

Инвестиционный обзор



№236
11 ноября 2021

Фондовый рынок США:

ФРС начинает сокращение QE

Федрезерв с ноября снижает объем выкупа активов на \$15 млрд в месяц. С учетом изначального размера программы количественного смягчения, равного \$120 млрд, до ее полного завершения потребуется восемь месяцев

Российский рынок: В фарватере внешних площадок

Рынок Украины: Основной ньюсмейкер – Укрнафта

Рынок Казахстана: Передышка в ожидании хороших новостей

Рынок Узбекистана: Сезон рекордов

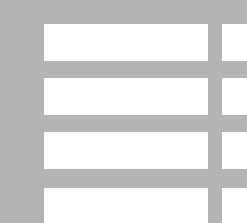
Рынок Германии: Испытание успехом

Инвестиции, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



Содержание:

Рынок США. ФРС начинает сокращение QE.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Волшебная пилюля для каждого своя.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 8 ноября.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. BHP GROUP. В ногу со временем.....	11-12
Оptionная идея. BULL PUT SPREAD ON SNAP.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. UserTesting. Электронная книга жалоб и предложений.....	15
Российский рынок. В фарватере внешних площадок.....	16-18
Инвестиционная идея. Московская биржа. Уникальное торговое предложение.....	19-20
Рынок Украины. Основной ньюсмейкер – Укрнафта.....	21-22
Рынок Казахстана. Передышка в ожидании хороших новостей.....	23-24
Инвестиционная идея. Казахтелеком. Standard & Poor’s рекомендует.....	25
Рынок Узбекистана. Сезон рекордов.....	26-27
Рынок Германии. Испытание успехом.....	28-29
Среднесрочная идея. Bayerische Motoren Werke AG. Курс на превосходство.....	30
Новости ИК «Фридом Финанс».....	31
Контакты.....	32



Фондовый рынок США

ФРС начинает сокращение QE

Федрезерв с ноября снижает объем выкупа активов на \$15 млрд в месяц. С учетом изначального размера программы количественного смягчения, равного \$120 млрд, до ее полного завершения потребуется восемь месяцев

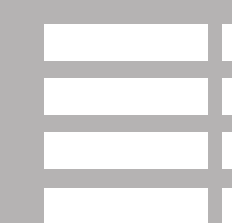
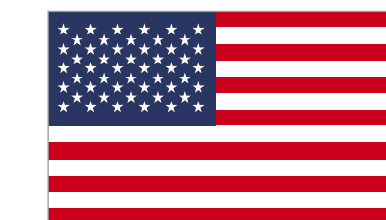


Новости одной строкой:

- 28.10.2021** По предварительной оценке, ВВП США в третьем квартале вырос на 4,9% г/г при консенсусе 5,3%
- 03.11.2021** FOMC принял решение с ноября начать сокращение QE на \$15 млрд в месяц
- 04.11.2021** По условиям сделки ОПЕК+ добыча нефти в декабре вырастет на 400 тыс. баррелей в сутки
- 05.11.2021** Конгресс США направил на подпись президенту программу инфраструктурных реформ в объеме \$1,2 трлн

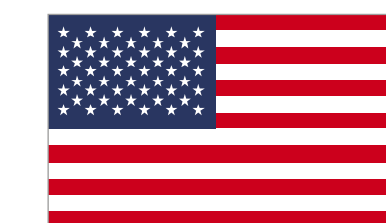
По состоянию на 09.11.2021

Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	2,02%	8,18%
QQQ	Индекс NASDAQ100	3,23%	11,53%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,42%	5,88%
UUP	Доллар	0,12%	0,20%
FXE	Евро	0,05%	-0,38%
XLF	Финансовый сектор	-0,60%	3,79%
XLE	Энергетический сектор	1,37%	5,85%
XLI	Промышленный сектор	1,82%	6,67%
XLK	Технологический сектор	3,44%	11,26%
XLU	Сектор коммунальных услуг	0,46%	4,06%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,72%	5,33%
SLV	Серебро	1,18%	6,84%
GLD	Золото	1,91%	3,19%
UNG	Газ	1,63%	-13,87%
USO	Нефть	-1,05%	1,65%
VXX	Индекс страха	-2,85%	-21,54%
EWJ	Япония	2,87%	2,91%
EWU	Великобритания	-0,45%	2,63%
EWG	Германия	2,25%	5,44%
EWQ	Франция	2,77%	7,25%
EWI	Италия	2,69%	7,04%
GREK	Греция	0,04%	0,43%
EEM	Страны БРИК	0,00%	1,96%
EWZ	Бразилия	2,15%	-5,99%
RSX	Россия	-0,22%	1,72%
INDA	Индия	2,35%	1,01%
FXI	Китай	-2,45%	3,01%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (28.10.2021 – 05.11.2021)



28.10.2021

По предварительной оценке, ВВП США за июль-сентябрь вырос на 4,9% г/г против 12,2% кварталом ранее при консенсусе 5,3%. В поквартальном сопоставлении экономика прибавила 2%, недотянув до общерыночных ожиданий 0,7%



05.11.2021

План инфраструктурных реформ Байдена объемом \$1,2 трлн принят палатой представителей Конгресса и направлен на подпись президенту. В программу заложено финансирование модернизации транспортной инфраструктуры и реализации экологических проектов



05.11.2021

Разработанный Pfizer пероральный препарат PAXLOVID продемонстрировал эффективность 89% против летальных исходов и тяжелого течения заболевания при приеме в течение трех дней после обнаружения симптомов COVID-19



28.10.2021

Корпорация Facebook объявила о переименовании в Meta. Ребрендинг отражает новую стратегию ее развития. Акции компании с 1 декабря 2021 года будут торговаться под тикером MVRB



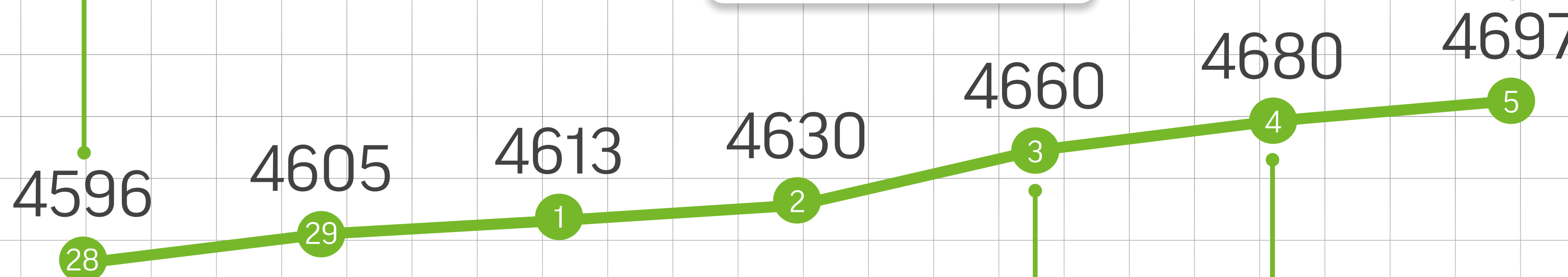
03.11.2021

С ноября текущего года объем покупки активов со стороны ФРС будет сокращаться на \$15 млрд в месяц, что позволит регулятору завершить программу QE в июне 2022-го



