктов питания и напитков под брендами Kraft, Heinz, Oscar Meyer, Velveeta, Smart Ones, Caprisun, Kool-Aid, Golden Circle и Honig и занимает первое место в секторе по выручке. Объем продаж в 2022 году составил \$26,5 млрд, из них \$20,3 млрд (76%) пришлось на США. Акции включены в индексы S&P 500, Consumer Staples, Nasdaq Composite.

Ключевые инвестиционные тезисы:

- **Kraft Heinz обладает привлекательной фундаментальной оценкой.** По мультипликатору P/E на текущий год эмитент оценен примерно в 13x при средней по индустрии отметке 23,6x. При этом падения прибыли Kraft Heinz в будущем не ожидается. Также компания оценивается на уровне 0,8x к балансовой стоимости при отсутствии рисков снижения ROE или утраты капитала. Для сравнения: у аналогов текущий мультипликатор P/B находится в диапазоне 3,4-3,7x. Дивидендная доходность на текущем уровне составляет 4,75%, и это выше, чем у конкурентов. Рентабельность капитала ROE у Kraft Heinz составляет 6,4%, что близко к значениям компаний-аналогов.

- **Чистый долг Kraft Heinz за пять лет сократился более чем на 30%, до \$18,2 млрд, что соответствует 3,8x EBITDA и является комфортным уровнем.** Валовая и операционная рентабельность, как и чистая прибыль эмитента, также на уровне аналогов. Стоит отметить и то, что последние четыре квартала компания отчитывалась лучше консенсус-прогноза.
- **Чистые продажи Kraft Heinz за последний отчетный квартал увеличились на 2,6% г/г.** Органический рост составил 4% г/г. Скорректированная валовая маржа оказалась равна 33,6%. Скорректированная EBITDA повысилась на 6%, до \$1612 млн, с маржей 24%. Чистая прибыль увеличилась в 3,7 раза, достигнув \$1 млрд, при рентабельности показателя на уровне 14,8%. EPS составила \$0,79 против прогноза \$0,76.
- **Акции КНС торгуются вблизи минимума за год, однако динамика их котировок улучшилась в сентябре.** Хотя осциллятор MACD указывает на возможное завершение отскока, на графике просматривается дивергенция, а это один из признаков перелома длительного даунтренда.
- **В бумаги Kraft Heinz инвестируют свыше 1560 финансовых институтов.** Крупнейший акционер компании – знаменитый Berkshire Hathaway Уоррена Баффета: он владеет 26,51% акций (325,6 млн) на сумму около \$11 млрд. В числе держателей бумаг компании Blackrock, Vanguard Group,

Вадим Меркулов,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №280

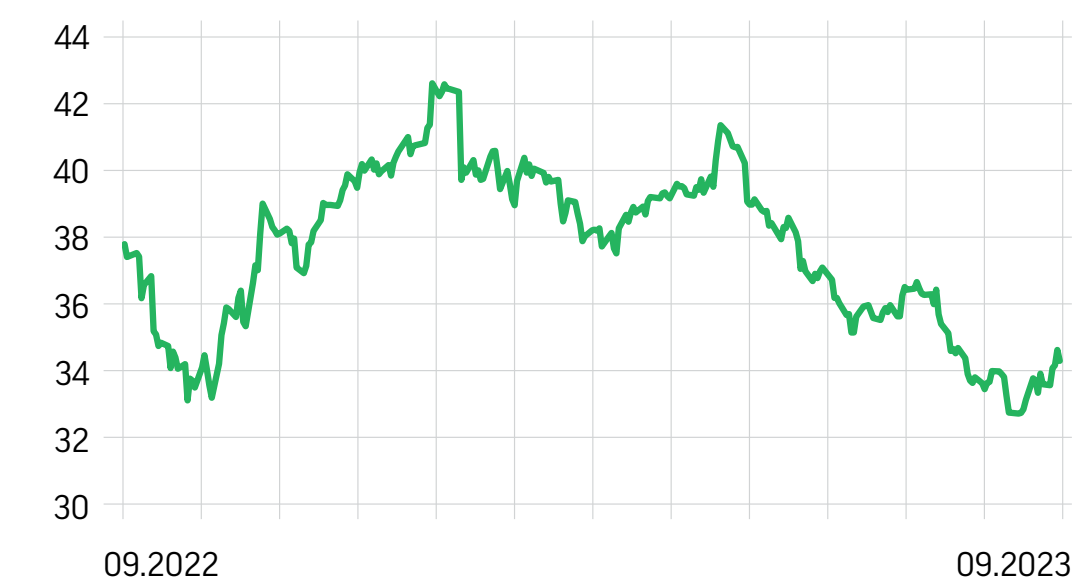
6 октября 2023

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
КНС	0,1%	2,7%	1,4%	-4,4%	1,2%
S&P 500	-1,1%	-2,6%	-1,5%	-0,3%	17,4%
Russell 2000	-1,6%	-0,3%	-8,5%	-7,3%	-1,1%
DJ Industrial Average	0,0%	-1,8%	-1,0%	0,8%	14,9%
NASDAQ Composite Index	-1,1%	-3,2%	-2,3%	-1,6%	22,1%

Динамика котировок КНС, \$



Инвестиционная идея

Bank of America, Invesco, State Street, JPMorgan, Northern Trust, Bank of NY и другие известные фонды. На долю институциональных игроков приходится 84% бумаг эмитента. Инсайдерам принадлежит менее 1,5%. Более половины фондов увеличили позиции в акциях КНС, а сократили доли менее трети владельцев. В короткой позиции находится около 17,7 млн акций (выше среднего за последний год), что соответствует торговому

обороту за 2,2 дня. Компанию покрывает значительное количество аналитиков, средний таргет которых по акции – \$40,68 при оценках в диапазоне \$39–48. Рекомендацию «покупать» дают 36% аналитиков, рейтинг «продавать» отсутствует.

Наш таргет по акции КНС – \$44, рекомендация – «покупать».

**Инвестиционный
обзор №280**

6 октября 2023

ffin.global

Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Выручка	26 185	26 042	26 485	27 090	27 479	27 812	28 432	29 210	29 350
Основные расходы	17 021	17 330	18 187	18 181	18 377	18 585	18 647	19 471	19 565
Валовая прибыль	9 169	8 712	8 298	8 898	9 086	9 183	9 511	9 689	9 735
SG&A	3 606	3 448	3 309	3 718	3 767	3 746	3 913	3 930	3 948
ЕБИТДА	6 669	6 371	6 003	6 261	6 439	6 580	6 876	6 933	7 002
Амортизация	955	910	922	938	962	970	967	975	982
ЕБИТ	5 558	5 264	4 989	5 236	5 375	5 514	5 624	5 775	6 997
Процентные выплаты (доходы)	1 270	1 130	959	923	922	913	1 000	1 000	1 000
ЕВТ	4 572	4 386	4 235	4 466	4 628	4 828	5 157	5 791	5 818
Налоги	1 032	753	795	888	953	998	1 006	1 803	1 812
Чистая прибыль	3 537	3 621	3 433	3 588	3 686	3 848	4 177	3 988	4 007
Dilluted EPS	\$2,88	\$2,93	\$2,78	\$2,90	\$2,99	\$3,13	\$3,38	\$3,55	\$3,28
DPS	\$1,60	\$1,60	\$1,60	\$1,60	\$1,61	\$1,62	\$1,60	\$1,60	\$1,60



Kraft Heinz

Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%
ROA	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Выручка/Активы	0,29x	0,3x	0,3x	0,3x	0,29x	0,3x	0,3x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Валовая маржа	35%	33%	31%	33%	33%	33%	33%	33%	33%
Маржа по ЕБИТДА	25%	24%	23%	23%	23%	24%	24%	24%	24%
Маржа по чистой прибыли	14%	14%	13%	13%	13%	14%	15%	14%	14%

Опционная идея

IRON CONDOR ON SHOP

Инвестиционный тезис

Shopify (SHOP) – созданная в 2004 году интернет-компания со штаб-квартирой в Оттаве, специализирующаяся на разработке программного обеспечения для онлайн- и традиционной розницы. Акции Shopify в этом году выиграли от существенной переоценки. После того как компания объявила о планах выйти из логистического бизнеса, ее мультипликаторы вернулись к двузначным показателям, более релевантным для поставщика программного обеспечения. Хотя само по себе стремление Shopify к интеграции логистики и реализации в свою экосистему было хорошей идеей, ухудшение макроэкономической ситуации сделало развитие в этом направлении слишком обременительным для бизнеса компании в целом. На этом фоне Shopify продемонстрировала сильные результаты за второй квартал и дала уверенные прогнозы на третий. Недавнее партнерство компании с Amazon и позитивные последствия продажи логистического бизнеса будут оказывать положительный эффект на дальнейшие результаты компании. В то же время ухудшение настроений потребителей и продолжение курса ФРС на ужесточение денежно-кредитной политики выступают факторами давления на бизнес Shopify. Мы полагаем, что к дате экспирации опционов 17 ноября цена акций SHOP будет находиться в диапазоне \$45–65.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность				
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М	
SHOP	Покупать	Call@\$75	17.11.2023	0,300	\$ (169,50)	0,068	0,012	0,029	-0,015	53,58%	54,94%	47,08%	56,16%	65,33%	
	Продавать	Call@\$65	17.11.2023	1,185		0,216	0,028	0,055	-0,033						52,16%
	Покупать	Put@\$45	17.11.2023	0,165		-0,028	0,005	0,011	-0,009						-0,009
	Продавать	Put@\$35	17.11.2023	0,975		-0,147	0,020	0,043	-0,026						-0,026

Параметры сделки

Продажа	Short Iron Condor on SHOP
Страйки	Long Call \$75; Short Call \$65 Long Put \$35; Short Put \$45
Покупка	+SHOP^DBH75;+SHOP^DBH35
Продажа	+SHOP^DBH65;+SHOP^DBH45
Дата экспирации	17.11.2023
Маржинальное обеспечение	\$1000
Максимальная прибыль	\$170
Максимальный убыток	\$831
Ожидаемая прибыль	17%
Точка безубыточности	\$43,3
	\$66,7

Управление позицией

Если в день экспирации 17 ноября цена базового актива окажется между проданными опционами колл и пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$170. Если же цена базового актива будет в диапазоне \$35–45 или \$65–75, убыток будет варьироваться. В таком случае будет необходимо продать/купить эквивалентное количество лотов (100 акций) SHOP для закрытия позиции в момент экспирации. При цене базового актива выше, чем у купленного опциона колл, или ниже, чем у купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$831. В позицию необходимо заходить до 1 ноября включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком станет хуже.

Инвестиционный обзор №280

6 октября 2023

ffin.global



Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global

ANTHROPIC

Anthropic

Компания Anthropic из Сан-Франциско, которая специализируется на кибербезопасности и исследованиях в области искусственного интеллекта, разработала ИИ-ассистент Claude, конкурирующий с ChatGPT. Компания привлечет от Amazon инвестиции в объеме \$4 млрд в обмен на миноритарный пакет своих акций. Первоначальный транш от корпорации составит \$1,25 млрд, при этом в соответствии с подписанным соглашением любая из сторон имеет право привлечь еще \$2,75 млрд финансирования, сообщает Reuters. По условиям сделки Anthropic сможет использовать центры обработки данных Amazon Web Services, а также чипы AWS Trainium и Inferentia для построения, обучения и развертывания своих моделей. В феврале сообщалось, что Alphabet вложила в этот стартап от \$300 до \$400 млн. В мае Anthropic в рамках инвестраунда серии C получила финансирование в объеме \$450 млн, главным образом от Spark Capital. В сентябре стартап привлек \$100 млн от SK Telecom.



Sierra Space

Sierra Space из штата Колорадо привлекла \$290 млн в рамках раунда финансирования серии B, который возглавили MUFG, Kanematsu Corp. и Tokio Marine & Nichido Fire Insurance. В результате ее стоимость была оценена в \$5,3 млрд. На сегодняшний день Sierra Space и ее дочерние структуры произвели более 4 тыс. космических систем, подсистем и компонентов для заказчиков по всему миру. Эти продукты использовались в 500 космических полетах, в том числе в миссиях на Марс. Последние пять лет Sierra разрабатывает коммерческую космическую станцию. Привлеченные от инвесторов средства компания планирует направить в расширение партнерских отношений. В 2021 году в инвестраунде серии A компания получила финансирование на сумму \$1,4 млрд от General Atlantic, Coatue и Moore Strategic Ventures.

AlphaSense

AlphaSense – это платформа рыночной аналитики и поисковая система нового типа, основанная на технологиях искусственного интеллекта, машинного обучения и обработке естественного языка. Продукт компании из Нью-Йорка позволяет клиентам сформировать корпоративные и инвестиционные стратегии за счет выборки релевантной информации из множества источников. Среди клиентов стартапа Microsoft, JP Morgan, Google, Siemens и другие. AlphaSense привлекла \$150 млн в рамках раунда серии E, возглавленного Bond Capital. В результате ее оценили в \$2,5 млрд. В предыдущем раунде бизнес был профинансирован на \$100 млн при оценке \$1,8 млрд. С момента основания компании в нее было вложено более \$770 млн инвестиций.

AlphaSense



Harbinger Health

Harbinger Health – основанный в 2020 году биотех, цель которого – коренным образом улучшить диагностику онкологических заболеваний. В инвестраунде серии B компания привлекла \$140 млн, в том числе от своего основателя, Flagship Pioneering, а также от новых институциональных инвесторов, в числе которых Pictet, Partners Investment, Catalyst и M&G Investments. Полученные средства будут направлены на завершение клинического исследования новой платформы HarbingerHx для скрининга рака на основе анализа крови, в котором участвует 10 тыс. испытуемых. Эта платформа использует машинное обучение, собственные знания в области молекулярной биологии, а также постоянно пополняющуюся базу с целью получить максимально полную клиническую картину. Первый продукт компании лабораторный тест (LDT) для выявления ранних стадий рака планируется вывести на рынок в 2025 году. Общий объем полученных Harbinger средств составляет около \$190 млн.