04.11.2021

Участники сделки ОПЕК+ договорились в следующем месяце увеличить добычу нефти на 400 тыс. баррелей в сутки. Очередной пересмотр параметров соглашения запланирован на 2 декабря



Самое главное

Волшебная пилюля для каждого своя

Люди часто мечтают о волшебной таблетке, способной разом вылечить все недуги. Pfizer создала средство PAXLOVID, которое, к сожалению, не делает любого человека здоровым, но практически исключает тяжелое течение болезни при заражении COVID-19. Новый препарат успешно прошел второй этап клинических испытаний: риск госпитализации при приеме лекарства в течение трех дней после обнаружения симптомов коронавирусной инфекции снижается на 89%. Европейский конкурент Merck представил результаты тестирования противокоронавирусного лекарства неделей ранее, но его доказанная эффективность составила лишь 50%.

По согласованию с FDA Pfizer завершит набор испытуемых для дальнейших исследований PAXLOVID и до 25 ноября подаст заявку для получения разрешения на экстренное применение (EUA). Положительное решение по этой заявке может быть принято до конца года. В течение следующих пяти месяцев лекарство от COVID-19 начнут широко распространять в США, а далее и по всему миру. Благодаря таблетке, созданной Pfizer, мир сможет вернуться к доковидному образу жизни в течение следующего года. Безусловно, ограничения отменят не сразу, но уже во второй половине 2022-го в развитых странах более половины противоэпидемических мер может быть снято. Рынки акций 5 ноября отреагировали на эту новость бурным ростом, и это неудивительно: победа над пандемией считается залогом экономического роста. Однако рынок облигаций расценил поступившую информацию иначе, даже несмотря на анонсированное ФРС 3 ноября продолжение мягкой политики и принятие Конгрессом 5 ноября программы инфраструктурных

Тимур Турлов,
глава инвестиционного
комитета ИК «Фридом Финанс»



реформ объемом \$1,2 трлн. Даже в условиях рекордных темпов инфляции доходность десятилетних облигаций США опустилась до 1,49%, у пятилетних она находится на отметке 1,12%, а у двухлетних равняется 0,45%. Спред между «десятилетками» и «двухлетками» начинает сокращаться, что обычно происходит в конце цикла экономического роста. Долговой рынок в последний месяц вообще довольно странно реагирует на новостные заголовки, но одно объяснение этому есть. Рынок фиксированной доходности предполагает, что ФРС ошибается, считая ускорение инфляции временным явлением. Ожидается, что попытки исправить эту ошибку приведут к двум повышением ключевой ставки с шагом в 0,25%, а эти меры ударят как по инфляции, так и по экономическому росту.

И снова инвесторам приходится наблюдать, как одну и ту же информацию разные участники рынка интерпретируют абсолютно противоположным образом. Однако я стою на оптимистичных позициях, и у меня для этого сразу две причины.

Во-первых, ФРС максимально подробно и прозрачно доносит свое видение ситуации и планы до инвесторов, что снижает потенциал всплесков волатильности на фоне изменений курса монетарной политики. Во-вторых, если некоторые участники рынка думают, что повышение ключевой ставки с текущих 0,25–0,5% до 0,5–0,75% к концу 2022 года способно резко остановить экономический рост и задушить инфляцию, то они явно ошибаются. Фундаментальная стабильность не позволит изменению ключевой ставки на 0,5% спровоцировать сбой ни на американском фондовом рынке, ни в экономике в целом.

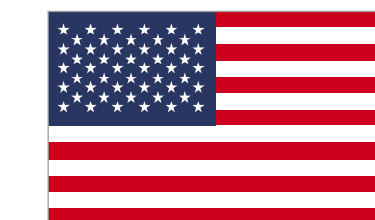
Важные новости

28 октября были опубликованы предварительные данные о динамике ВВП США в третьем квартале, согласно которым базовый показатель экономики повысился на 4,9% г/г при среднерыночном прогнозе 5,3%. Рост ВВП в поквартальном сопоставлении замедлился с 6,7% в апреле-июне до 2% против консенсуса 2,7%.

3 ноября Комитет по открытым рынкам ФРС США (FOMC) анонсировал сокращение программы количественного смягчения на \$15 млрд ежемесячно с ноября 2021-го. Объем покупки трежерис будет урезан на \$10 млрд в месяц, выкуп ипотечных бумаг снизится на \$5 млрд. При этом FOMC оставил за собой право корректировать параметры тейперинга в зависимости от рыночных условий. На данный момент объем выкупа активов составляет \$120 млрд в месяц.

4 ноября по итогам министерской встречи ОПЕК+ было решено в декабре сохранить ранее согласованные параметры добычи, которые подразумевают увеличение квот на 400 тыс. баррелей в сутки ежемесячно начиная с августа. Следующее заседание мониторингового комитета состоится 2 декабря.

5 ноября палата представителей Конгресса США утвердила предложенный администрацией Байдена план инфраструктурных реформ объемом \$1,2 трлн и направила его на подпись президенту. Ранее документ был одобрен Сенатом. В программу заложены расходы на модернизацию всей транспортной инфраструктуры, электросетей и систем водоснабжения, а также на реализацию экологических проектов и создание национальной сети зарядных станций для электромобилей.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4600–4800 пунктов

Глобальная картина

За последние две недели индекс S&P 500 вырос на 3,3%, до 4697,5 пункта. Во многом такая динамика обусловлена сильными результатами компаний по итогам третьего квартала, позволившими в значительной степени нивелировать опасения инвесторов по поводу ослабления деловой активности, снижения темпов роста ВВП и сохраняющихся проблем в цепочках поставок. Еще одним фактором, поддержавшим «бычий» настрой инвесторов, стала уверенная статистика по рынку труда, которая зафиксировала увеличение числа занятых американцев и сокращение безработицы в США в октябре.

По состоянию на 5 ноября 447 компаний из списка S&P 500 отчитались за третий квартал 2021 года. Выручка этих эмитентов выросла на 18,5%, прибыль – на 41,3%, превзойдя консенсус на 2,6% и 9,5% соответственно. Заметное влияние на динамику фондовых индексов оказали результаты Microsoft (MSFT), Alphabet C (GOOG), Visa A (V), United Parcel Service (UPS), AMD (AMD), Coca-Cola (KO), Comcast (CMCSA), Merck&Co (MRK), Exxon Mobil (XOM), EPS которых превысила ожидания рынка на 9,1%, 17,4%, 6,3%, 10,2%, 12,4%, 16,5%, 12,9% и 1,3% соответственно. При этом инвесторов разочаровали показатели Seagen (SGEN), Boeing (BA), Royal Caribbean Cruises (RCL), Peloton Interactive (PTON): их убыток превзошел прогнозы на 180%, 200%, 11,8% и 13,6% соответственно.