IPO Birkenstock

В ногу с модой

10 октября состоится IPO известного производителя обуви Birkenstock Holding Limited. Среди андеррайтеров размещения Goldman Sachs, J.P. Morgan, Morgan Stanley и другие

Чем интересна компания:

- **О компании.** Производитель обуви Birkenstock был основан в 1774 году, но получил популярность в 1970-х. На сегодня компания сотрудничает с Dior, Manolo Blahnik и Valentino, а также с Celine и Givenchy. В Birkenstock работает около 3 тыс. сотрудников, основные производственные мощности расположены в Германии. Продукция компании, в том числе сандалии и другая обувь, продается примерно в 90 странах мира, 76% доходов обеспечивают продажи пяти самых популярных моделей. В 2021 году частная инвестиционная компания L Catterton, владеющая брендами Tiffany и Dior, купила контрольный пакет акций Birkenstock.
- **Потенциальный рынок.** По данным Grand View Research, совокупный мировой рынок обуви в 2022 году оценивался в \$388 млрд. К 2030-му прогнозируется его рост до \$543 млрд, главным образом из-за стабильного усиления спроса на спортивную обувь и развития продаж через онлайн-каналы.
- **Финансовые показатели.** В 2021 году выручка Birkenstock увеличилась на 32%, в 2022-м – на 29%, за первое полугодие 2023-го – на 19%. EBIT-маржа за 2020 год составила 18%, повысившись в 2022-м до 29% и уже достигнув 18% за январь-июнь текущего года. Долг от всех активов компании составлял 40%.



Обзор перед IPO

Эмитент	Birkenstock Holding
Тикер	BIRK
Биржа	NYSE
Объем к размещению	\$1,5 млрд
Андеррайтеры	Goldman Sachs, J.P. Morgan, Morgan Stanley, BofA Securities, Citigroup, Evercore ISI, Jefferies, UBS Investment Bank, BNP PARIBAS, Bernstein, HSBC

BIRKENSTOCK



Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global



Ядерное ралли Казатомпрома

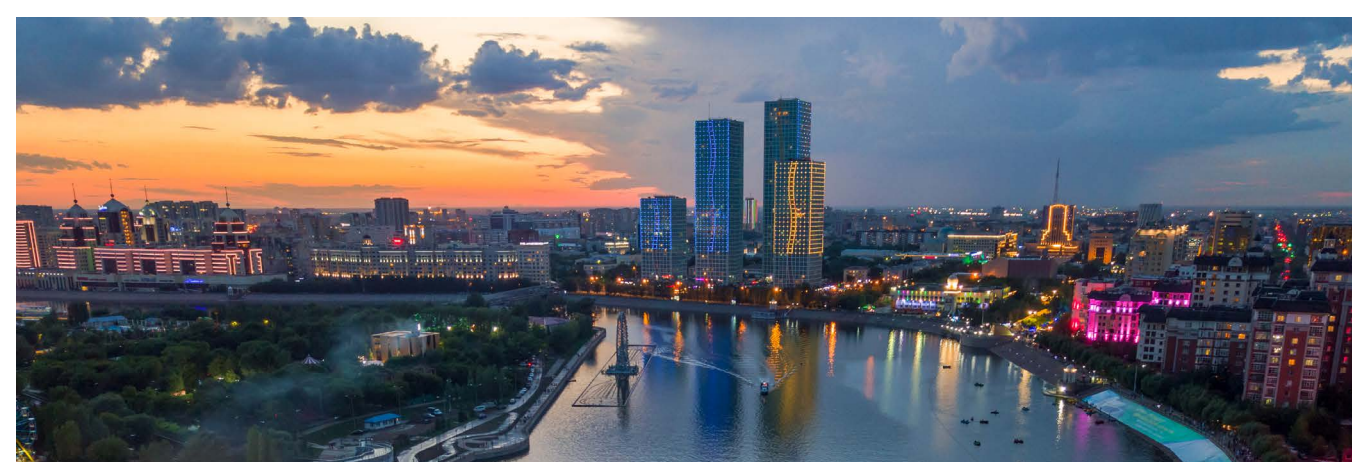
Абсолютным лидером роста второй половины сентября стал Казатомпром, позволивший KASE в очередной раз обновить исторические максимумы

За последние две недели KASE поднялся на 4%, что мы оцениваем как весьма неплохой результат. С 7 по 26 сентября индекс непрерывно двигался вверх 14 сессий подряд, неоднократно обновив исторические максимумы. Пиковая отметка для бенчмарка на текущий момент находится на уровне 4145,92 пункта, что на 27,5% выше показателя на 31 декабря 2022-го. Для сравнения: максимальный рост S&P 500 в текущем году составляет 20%.

Стоит отметить, что практически весь рост индекса за обозреваемый период стал заслугой акций Казатомпрома. Мы уже отмечали, что похожую динамику эти бумаги продемонстрировали примерно в тот же период в 2021 году. Тогда первый этап ралли завершился приростом на 80%. На этот раз можно утверждать, что та же фаза роста завершилась с результатом +75%. При этом нельзя исключать, что далее в котировках последует новая восходящая волна. Основным позитивным драйвером для акций Казатомпрома являются цены на уран, которые 28 сентября достигли отметки \$73,05 за фунт. Дополнительную поддержку бумагам компании оказал анонс планов до 2025 года, предусматривающих постепенное увеличение производства оксида урана. Если сейчас Казатомпром добывает на 20% меньше этого металла, чем заявлено в контрактах на недропользование, то в 2024 году показатель достигнет 10%, а в 2025 году выйдет на указанный в дого-

воренностях уровнях. Таким образом, производство вырастет примерно на 25%. Решение обусловлено текущей рыночной ситуацией и спросом со стороны клиентов.

Ближайшим к Казатомпрому эмитентом по темпам повышения котировок оказался БЦК: его акции подорожали на 3,9%, вновь выйдя из бокового тренда. Учитывая склонность этого инструмента к медленному росту, эту динамику можно охарактеризовать как продолжение неспешного ралли. Тем временем KEGOC объявил о старте подписки на акции в рамках права преимущественной покупки для действующих владельцев. Эта процедура продлится до 27 октября. Акции оказались в лидерах снижения из-за фиксации реестра дивидендов 26 сентября (в день проведения ВОСА). Размер утвержденного дивиденда за первое полугодие составил 77,74 тенге.



Ожидания и стратегия

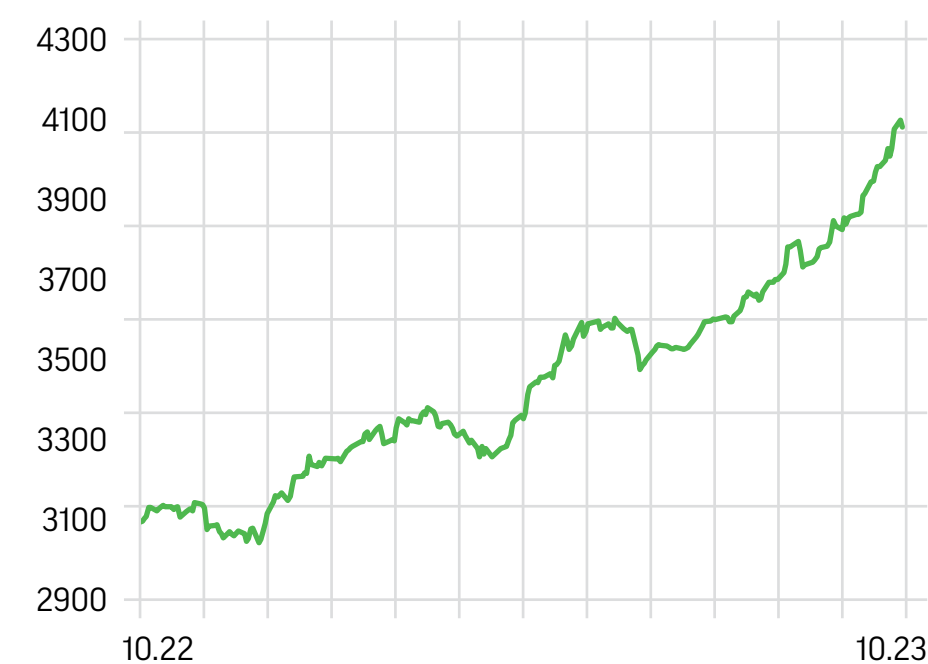
Мы видим некоторые признаки локального ослабления ралли в бумагах Казатомпрома – основного локомотива индекса KASE. Тем не менее не исключаем, что до конца 2023-го эти акции продемонстрируют еще одну-две волны роста, как это было в 2021 году. Данный инструмент также сохраняет потенциал для долгосрочных инвестиций, так как Казатомпром позитивно оценивает перспективы ближайших года-двух на рынке урана. Учитывая, что компания занимает в своей индустрии большую долю и имеет о ней более полную информацию, чем многие игроки, это можно расценивать как весьма значимый позитивный сигнал. Кроме того, рынок может получить поддержку от такого существенного позитивного фактора, как активное замедление инфляции и более решительное смягчение Нацбанком монетарных условий на этом фоне.



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	18.09.23	02.10.23	
Индекс KASE	3 967,45	4 126,07	4,0%
Казатомпром (KASE)	16 090,00	19 800,00	23,1%
Казатомпром (GDR)	36,90	42,15	14,2%
Банк ЦентрКредит (KASE)	693,51	720,65	3,9%
Kaspi (KASE)	45 992,00	46 634,98	1,4%
Казтрансойл (KASE)	819,99	830,00	1,2%
Халык Банк (KASE)	149,85	151,49	1,1%
Kaspi (GDR)	96,40	97,10	0,7%
Kcell (KASE)	1 993,80	1 997,60	0,2%
Казактелеком (KASE)	33 899,99	33 897,50	0,0%
Казмунайгаз (KASE)	11 920,00	11 880,00	-0,3%
Халык Банк (GDR)	13,50	13,20	-2,2%
KEGOC (KASE)	1 575,00	1 489,73	-5,4%

- **АО KEGOC запустило процедуру SPO.** В рамках доэмиссии KEGOC предложит 15 294 118 обыкновенных акций, при этом доля АО «Самрук-Қазына» составит не менее 85% от общего количества бумаг эмитента. Сбор заявок от новых инвесторов на участие в размещении продлится с 16 октября по 2 ноября.
- **Инфляция в Казахстане замедлилась до 11,8%.** Рост цен в сентябре составил 11,8% годовых после 13,1% в августе. Мы прогнозировали инфляцию на уровне 12,1%, поэтому характеризуем фактический результат как позитивный. Судя по последним пяти месяцам, можно ожидать, что итоговый рост цен за текущий год составит 7,2%, а это значительно ниже текущей базовой ставки. В этой связи на ближайшем заседании Нацбанк может с уверенностью снизить ставку сразу на 50 б.п.
- **В Нацбанке назвали причину ослабления тенге.** Заместитель председателя Нацбанка Алия Молдабекова считает, что снижение курса отечественной валюты стало следствием роста индекса доллара (DXY), активизации импортеров и сезона освоения бюджета, а также было вызвано снижением обязательной доли продажи валютной выручки и высокой базовой ставкой ФРС.

**Динамика USD/KZT, 1 год****Динамика индекса KASE, 1 год**

Инвестиционная идея

Народный банк. Открываем окна возможностей

Акции Народного банка подошли к удобной точке для входа в позиции с целью реализации максимального для бумаг из состава KASE потенциала роста

Причины для покупки:

- **Благоприятная техническая картина.** Основное среднесрочное сопротивление для котировок ГДР Народного банка на LSE расположено на уровне \$15. После двойного теста этой отметки 1 сентября котировки начали снижаться и 3 октября подошли к довольно важным уровням поддержки в районе \$12,8. Здесь одновременно проходят 200-дневная скользящая средняя, нижняя граница среднесрочного канала роста и уровень по Фибоначчи. Канал роста стартует с момента подъема акций в мае 2022 года и развивается как на LSE, так и на KASE. С учетом других позитивных факторов, о которых речь пойдет ниже, мы считаем эту точку подходящей для покупки подешевевшего актива. Основным минусом текущей картины является отсутствие восходящих дивергенций на дневном и четырехчасовом графике.
- **Чрезмерно эмоциональная реакция инвесторов на новости.** Заметное снижение котировок Народного банка произошло 1 сентября. Оно было вызвано заявлением президента Республики Казахстан Касым-Жомарта Токаева о сверхдоходах банков второго уровня. Мы полагаем, что текущее падение является скорее эмоциональным, нежели фундаментально обоснованным, поскольку пока не ожидаем серьезных последствий от будущих действий правительства. К тому же в послании президента не указаны какие-либо механизмы «более справедливого перераспределения прибыли банков». На наш взгляд, потенциальные изменения скорее могут коснуться вопросов налогообложения, нежели дивидендной политики.
- **Успешные результаты за январь-август 2023 года.** По данным Нацбанка (неконсолидированной отчетности), чистая прибыль Народного банка за восемь месяцев текущего года составила 446,4 млрд против 347,3 млрд годом ранее. В месячном выражении показатель увеличился на 13,5%, или на 53 млрд тенге.

Капитал кредитной организации по итогам августа равнялся 2,1 трлн тенге (+16,1% г/г), активы увеличились на 1,2% г/г, достигнув 13,5 трлн.