В ближайшие две недели в фокусе рынка будут отчеты PayPal Holdings Inc (PYPL), DR Horton (DHI), Walt Disney (DIS), Tyson Foods (TSN),

Walmart (WMT), NVIDIA (NVDA), Cisco (CSCO), Intuit (INTU) и Applied Materials (AMAT).

Макроэкономическая статистика

Вышедшие за последние две недели макроданные в целом носили позитивный характер. Так, октябрьский индекс ожиданий потребителей от Мичиганского университета оказался на уровне 67,9 пункта (ожидался на уровне 67,2 пункта), октябрьский PMI в Чикаго вырос до 68,4 пункта (ожидалось снижение до 63,5 пункта), количество новых рабочих мест вне сельского хозяйства за октябрь составило 531 тыс. (ожидалось 450 тыс.). При этом ВВП по итогам третьего квартала увеличился лишь на 2% (ожидался рост на 2,7%), а сентябрьский базовый индекс расходов на личное потребление повысился на 3,6% (ожидался рост на 3,7%).

В течение ближайших двух недель в центре внимания участников рынка будут данные по инфляции, настройкам потребителей, динамике розничных продаж и ситуации в секторе недвижимости.

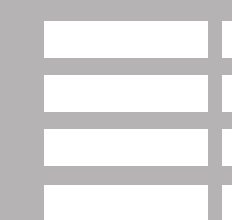
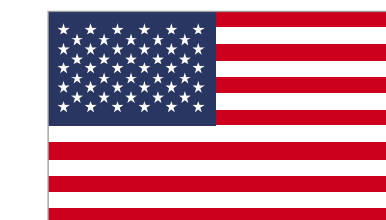
Монетарная политика ФРС

По итогам проведенного 2-3 ноября заседания ФРС приняла решение о начале сворачивания программы QE в ноябре текущего года на \$15 млрд в месяц. По прогнозам Джерома Пауэлла, окончательное восстановление показателей занятости в США будет достигнуто ко второму полугодю 2022-го. Глава ФРС также отметил, что по мере улучшения эпидемической обстановки проблемы в цепочках поставок урегулируются, что приведет к нормализации инфляции.

Техническая картина

Индекс S&P 500 смог успешно закрепиться выше 4540 пунктов, после чего рост котировок ускорился при объемах торгов выше средних уровней за последние несколько дней. В то же время осциллятор RSI оказался в зоне перекупленности (выше 70 пунктов), что указывает на вероятное достижение локальных пиков и может привести к технической коррекции индекса широкого рынка. Однако не исключено, что среднесрочный восходящий тренд будет сохраняться.

Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

facebook

Корпорация **Facebook (FB)** переименована в Meta Platforms, а ее акции с 1 декабря будут торговаться под тикером MVR5. Ребрендинг отражает новую стратегию корпорации по построению «метавселенной». Приоритетом развития компании стала разработка инновационных методов коммуникации с использованием VR/AR-технологий. Структуру бизнеса менять не планируется.

Подразделение Facebook Reality Labs (FRL) занимается разработкой VR-шлемов Oculus и другими VR/AR-проектами. Более половины прироста бюджета R&D в последнее время направляется именно на FRL, где работает около 20% сотрудников корпорации. В комментариях к отчету за третий квартал менеджмент отметил, что операционная прибыль компании в текущем году могла быть выше примерно на \$10 млрд без учета расходов на FRL.

Таким образом, реальная рентабельность рекламного бизнеса компании значительно больше, чем предполагалось ранее. Со следующего квартала Meta начнет раскрывать выручку и операционный убыток Facebook Reality Labs. Дополнительные данные по FRL могут привести к пересмотру целевой цены по бумагам Meta инвестбанками, которые будут использовать методологию SOTP (оценка бизнеса по частям). Обнародование финансовой информации по сегментам позитивно отразилось на акциях Alphabet, когда в начале 2016 года она раскрыла операционный убыток подразделения Other Bets, а в начале 2021-го сделала то же в отношении Google Cloud.

Главным риском для Facebook стала новая политика приватности iOS, ограничивающая возможности таргетирования и анализа эффективности диджитал-рекламы. Еще одним фактором давления выступают новые судебные разбирательства. Мы считаем, что эти риски в основном отражены в текущих котировках. Акции торгуются с мультипликатором P/E NTM около 24x, соответствующим среднему значению за пять лет.

Целевая цена по акции Meta на горизонте года – \$400, долгосрочный прогноз позитивный. Важным фактором поддержки выступает программа выкупа акций объемом \$50 млрд (более 5% рыночной капитализации компании).

 **zendesk**

Zendesk (NYSE: ZEN) объявила о достижении соглашения на покупку Momentive (ex SurveyMonkey) (NASDAQ: MNTV) – разработчика облачной платформы для организации и проведения опросов в SaaS-формате. На платформе SurveyMonkey работают 345 тыс. организаций и более

20 млн активных пользователей. 98% компаний из списка Fortune 500 являются клиентами SurveyMonkey. Компания предоставляет базовый бесплатный продукт, который позволяет пользователям быстро организовать простые опросы, план оплачиваемой подписки с неограниченным количеством опросов, аналитикой и круглосуточной техподдержкой, а также решение SurveyMonkey Enterprise для управления учетными записями, совместной работы и обеспечения информационной безопасности корпоративного уровня. Также компания развивает направление XM-решений.

SurveyMonkey в 2021 году провела ребрендинг и сменила название на Momentive, что отражало предложение эмитентом новых продуктов помимо опросов. CEO Momentive Зандер Лурье описывает новые решения как инструменты, помогающие преобразовать отзывы сотрудников и клиентов в решения по разработке продуктов и управлению бизнесом.

SurveyMonkey оценивает объем рынка, который могут охватить в будущем ее продукты, в \$25 млрд. Согласно данным Market Insights Reports, ключевой для Momentive рынок онлайн-опросов вырастет с \$1,36 млрд в 2020 году до \$3,64 млрд в 2027-м, CAGR составит 15%. По оценкам enlyft.com, рыночная доля Momentive в сегменте онлайн-опросов равняется 25,4%.