- **Самый высокий потенциал роста среди эмитентов KASE.** Согласно нашей оценке финансового отчета Народного банка за второй квартал, справедливая стоимость его акции составляет 230 тенге, что означает наличие потенциала роста около 50%. На текущий момент ни одна бумага в индексе не имеет такого запаса для будущего ралли.



АО «Народный банк Казахстана»

Тикер на KASE	HSBK
Цена на момент анализа	153,85 KZT
Целевая цена	188 KZT
Потенциал роста	22 %

Динамика акций на KASE



Российский рынок

IPO-активность возвращается

До конца текущего года акции на московской площадке разместят два новых эмитента

Российский фондовый рынок сопротивляется падению. Индекс МосБиржи, скорректировавшись к психологически значимой отметке 3000 пунктов, затем быстро отскочил выше на 150 пунктов. Тем не менее сентябрь стал первым с начала года месяцем, в котором рублевый бенчмарк ушел в минус. Позитивным драйвером индексы обеспечили котировки компаний нефтегазового сектора на фоне роста цен на углеводородное сырье и повышения стоимости нефтепродуктов на внутреннем рынке.

Московская Биржа обновила стратегию. С учетом сложившихся обстоятельств бизнес переориентируется на внутренний рынок, на локальных эмитентов и инвесторов. Среди целей площадки указано проведение порядка десяти IPO в год. Вслед за этим стало известно о планах сразу двух компаний получить публичный статус до конца года. Объем размещения завода «Кристалл» предварительно оценивается в диапазоне 1-1,5 млрд руб. Напомним, что в мае компания эмитировала облигации с купоном 14,2% и ежеквартальной выплатой, бумаги были распроданы преимущественно среди частных инвесторов. Также биржевой дебют готовит разработчик операционной системы и инфраструктурного программного обеспечения ГК Астра. Объем сделки на данный момент неизвестен, но free float составит около 5%. В обозримом будущем не исключено появление на бирже бумаг других эмитентов, среди канди-

датов называются входящие в АФК Система компании. Учитывая затормозившийся рост основного рынка, IPO могут быть интересны частным инвесторам, доля которых в обороте операций с акциями все еще составляет около 80%.

Другие новости рынка связаны преимущественно с иностранными компаниями и инвесторами. Продолжается переход эмитентов в дружественные юрисдикции. Вслед за Polymetal о завершении процедуры редомициляции объявила VK, которая перерегистрировалась в специальной экономической зоне Калининграда. Выкуп акций у нерезидентов не исключает Сбербанк, хотя детального плана этой процедуры на сегодня нет. Минфин настаивает, чтобы долевые бумаги, выкупаемые у нерезидентов, попадали на фондовый рынок. Подобные новости подогревают интерес к отдельным акциям, хотя в целом он ослабевает.

Четких сигналов к повышению ключевой ставки до конца года нет. Частные инвесторы переключились на облигации с достаточно привлекательной доходностью на текущих уровнях. Дивиденды, которых осенью и зимой будет совсем не много, уже неинтересны большинству биржевых игроков. Вновь проявился спекулятивный характер динамики рынка, что видно по всплескам торговых объемов и волатильности низколиквидных бумаг.

Георгий Ващенко,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global



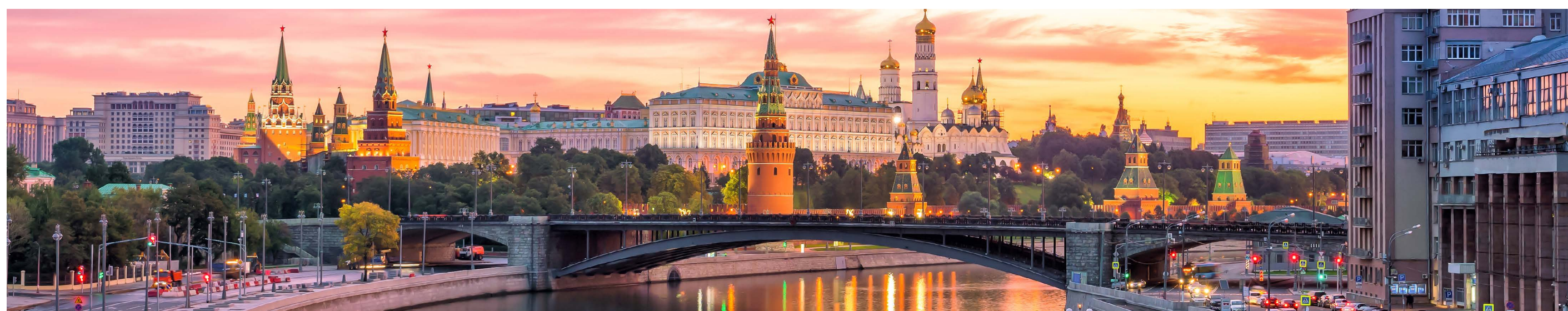
Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	15.09.23	29.09.23	
MOEX	3 153	3 133	-0,63%
PTC	1 029	1 007	-2,14%
Золото	1 926	1 841	-4,41%
Brent	94,31	92,40	-2,03%
EUR/RUB	102,94	103,96	0,99%
USD/RUB	96,50	98,43	2,00%
CNY/RUB	13,216	13,512	2,24%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи удержался от падения ниже 3000 пунктов и отскочил вверх на 3%. Индекс PTC около недели держался под отметкой 1000 пунктов. Пара USD/RUB торговалась преимущественно в диапазоне 95-98.



Российский рынок

Ожидаем

По нашим прогнозам, динамика на фондовом рынке будет смешанной. В лидеры роста способны выйти отдельные бумаги нефтегазового сегмента и других экспортеров, но это будет зависеть от цен на нефть и курса рубля. Движения Индекса МосБиржи предугадать затруднительно, не исключаем возврат к 3000 пунктам. Ориентир для пары USD/RUB: диапазон 95-100.

Наша стратегия

Продолжаем рекомендовать ситуативную торговлю бумагами первого-второго эшелона с учетом новостной и технической картины, а также внешнего фона. Интерес может сместиться с акций в сторону облигаций с фиксированной доходностью, драйвером роста которой является повышение ключевой ставки.

**Инвестиционный
обзор №280**

6 октября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Выручка **Сургутнефтегаза** от реализации по международным стандартам за первое полугодие 2023-го составила 917,3 млрд руб. Операционная прибыль оказалась равна 236,2 млрд руб. Чистая прибыль закрепились на отметке 842 млрд руб. Сумма финансовых активов, финансовые доходы и данные за сопоставимый период не раскрывались. Положительные курсовые разницы составили 690 млрд руб.