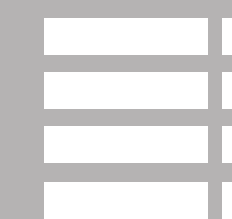
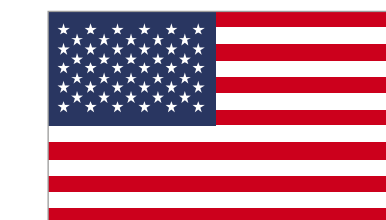
У инвесторов Zendesk есть несколько поводов для недовольства предстоящей сделкой. Во-первых, выручка Momentive растет медленнее, чем у Zendesk, что окажет давление на динамику ее доходов. Кроме того, non-GAAP операционная маржинальность Momentive в 2020 году составила лишь 2,7% при 7% у Zendesk.

Momentive расширила продуктовую линейку, в том числе в пользу XM-направления, но на продажи XM-решений приходится лишь 32,3% доходов. По этому параметру компания отстает от лидирующей в секторе Qualtrics, выручка которой в прошлом квартале выросла на 40%.

Мы полагаем, что посредством покупки Momentive Zendesk стремится диверсифицировать продуктовую линейку и усилить сегмент CRM-решений (в начале октября рынок обсуждал возможность покупки Momentive крупным CRM-провайдером). На наш взгляд, у компании есть возможности для активизации продвижения своего ключевого CRM-продукта Zendesk Sunshine, хотя в течение последних нескольких кварталов менеджмент не представлял деталей в отношении развития данного направления, его позиций и перспектив. Последний обзор CRM-рынка, сделанный Gartner, указывает, что Zendesk остается среди его лидеров. Рейтинг Zendesk Sunshine от Gartner составляет высокие 4,5, что указывает на потенциал дальнейшего развития данного продукта.

В пресс-релизе Zendesk отмечается, что сделка будет оплачена в пропорции 0,225 акции Zendesk за акцию Momentive, что эквивалентно \$28 за бумагу. Менеджмент Zendesk планирует завершить сделку в первом полугодии будущего года после получения одобрения от акционеров и разрешения от регулятора. Полагаем, что с условиями сделки могут не согласиться

Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

акционеры Momentive, так как котировки Zendesk обвалились до \$101,6, таким образом, на одну акцию Momentive будет выплачено лишь \$22,87.

Если же покупка будет согласована и с акционерами, и с регуляторами, число акций Zendesk в обращении может увеличиться на 32,9 млн (+28,6% к текущему объему). Полагаем, что давление сделки на маржу покупателя будет продолжаться в течение года-полутора с последующим улучшением по мере увеличения масштабов операций. Еще одним фактором снижения котировок Zendesk могут стать дополнительные условия со стороны акционеров Momentive в виде вознаграждения денежными средствами или изменения условий сделки, предполагающих премию к текущей цене.

С учетом вероятности изменения в условиях вознаграждения акционеров Momentive или их отказа от сделки мы сохраняем целевую цену по Zendesk на отметке \$158.



Акции одного из крупнейших в мире разработчиков игр **Activision Blizzard (ATVI)** упали на 14% после релиза отчета за третий квартал. Сегмент Blizzard, представленный такими играми, как World of Warcraft и Overwatch, оказался в центре внимания инвесторов. Главной негативной новостью стал перенос выхода Overwatch 2 на неопределенный срок, но позднее 2022 года. Релиз Diablo IV также перенесен на более отдаленную перспективу, притом что премьера ожидалась в 2023-м. По словам менеджмента, будет разумно дать сотрудникам больше времени на разработку столь ожидаемых игр.

В июле в подразделении Blizzard разразился скандал вокруг сексуальных домогательств, поступали и другие жалобы работников в отношении корпоративной культуры. Сопутствовавшие этой истории протесты негативно повлияли на результаты деятельности разработчиков и дизайнеров. Для урегулирования внутреннего конфликта был принят ряд мер, в частности, руководителями подразделения Blizzard назначены мужчина и женщина. Однако на последнем конференц-звонке для инвесторов было неожиданно объявлено о том, что Дженнифер О'Нил покидает компанию и во главе подразделения остается Майк Ибарра.

Выручка сегмента Blizzard за третий квартал составила \$493 млн, недотянув до консенсуса, закладывавшего ее на уровне \$524 млн.

На фоне негативных новостей акции Activision Blizzard выглядят привлекательно с точки зрения форвардных мультипликаторов. По P/E NTM компания оценивается около 17,5x, по EV/EBITDA

NTM – примерно в 12x, что соответствует минимумам 2019 года. В этой связи продолжение нисходящего тренда в котировках выглядит маловероятным. В то же время не исключено, что до публикации следующего квартального отчета акции останутся в режиме консолидации. Поддержку котировкам способны оказать результаты продаж игр серии Call of Duty (Activision) и мобильных игр в сегменте King. Выручка последнего за третий квартал составила \$652 млн при консенсусе \$619 млн. Рекламные доходы за отчетный период обновили максимум. Мы скорректировали целевую цену по акции Activision Blizzard на горизонте года с \$115 до \$90 ввиду сдвига в графике релизов игр. Однако сохраняем позитивный долгосрочный прогноз, так как перспективы бизнеса компании по-прежнему выглядят уверенными.

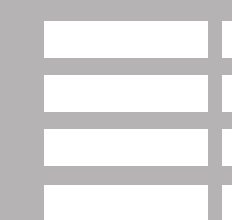
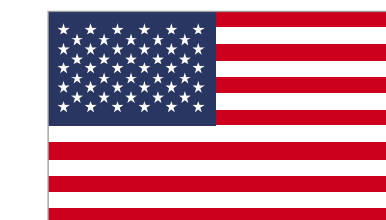


Фармгигант **Pfizer (PFE)** объявил, что пероральный противовирусный препарат PAXLOVID в ходе фазы II/III испытаний EPIC-HR продемонстрировал эффективность 89% в снижении риска госпитализации и летального исхода при заражении COVID-19. Такие результаты зафиксированы при приеме препарата в течение трех дней после обнаружения симптомов COVID-19. Неделей ранее Merck (MRK) представила препарат molnupiravir, эффективность которого в снижении риска госпитализации или летального исхода составила лишь 50%.

По согласованию с FDA Pfizer завершила тестирование своего продукта. До 25 ноября данные исследований будут направлены регулятору для получения разрешения на экстренное применение (EUA). Вероятность положительного решения по этой заявке оценивается как высокая. Появление эффективного лекарственного средства от COVID-19 оказало давление на производителей вакцин и компаний – бенефициаров пандемии, однако этот фактор позитивен для глобальной экономики, так как распространение препарата будет способствовать завершению пандемии и снятию карантинных ограничений.

Для бизнеса Pfizer PAXLOVID станет удачным продолжением истории успеха вакцины от COVID-19. Корпорация лидирует на рынке вакцин от коронавируса, но высокий спрос на этот продукт оценивается рынком как временный. В свою очередь, появление лекарства от COVID-19 позволит Pfizer укрепить лидерство в соответствующем сегменте. Пока заболеваемость остается высокой, продажи PAXLOVID способны принести Pfizer значимый дополнительный доход, который компания вложит в развитие новых направлений бизнеса. Эта ситуация в целом позитивна для бумаг Pfizer. После публикации новости о результатах тестирования PAXLOVID акции PFE выросли на 10,9%.

Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

BHP

BHP Group Ltd. (BHP) анонсировала продажу за \$1,35 млрд контрольного пакета акций двух металлургических угольных шахт австралийской ресурсной компании Stanmore Resources Ltd. (ASX: SMR).

BHP Mitsui Coal (BMC) – совместное предприятие BHP и Mitsui, 80% которого британо-австралийская компания хочет реализовать в рамках сделки с Stanmore Resources.

Данная покупка более чем вчетверо увеличит производственные мощности Stanmore по добыче металлургического и энергетического угля. Компания возьмет под свой контроль шахты South Walker Creek мощностью 6 млн тонн в год и Poitrel PCI, на которой добывается 4 млн тонн угля в год.

BHP отложила планы по расширению South Walker Creek в 2019 году. Активы BMC требуют капитальных затрат, от которых BHP, видимо, предпочитает отказаться. В завершившемся 30 июня финансовом году BMC произвела 8,74 млн тонн угля по сравнению с 9,54 млн тонн за 2019–2020 год. Затраты BHP на добычу угля на совместном предприятии BMC выросли с \$56,53 за тонну в 2019-м до \$64,41 в 2020 финансовом году и увеличатся до \$80–90 за тонну в 2021-м из-за повышения расходов на дизельное топливо.

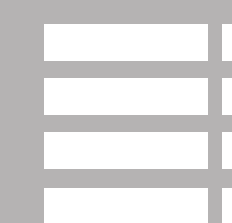
Каменный коксующийся уголь с мая подорожал более чем втрое, а цены на низкосортный уголь, который производит BMC, показали менее существенный рост. Таким образом, возможно, это один из лучших моментов для BHP, чтобы продать активы, которые не укладываются в ее стратегические планы переориентировать бизнес на выпуск металлов, применяемых при производстве аккумуляторов для электромобилей.

Сделка должна быть оплачена в три этапа: \$1,1 млрд после завершения, \$100 млн через шесть месяцев и ориентировочно \$150 млн в 2024 году (размер данной выплаты привязан к цене на уголь).

BHP заявила, что прибыль от продажи активов может быть использована для выплаты дивидендов и / или обратного выкупа акций. Планируется завершение этой сделки в середине 2022 года.



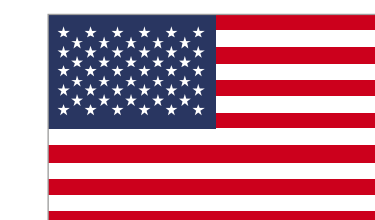
Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



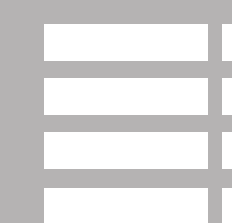
Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки

Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
BHP	BHP GROUP	Металлы и горнодобывающая промышленность	78 892	2021-11-08	53,4	74,5	2022-11-08	40%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	146 809	2021-10-25	94,3	120,0	2022-10-25	27%	Покупать
CRWD	CROWDSTRIKE HOLDINGS INC	Производство программного обеспечения	56 281	2021-10-11	273,4	308,0	2022-10-11	13%	Покупать
MRK	MERCK INC	Производство фармацевтической продукции	206 585	2021-09-28	81,6	93,0	2022-09-28	14%	Покупать
GPS	GAP INC	Специализированная розничная торговля	9 399	2021-09-11	24,9	34,5	2022-09-11	39%	Покупать
NFLX	NETFLIX INC	Развлечения	286 023	2021-10-20	645,7	690,0	2022-08-31	7%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	558 153	2021-10-18	117,8	136,0	2022-08-17	15%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	16 605	2021-08-09	13,7	18,0	2022-08-03	31%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	32 720	2021-10-26	38,3	45,2	2022-07-20	18%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	11 571	2021-07-06	56,2	71,0	2022-07-06	26%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	26 828	2021-08-24	166,1	192,5	2022-06-22	16%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	319 143	2021-06-08	175,6	220,0	2022-06-08	25%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	22 395	2021-08-04	187,3	187,0	2022-05-25	0%	Держать
FANG	DIAMONDBACK ENERGY INC	Добыча нефти, газа и потребляемого топлива	20 602	2021-08-03	113,8	102,8	2022-05-11	-10%	Продавать
ENPH	ENPHASE ENERGY INC	Производство полупроводников	32 096	2021-06-08	237,9	173,7	2022-04-27	-27%	Продавать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	41 357	2021-10-08	222,7	276,0	2022-04-13	24%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	16 861	2021-06-08	55,6	134,0	2022-03-30	141%	Покупать
NLOK	NORTONLIFELOCK INC	Производство программного обеспечения	14 398	2021-11-08	24,8	29,0	2022-03-16	17%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	21 812	2021-03-01	187,2	220,0	2022-03-02	18%	Покупать
PFE	PFIZER INC	Производство фармацевтической продукции	272 541	2021-11-02	48,6	47,0	2022-02-09	-3%	Держать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	5 496	2021-01-25	52,9	60,0	2022-01-20	13%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	4 441	2021-11-03	30,6	55,0	2022-04-30	80%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	13 289	2021-11-02	94,7	114,8	2022-04-21	21%	Покупать
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACH.	Услуги в сфере информационных технологий	110 853	2021-10-07	123,6	146,3	2022-03-24	18%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	19 986	2021-04-30	37,9	50,0	2022-04-25	32%	Покупать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	43 949	2021-04-30	224,0	245,0	2022-04-25	9%	Покупать
CSCO	CISCO SYS INC	Производство оборудования для связи	240 700	2021-08-18	57,1	57,2	2022-03-06	0%	Держать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	17 470	2021-11-03	107,3	119,3	2022-03-24	11%	Покупать
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	8 280	2021-05-10	148,8	125,0	2022-05-05	-16%	Продавать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	85 593	2021-10-21	53,2	80,0	2022-04-18	50%	Покупать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	430 303	2021-02-02	158,7	290,0	2022-01-28	83%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	195 472	2021-07-30	63,1	65,0	2022-04-25	3%	Держать
SLB	SCHLUMBERGER LTD	Нефтесервисные услуги	47 002	2021-07-23	33,5	33,0	2022-04-18	-2%	Держать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	48 400	2021-09-14	493,8	575,7	2022-03-24	17%	Покупать
PPC	PILGRIMS PRIDE CORP	Производство продуктов питания	6 833	2021-03-29	28,0	24,0	2022-03-24	-14%	Продавать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет и прямая розничная торговля	13 861	2021-05-05	37,4	48,0	2022-04-30	29%	Покупать
ASML	ASML HOLDING N V	Производство полупроводников	347 563	2021-11-03	847,0	730,0	2022-08-11	-14%	Продавать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	182 594	2021-10-04	163,0	173,0	2022-04-23	6%	Покупать
CRM	SALESFORCE COM INC	Производство программного обеспечения	300 798	2021-09-02	307,3	284,0	2022-02-21	-8%	Продавать
VZ	VERIZON COMMUNICATIONS INC	Услуги связи	216 282	2021-10-20	52,2	56,0	2022-04-16	7%	Покупать