Выручка **Polymetal** за январь-июнь по МСФО увеличилась на 25% г/г, до \$1315 млн. В Казахстане компания сгенерировала 30% выручки, в России – 70%. EBITDA выросла на 31% г/г, до \$559 млн, с маржей 43%. Денежные затраты составили \$944 на унцию (ниже прогноза), совокупные денежные издержки оказались равны \$1366 за унцию (в рамках прогноза). Скорректированная чистая прибыль повысилась на 28% г/г, достигнув \$261 млн. На капзатраты было направлено \$375 млн (на уровне прошлого года). Операционный денежный поток составил \$35 млн, свободный оказался на отметке -\$341 млн. Чистый долг с начала года вырос на 8% г/г, до \$2590 млн.



Россети отчитались за первое полугодие по МСФО выручкой в объеме 324,5 млрд руб. при операционной прибыли в размере 74,5 млрд руб. и чистой прибыли в сумме 56,3 млрд руб. Данные результаты несопоставимы с показателями за аналогичный период прошлого года.



ВСМПО-Ависма в первом полугодии увеличило выручку по международным стандартам на 3,8% г/г, до 54 372 млн руб., при снижении операционной прибыли на 16,5% г/г, до 13,3 млрд руб. Доход от переоценки активов составил 10,8 млрд руб. против убытка 11,3 млрд руб. годом ранее. Чистая прибыль компании увеличилась в 3,1 раза, достигнув 12 345 млн руб., а чистая маржа оказалась на уровне 22%.



Кредитный портфель **ВТБ**, согласно данным за январь-август по МСФО, вырос на 14%, до 19,8 трлн руб. Объем займов для физлиц увеличился на 15,5%, до 6,5 трлн руб., кредитование для корпоративных клиентов выросло на 13,4%, до 13,3 трлн руб. Прибыль группы за истекшие восемь месяцев 2023-го составила 351,2 млрд руб., за август – 25,9 млрд руб.

Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global





Акция	15.09.2023	29.09.2023	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1307,2	1369	4,73%
НЛМК	192,82	210,2	9,01%
ММК	52,1	52,5	0,77%
ГМК Норникель	16440	16218	-1,35%
Распадская	349,9	353,45	1,01%
АЛРОСА	77,35	73,37	-5,15%
Полюс	11609	11429	-1,55%
Мечел, ао	195	203,7	4,46%
Мечел, ап	226,25	225,9	-0,15%
Русал	42,555	41,6	-2,24%
Polymetal	557,3	520	-6,69%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	260,89	261,7	0,31%
Сбербанк, ап	260,24	260,95	0,27%
ВТБ	0,027015	0,025665	-5,00%
ТКС, гдр	3514	3257	-7,31%
МКБ	6,831	7,028	2,88%
МосБиржа	176,3	179,8	1,99%
СПБ Биржа	173	164,1	-5,14%
QIWI plc	640	638,5	-0,23%
ЭсЭфАй	503,8	535,6	6,31%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	174,3	167,7	-3,79%
НОВАТЭК	1656,4	1670	0,82%
Роснефть	562	537,5	-4,36%
Сургут, ао	30,495	31,17	2,21%
Сургут, ап	49,67	56,435	13,62%
ЛУКОЙЛ	6561,5	6687	1,91%
Башнефть, ао	1954	1966	0,61%
Башнефть, ап	1457,5	1447,5	-0,69%
Газпром нефть	665,5	711	6,84%
Татнефть, ао	612,4	622	1,57%
Татнефть, ап	594,9	614,6	3,31%
Прочие компании			
Yandex N.V.	2588	2415,2	-6,68%
VK	655	665,2	1,56%
HeadHunter	3485	3385	-2,87%
Группа Позитив	2415,6	2363	-2,18%
Whoosh	222,36	214,13	-3,70%
АФК Система	17,593	17,28	-1,78%
СИАИ	769,2	746,2	-2,99%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	15.09.2023	29.09.2023	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,2915	4,27	-0,50%
РусГидро	0,9104	0,8747	-3,92%
ОГК-2	0,6415	0,6109	-4,77%
Юнипро	2,441	2,325	-4,75%
ТГК-1	0,011074	0,010554	-4,70%
Эл5 Энерго	0,771	0,7164	-7,08%
Мосэнерго	3,082	3,076	-0,19%
Россети - ФСК	0,1266	0,12548	-0,88%
Потребительский сектор			
Магнит	5808	5520	-4,96%
X5	2414,5	2232,5	-7,54%
Лента	757,5	731	-3,50%
Детский мир	66,1	69,76	5,54%
М.видео	199,5	187,1	-6,22%
OZON, адр	2795	2649,5	-5,21%
Fix Price	408,4	363,3	-11,04%
O'Key Group	38,94	35,48	-8,89%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	277,75	274,95	-1,01%
Ростелеком, ао	74,42	72,96	-1,96%
Ростелеком, ап	70,45	69,5	-1,35%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	41,43	41,41	-0,05%
НМТП	13,785	12,96	-5,98%
ДВМП	105,14	104,2	-0,89%
GLTR, гдр	680,9	661,2	-2,89%
Совкомфлот	111	121	9,01%
Строительство			
ГК ПИК	782,9	753,1	-3,81%
Группа ЛСР	725	705,4	-2,70%
Самолет	3774	3820	1,22%
InGrad	1686	1734	2,85%
Эталон	88,7	84,7	-4,51%

Торговая динамика в течение последних двух недель сентября была смешанной. В аутсайдерах оказались большинство акций ИТ-сектора, телекомов, ретейла, энергетики, транспорта. В лидеры роста за счет повышения цен на нефть и нефтепродукты вышли бумаги нефтегазовой отрасли.

«Медведям» пришлось отступить

Рост ряда акций при повышенных объемах торгов позволил компенсировать предыдущие потери