**Инвестиционный
обзор №236**
11 ноября 2021
www.fff.ru



10



Инвестиционная идея

BHP GROUP. В ногу со временем

Бумаги BHP интересны для покупки с таргетом на горизонте года на уровне \$74,54

Тикер	BHP
Цена акций на момент анализа	\$53,42
Текущая цена акций	\$53,42
Целевая цена акций	\$74,54
Текущий потенциал роста	39,54%
Текущая дивидендная доходность	11,3%

BHP – один из крупнейших в мире представителей горнодобывающей индустрии, организационно-правовая структура которого включает в себя две равноправные компании, одна из которых базируется в Австралии (ASX: BHP, NYSE: BHP), а другая в Великобритании (LSE: BHP, NYSE: BBL). BHP специализируется на производстве широкой линейки металлов и углеводородного сырья. В настоящий момент более 97% выручки компания получает за счет производства нефти, газа, меди, железной руды (50% продаж), а также энергетического и металлургического угля.

В 2022 году менеджмент планирует унифицировать корпоративную структуру, устранив двойной листинг и сделав основной резиденцией Австралию. Это будет способствовать уменьшению регуляторной нагрузки и издержек. В этом же году компания намерена выделить свой нефтяной бизнес для слияния с активами Woodside. После объединения последняя войдет в десятку крупнейших независимых энергетических предприятий по объемам производства. 48%-й пакет Woodside будет распределен среди акционеров BHP. Выделение сегмента, продажи которого падают последние пять лет, позволит австралийской компании сосредоточиться на приоритетных для нее направлениях деятельности с более высо-

ким потенциалом роста производства и цен. В июле текущего года BHP и Tesla подписали соглашение о поставке никеля с наименьшими выбросами углерода в мире. Доля никеля в выручке BHP на сегодня составляет около 2,5%, а объем его производства за последние пять лет увеличивается в среднем на 15% в год. В августе BHP предложила канадской добывающей компании Noront Resources (NOT.V) сделку по поглощению. Австралийская компания хотела бы приобрести 85% акций канадской. В случае принятия этого предложения производство никеля у BHP может существенно повыситься. Спрос на этот металл, широко используемый при производстве аккумуляторов для электромобилей, по расчетам коммерческого директора BHP, за следующие десять лет увеличится в пять раз.

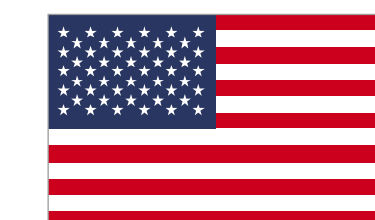
BHP планирует инвестировать в проект Jansen Stage 1, чтобы с 2027 года добывать калий для производства удобрений, которые также выступают одним из стратегически важных для развития мировой экономики в ближайшие десятилетия продуктом. Цель компании – ежегодно добывать 4,35 млн тонн калия.

У BHP небольшой по сравнению со среднеотраслевыми значениями финансовый рычаг: отношение Net Debt к EBITDA LTM менее 0,5. Это позволит компании перенести волатильность цен

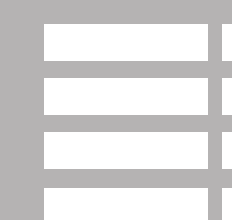
Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



11



BHP

Акция против Индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
BHP	0,0%	(2,6%)	0,2%	(30,6%)	6,7%
S&P 500	0,0%	2,0%	8,1%	6,1%	33,8%
Russell 2000	0,0%	6,1%	9,4%	9,0%	46,8%
DJ Industrial Average	0,0%	1,4%	5,9%	3,6%	28,0%
NASDAQ Composite Index	0,0%	3,1%	10,7%	7,2%	34,3%



Инвестиционная идея

реализации с сохранением возможности проведения масштабных инвестиционных программ.

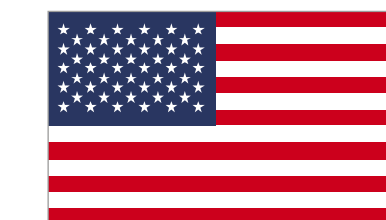
Свыше 20 последних лет ВНР выплачивает не менее 50% прибыли в виде дивидендов. За последние 10 лет их размер повысился на 298% (для депозитарных расписок). Текущая дивидендная доходность на основе выплат за 2021 год составляет 10,9%, а форвардная (с учетом возможной негативной динамики цен на сырьевых рынках) равна 5,17%, payout ratio <75%. Отметим, что размер дивиденда ВНР зависит от курсовых разниц и коле-

баний цен на ее продукцию, поэтому отличается высокой волатильностью. В нашей оценке капитализации ВНР заложены прогнозы замедления роста цен на металлы после 2021 года и умеренного развития приоритетных для компании бизнес-сегментов. При этом мы не учитывали перспективы сделок M&A для наращивания производства никеля и успешного запуска проекта Jansen Stage 1.

Наша целевая цена по бумагам ВНР на горизонте 12 месяцев – \$74,54. Рекомендация – «покупать».

Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru

Финансовые показатели, \$ млн	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Выручка	44 288	42 931	60 817	58 764	49 170	52 821	57 179
Основные расходы	14 947	21 640	23 316	24 093	20 160	21 657	23 443
Валовая прибыль	29 341	21 291	37 501	34 670	29 010	31 165	33 736
SG&A	2 783	2 656	2 037	3 702	3 098	3 328	3 602
EBITDA	23 158	22 071	37 379	29 145	24 288	25 980	28 113
Амортизация	6 216	6 197	7 088	7 840	6 560	7 047	7 629
EBIT	16 942	15 874	30 291	21 305	17 728	18 933	20 485
Процентные выплаты (доходы)	1 401	988	1 305	1 378	1 378	1 378	1 378
EBT	15 541	14 886	28 986	19 927	16 350	17 555	19 107
Налоги	6 021	5 786	11 909	8 458	6 940	7 451	8 110
Чистая прибыль	9 520	9 100	17 077	11 469	9 410	10 104	10 997
Dilluted EPS	\$3,67	\$3,58	\$6,75	\$4,54	\$3,72	\$4,00	\$4,35
DPS	\$4,70	\$2,40	\$6,02	\$3,41	\$2,79	\$3,00	\$3,26

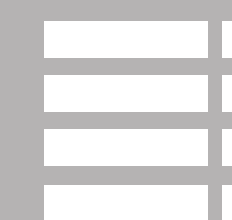


12

ВНР

Анализ коэффициентов	2021	2022	2023	2024	2025
ROE	33%	35%	25%	21%	21%
ROA	16%	17%	13%	11%	11%
Выручка/Активы (x)	0,56x	0,54x	0,44x	0,47x	0,50x
Коэф. покрытия процентов (x)	21,13x	15,46x	12,85x	13,73x	14,86x

Маржинальность, в %	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Валовая маржа	66%	50%	62%	59%	59%	59%	59%
Маржа по EBITDA	52%	51%	61%	50%	49%	49%	49%
Маржа по чистой прибыли	21%	21%	28%	20%	19%	19%	19%



Опционная идея

BULL PUT SPREAD ON SNAP

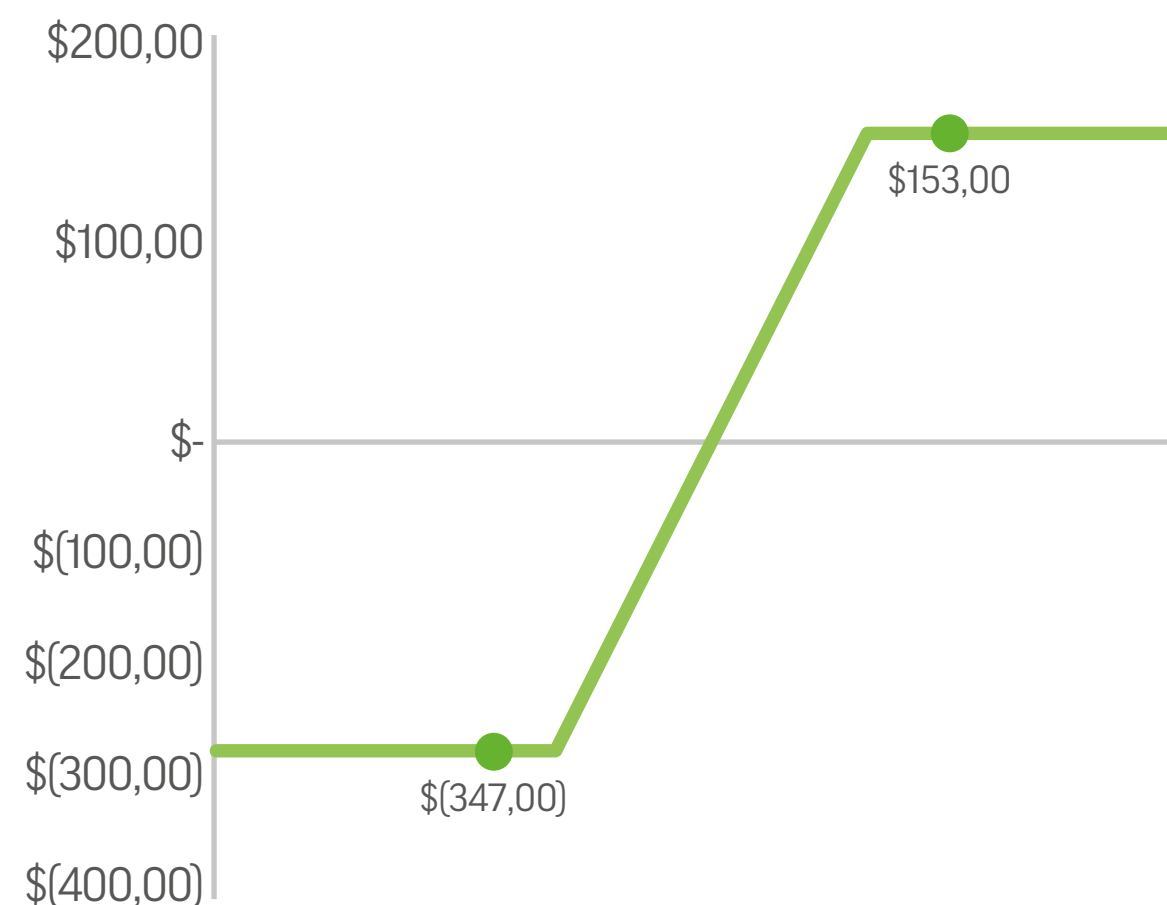
Инвестиционный тезис

Snap Inc. – американская компания, специализирующаяся на веб-визуализации 3D- и AR-продуктов, занимающаяся производством видеокамер, а также владеющая мессенджером Snapchat. Была основана в 2011 году в Калифорнии Эваном Шпигелем, Бобби Мерфи и Реджи Брауном. Компания разработала и продвигает высокотехнологичные продукты и услуги, в том числе Snapchat, умные очки и сервис Bitmoji. Котировки Snap обвалились на 24% после публикации финансовой отчетности, в которой компания представила слабый прогноз на четвертый квартал из-за новой политики Apple. По словам CEO Эвана Шпигеля, новые правила Apple «перевернули отрасль», сделав крайне затруднительным анализ эффективности рекламных кампаний. Ранее Apple запретила разработчикам приложений отслеживать личные данные пользователей для рекламных целей без их согласия, а также изменила формат отчетности: данные о реакции на рекламу, которые раньше были детальными и передавались в реальном времени, стали обобщенными, и разработчики стали их получать с задержкой, достигающей 72 часов. С учетом указанных изменений менеджмент Snap понизил прогнозы по выручке в четвертом квартале до \$1,16–1,2 млрд, тогда как аналитики ранее ожидали, что она составит около \$1,4 млрд. В то же время долгосрочные перспективы бизнеса остаются уверенными, поскольку рост показателя MAU (Monthly Active User) по-прежнему может превосходить ожидания инвесторов, свидетельствуя о повышении популярности социальной сети Snapchat. Мы ожидаем, что в ближайшие два месяца акции компании будут демонстрировать достаточно сильную волатильность, однако, по нашему мнению, не опустятся ниже \$50 к 17 декабря.

Управление позицией

Если цена актива на дату экспирации будет выше страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$153. Если цена базового актива составит \$45–50, убыток будет варьироваться. При этом придется продать эквивалентное количество лотов (100 акций) SNAP для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже проданного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$347. В позицию необходимо заходить до 12.11.2021 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии, а соотношение прибыли и убытка ухудшится.