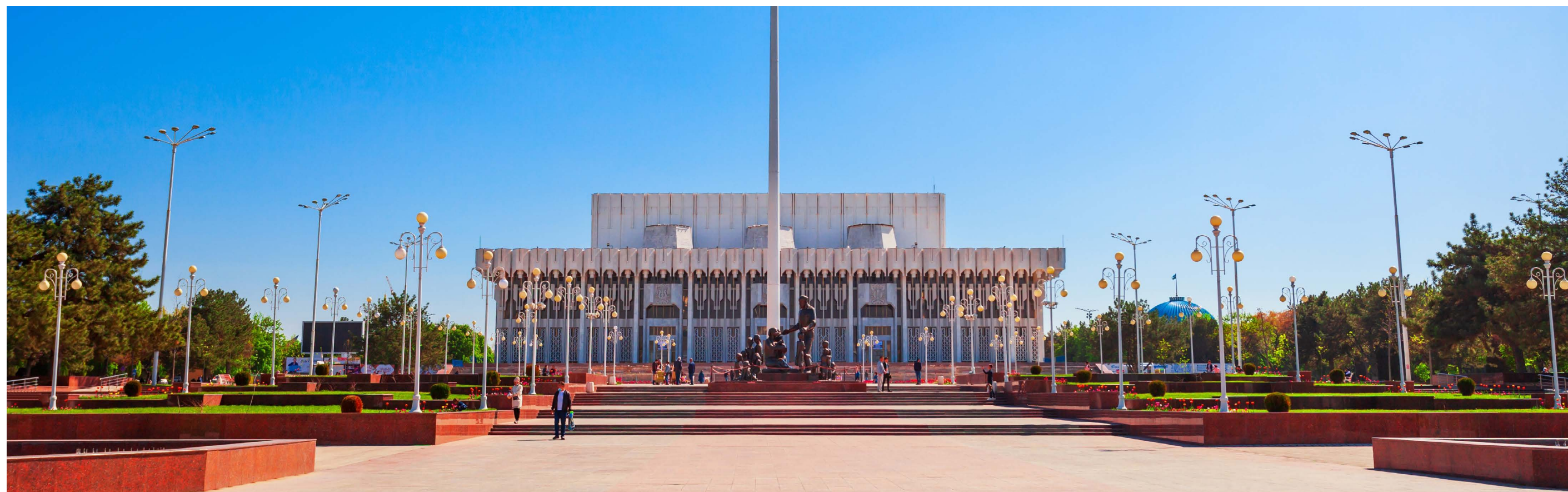
Индекс Egre Blue за последние две недели сентября поднялся на 4% при поддержке акций Хамкорбанка (+20%), который одновременно вошел в число лидеров по объему торгов с результатом 1522 млн сумов, и Кизилкумцемента (+10,94%). Также крупные обороты (554 млн сумов) были зафиксированы в бумагах Узметкомбината (UZMK). Узвторцветмет (-9,07%) стал аутсайдером рассматриваемого периода в связи с публикацией слабых результатов за полугодие.

Инфляция в Узбекистане за сентябрь составила максимальные для текущего года 1,2% месяц к месяцу, а в сопоставлении год к году индекс потребительских цен повысился на 9,2%.

Азиатский банк развития (АБР) в сентябре улучшил прогноз роста экономики Узбекистана на текущий и следующий год с апрельских 5% до 5,5%. Основаниями для пересмотра ориентиров в сторону улучшения стали рост экспорта продовольственных и текстильных товаров в Россию, а также увеличение объема инвестиций в страну. В свою очередь, прогнозы Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) предполагают рост ВВП Узбекистана на 6,5% в 2023–2024 годах. Банк отмечает, что ускорению развития экономики могут способствовать успешное проведение запланированных IPO и приватизация.

Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем **держать** акции Куvasайцемента (KSCM), Кварца (KVTS), Узвторцветмета (UIRM), Ипотека-банка (IPTB) и КМЗ (KUMZ).
- Для **покупки** от текущих уровней с целью достижения целевой цены подойдут бумаги УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), УзАвто Моторс (UZMT), Кизилкумцемента (QZSM) и Хамкорбанка (НМКВ).



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	15.09.2023	29.09.2023	
Egre Blue	1 739,66	1 809,32	4,00%
KVTS	1 803,00	1 763,00	-2,22%
QZSM	2 550,00	2 828,99	10,94%
SQBN	10,10	10,00	-0,99%
URTS	18 450,00	17 800,00	-3,52%
UZMK	7 301,00	7 250,00	-0,70%
KSCM	226 666,00	235 000,00	3,68%
НМКВ	50,00	60,00	20,00%
IPTB	0,91	0,92	1,10%
UIRM	5 500,00	5 001,01	-9,07%
UZMT	70 999,99	70 000,00	-1,41%

Новости экономики

- **Правительство Узбекистана с 1 октября либерализовало цены на электричество и газ для крупных предприятий, бюджетных организаций и частного бизнеса.** Для НГМК, АГМК, Узметкомбината это означает увеличение затрат на электроэнергию в 2,2 раза, что негативно скажется на их рентабельности и приведет к повышению конечных цен для потребителей.
- **Азиатский банк развития (АБР), пересмотревший вверх свои ожидания в отношении ВВП Узбекистана на текущий и будущий годы,** полагает, что до конца 2023-го в республике будет фиксироваться высокая инфляция. Учитывая упомянутое увеличение тарифов на электроэнергию, инфляция в 2023-м прогнозируется на уровне 11% с замедлением до 10% в 2024-м.
- **ЕБРР повысил прогнозы роста экономики РУз на 2023-2024 годы до 6,5%.** В качестве основного риска для динамики ВВП названы сокращение поступлений денежных средств из России. Сдерживающими факторами для экономического роста в долгосрочной перспективе будут износ инфраструктуры и проблемы с водоснабжением.

Важные новости

- Узавтосаноат (UZMT) и китайская BYD Auto создадут совместное предприятие по выпуску электромобилей в Джизакской области. Мощность первой для BYD сборочной площадки за пределами КНР на начальном этапе составит 50 тыс. машин в год. В дальнейшем объемы производства планируется поэтапно довести до 300 тыс. авто, часть этой продукции будет поставляться на экспорт.



Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global



Рост под вопросом

Заметная коррекция на немецких фондовых площадках была вызвана неопределенностью в отношении дальнейшей ДКП, но позитивные данные инфляции сумели сдержать активность «медведей»

С 18 по 22 сентября основной индекс немецкой фондовой биржи DAX продемонстрировал самое глубокое падение с конца июля, скорректировавшись на 2,12%, до 15 557 пунктов. Наиболее активно рынок снижался в понедельник (-1,1%) и четверг (-1,3%). В первый день указанной торговой недели динамику на фондовых площадках всей Европы определил обвал банковских котировок во главе с акциями Societe Generale, рухнувшими на 12%, после того как его руководство заявило, что ожидает лишь небольшого роста доходов в ближайшие годы. Дополнительное давление на рынки оказали комментарии одного из представителей руководства ЕЦБ о том, что до марта будущего года невозможно точно прогнозировать завершение текущего цикла ужесточения монетарных условий. Хотя ФРС и Банк Англии сохранили ставки без изменений, беспокойство их глав относительно устойчивости инфляции привело к пересмотру вверх прогнозов количества повышений ставок. Это и стало основной причиной снижения в ходе торгов 21 сентября. Не прибавили оптимизма биржевым игрокам и предварительные данные индекса деловой активности (PMI) за сентябрь, так как результат оказался ниже ожиданий. Тем не менее в лидерах роста на фондовом рынке Германии в среду оказался сервис доставки еды Delivery Hero (+7,1%), так как его менеджмент подтвердил информацию о частичной продаже азиатского бизнеса.

С 25 по 29 сентября коррекция продолжилась: DAX опустился на 1,1%, до 15 387 пунктов. Основное снижение пришлось на первые два дня недели, за которые бенчмарк терял примерно по 1%. Впрочем, в конце рассматриваемой пятидневки значительную часть этих потерь удалось компенсировать. В первый торговый день этого периода глава ЕЦБ Кристин Лагард заявила, что не подтверждает и не опровергает продолжение курса на подъем ставок. На этом фоне доходность десятилетних облигаций Германии достигла максимумов 2011 года. Опасения в отношении динамики розничных продаж в Китае перед длительными праздниками стали еще одним неблагоприятным для «быков» фактором. В среду рынок потянули вниз акции сектора недвижимости, после того как в Jefferies снизили рекомендацию сразу по нескольким британским компаниям из-за сложной ситуации в секторе коммерческой недвижимости Лондона. В то же время предварительная статистика инфляции в Германии за сентябрь зафиксировала ее рост ниже ожиданий инвестсообщества, а по ЕС в целом она оказалась минимальной за два года. На этих новостях немецкий фондовый рынок в последний торговый день сентября немного отскочил вверх. В числе лидеров роста этой сессии оказался Commerzbank: его котировки взлетели на 11% на новости об изменении политики возврата средств акционерам, предполагающей выплаты в объеме как минимум 70% чистой прибыли в 2024 году.

Ожидания и стратегия

За последние две недели сентября DAX ушел ниже поддержки в районе 15 650 пунктов, а в случае коррекции под отметку 15 200 она может продолжиться до 14 800 пунктов. При противоположном развитии событий есть основания ждать отскока вверх, но потенциал роста будет ограничен верхней границей нисходящего «треугольника», который формируется в районе 15 600 пунктов.

Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	15.09.23	29.09.23	
DAX Index	15 893,53	15 386,58	-3,2%
AT1 GR Equity	1,64	1,89	15,6%
CBK GR Equity	9,83	10,70	8,8%
8TRA GR Equity	18,69	19,80	5,9%
SHL GR Equity	46,02	48,01	4,3%
UTDI GR Equity	19,48	20,10	3,2%
OSR GR Equity	48,00	49,50	3,1%
VTWR GR Equity	34,60	35,26	1,9%
KBX GR Equity	58,80	59,84	1,8%
DBK GR Equity	10,25	10,42	1,6%
AFX GR Equity	81,78	82,68	1,1%
TKA GR Equity	7,10	7,17	0,9%
VOW GR Equity	123,90	124,65	0,6%
BEI GR Equity	121,95	121,75	-0,2%



Рынок Германии

Важные новости

- **Годовая инфляция в Германии оказалась ниже прогнозов.** В сентябре показатель замедлил рост с августовских 6,4% до 4,3% при консенсусе 4,5%. Повышение ИПЦ в основном обусловила динамика стоимости продуктов питания, подорожавших на 7,5% г/г. В ЕС инфляция уменьшилась с 5,2% до 4,3% годовых.
- **Розничные продажи в ФРГ сокращаются быстрее ожиданий.** В августе объемы реализации в рознице снизились на 1,2% м/м при среднем прогнозе, предполагавшем рост на 0,5% м/м. За год показатель упал на 2,3%.
- **Рост деловой активности (PMI) в Германии отстает от ориентиров рынка.** По предварительным данным, за сентябрь индекс вырос с августовских 44,6 пункта до 46,2, притом что в консенсус закладывался результат 47,2 пункта.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

Deutsche Post AG. Прибыльность с доставкой

Уверенные финансовые результаты и высокий потенциал развития бизнеса обеспечивают инвестиционную привлекательность акциям DHL

Причины для покупки:

- **Сильные позиции на основных рынках.** Deutsche Post, сменившая название на DHL, – это ведущий поставщик логистических услуг в мире с сильными позициями на основных рынках Европы, Северной Америки и АТР. По прогнозам, индустрия логистики с 2023-го по 2027 год будет расти на 4,2% ежегодно, что создает удачные возможности для улучшения финансовых результатов DHL. Компания реализует стратегию, направленную на расширение присутствия в активно развивающихся секторах e-commerce и экспресс-доставки. Это важный фактор для дальнейшего стабильного роста бизнеса компании.
- **Фокус на цифровизации и логистике.** Текущая стратегия развития DHL предполагает получение отдачи от инвестиций в современные технологии и инновации. На сегодня на немецкое подразделение Post & Parcel приходится менее 10% продаж всей группы. Объем капитальных затрат обеспечивает ей конкурентное преимущество. На современном этапе развития компания уже способна монетизировать свои инвестиции в логистику и цифровизацию.
- **Сохранение прибыльности в сложных макроусловиях и уверенные прогнозы.** Выручка DHL во втором квартале составила 20,1 млрд евро при операционной прибыли 1,7 млрд евро и свободном денежном потоке на уровне 450 млн евро. Ориентир DHL в отношении EBIT до конца текущего года предполагает результат в диапазоне 6,2–7 млрд евро. Компания рассчитывает на улучшение конъюнктуры, особенно в сегментах экспресс-доставки и экспедирования грузов, и ожидает повышения объемов оказания соответствующих услуг после четвертого квартала. К 2025 году прогнозируется рост выручки на 4% и при среднегодовом увеличении EBIT на 9% с достиже-

нием целевого показателя операционной прибыли 8 млрд евро. Анонсирование этих планов увеличивает привлекательность бумаг эмитента для инвесторов.

- **Стабильный баланс и ориентация на возврат прибыли акционерам.** С 25 по 29 сентября DHL провела обратный выкуп 682 628 своих акций в рамках действующей с 26 июня и до конца декабря 2024 года программы buy back. Всего с начала реализации этой программы общим объемом 3 млрд евро было выкуплено 11 664 906 бумаг.



Среднесрочная идея

Deutsche Post AG

Тикер на Xetra	DHL
Текущая цена	37,85 евро
Целевая цена	42,4 евро
Потенциал роста	12%

Динамика акций DHL на Xetra



Новости Freedom Holding Corp.



Конкурс KASE среди розничных инвесторов на рынке акций. Регистрация открыта!

Уважаемые инвесторы, напоминаем о возможности участвовать в ежегодном конкурсе Казахстанской фондовой биржи (KASE).

Условия

Период регистрации: 1 октября – 1 ноября 2023 года

Период конкурса: 10 октября – 10 ноября 2023

Что делать для победы: в период соревнований показать лучшую доходность по акциям из индекса KASE и сектора KASE Global. Победителей ждут ценные призы от биржи.

Как зарегистрироваться

- Скачайте электронную заявку на участие: https://kase.kz/files/zaiavka_konkurs_rozn_investors.doc
- Заполните форму.
- Отправьте заполненную форму вашему персональному менеджеру Freedom Broker.

Узнать контакты менеджера можно в мобильном приложении Tradernet.Global. Для этого перейдите в раздел «Меню – Контакты».

Также можно уточнить контакты менеджера по номеру **7555** (звонок с мобильного по Казахстану бесплатный). Номер для звонков с городского телефона или из-за рубежа: **+7 727 355 75 55**

Менеджер регистрирует вас, и вы получите на email подтверждение.

Желаем удачи!



Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global



Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №280

6 октября 2023

ffin.global

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

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев
capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов
vadim.merkulov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина
prglobal@ffin.kz

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

+7 7172 727 555, info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

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

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