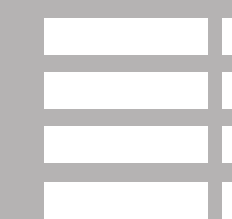
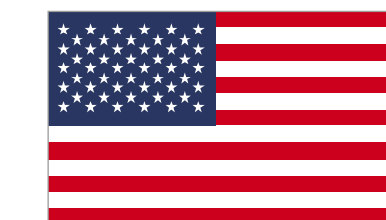
Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on SNAP
Страйки	Long PUT \$45: Short PUT \$50
Покупка	+SNAP*BCH45
Продажа	+SNAP*BCH50
Дата экспирации	17.12.2021
Маржинальное обеспечение	\$500,00
Ожидаемая прибыль	31%
Точка безубыточности	\$48,47
Максимальная прибыль	\$153,0
Максимальный убыток	\$347,0

Инвестиционный обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Стратегия	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
Bull Put Spread	SNAP	Покупать	PUT \$45	17.12.2021	0,970	\$(153,00)	-0,177	0,028	0,052	-0,028	51,83%	96,23%	69,01%	67,16%	66,01%
		Продавать	PUT \$50	17.12.2021	2,500		-0,369	0,043	0,069	-0,040	49,81%				

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

Mosa Meat

Стартап из Нидерландов по производству пищевых продуктов, включая мясо, со штаб-квартирой в Маастрихте. В 2013 году компания в лабораторных условиях создала котлету для гамбургера из искусственного мяса. Эти разработки очень воодушевили инвесторов, в том числе соучредителя Google Сергея Брина, а также вызвали интерес у потенциальных потребителей во всем мире. В 2020 году стартапы, разрабатывающие технологии производства искусственного мяса, привлекли более \$1,2 млрд инвестиций. Эти технологии намного экологичнее, чем традиционное животноводство. При производстве искусственного мяса негативное воздействие на климат уменьшается на 92%, загрязнение воздуха – на 93%, расход воды сокращается на 78%, к тому же для работы по новой методике нужно на 95% меньше земли. В инвестраунде серии B, завершившемся 7 декабря 2020 года, Mosa Meat привлекла 63 млн евро от Target Global, а также Mitsubishi Corporation, Blue Horizon Ventures, ArcTern Ventures и Rubio Impact Ventures. В сентябре 2021-го в число инвесторов и советников Mosa Meat вошел Леонардо Ди Каприо.



Stripe

Американская финтех-компания, разрабатывающая решения для приема и обработки электронных платежей, а также предоставляющая набор инструментов для построения и ведения интернет-бизнеса. Ее штат насчитывает 2 600 человек. Стартап позволяет предприятиям принимать платежи от любых клиентов и в любой точке земного шара, что делает возможным появление компаний нового типа, таких как Lyft или Kickstarter. Их цель – обеспечить проведение большинства бизнес-операций в онлайн-режиме. Stripe помогает этому, разрабатывая самые чистые и надежные API, чтобы пользователи могли сосредоточиться на создании качественных продуктов. В числе инвесторов Stripe компании Sequoia Capital, Khosla Ventures, Andreessen Horowitz, а также Илон Маск и соучредители PayPal Питер Тиль и Макс Левчин. В сентябре 2018 года компания закрыла инвестраунд объемом \$245 млн, в результате которого оценка Stripe увеличилась с \$9 млрд до \$20 млрд. В марте текущего года платежный сервис стал самым дорогим стартапом США: его капитализация была оценена в \$95 млрд. В ходе последнего раунда финансирования компания привлекла \$600 млн. В нем приняли участие Allianz, Fidelity, Baillie Gifford и Sequoia Capital.



Instacart

Instacart – крупнейший в Северной Америке сервис экспресс-доставки продовольственных и промышленных товаров, предоставляющий возможность получить заказ практически в любой точке США и Канады всего за час. В штате компании 1500 сотрудников. Клиентам Instacart доступно 500 млн наименований товаров. Доставка осуществляется из более чем 40 тыс. магазинов в более чем 5500 городах Северной Америки. Услуги Instacart доступны примерно 85% домохозяйств в США и 70% в Канаде. В 2020 года стартап привлек \$425 млн инвестиций. В марте 2021 года в ходе очередного раунда финансирования компания получила \$265 млн от инвесторов, ранее уже финансировавших проект (в том числе от Андресена Горовица, Sequoia и D1 Capital Partners), а также от Fidelity и T. Rowe Price. В октябре 2021 года Instacart объявила о поглощении за \$350 млн компании Capex AI, разрабатывающей умные тележки со встроенной кассой. Они оснащены технологией компьютерного зрения, которая позволяет оплачивать покупки без участия кассира. У Capex AI также есть решение для автоматизированной кассы, ориентированное на небольшие магазины.

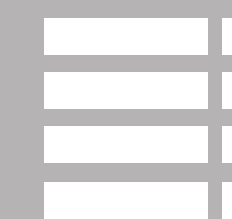
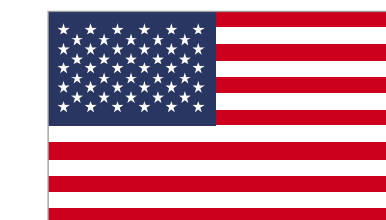


Needed

Needed – производитель биодобавок и витаминов для беременных и планирующих зачатие женщин. В настоящее время компания предлагает несколько тарифных планов с ежемесячной оплатой \$99, \$149 и \$299 для женщин и один план для мужчин за \$89 – для улучшения общего состояния здоровья и качества спермы перед зачатием. В ходе первого раунда финансирования стартап привлек \$5,8 млн. Компания планирует потратить их на расширение ассортиментной линейки за счет добавок, позволяющих снижать стресс и улучшать сон, а также повышать фертильность. В раунде приняли участие бостонская компания Seae Ventures, которая специализируется на стартапах в области здравоохранения, Sekhmet Ventures, фокусирующаяся на инвестициях в косметическую индустрию, а также Crescent Ridge Partners из Южной Калифорнии и Peterson Partners из Солт-Лейк-Сити.



Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Электронная книга жалоб и предложений

16 ноября пройдет IPO компании UserTesting владеющей платформой для сбора и анализа отзывов о продукте или услуге. Андеррайтерами размещения выступят Morgan Stanley, J.P. Morgan, Piper Sandler, Truist Securities и William Blair

Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru

Чем интересна компания?

1. О компании. UserTesting создала платформу для проведения клиентского тестирования. Это современная и прогрессивная методика проверки веб-продуктов, позволяющая получать реальные данные о жизнеспособности продукта и эффективности его функций от реальных пользователей. Первичные тесты прототипа веб-продукта позволяют устранять баги и недочеты еще до официального релиза. По состоянию на 30 июня 2021 года у UserTesting было более 2000 клиентов. В их числе 249 организаций с ARR (годовым повторяющимся доходом) не менее \$100 тыс. и девять с ARR не менее \$1 млн. При этом ставка удержания достигает 117%. Среди клиентов UserTesting такие компании, как IBM, Lowe's, Lyft, Microsoft, Patagonia и Volvo. UserTesting была основана в 2007 году и за свою историю привлекла \$152,7 млн инвестиций. В число акционеров компании входят Accel, Greenspring Secondaries Fund IV, Insight Partners, OpenView Venture Partners IV, Topiary Capital Fund I и Inspiration Ventures.

2. Разработки компании. Платформа UserTesting Human Insight позволяет анализировать видеоролики, снятые реальными клиентами, в которых они рассказывают о своем опыте взаимодействия с продуктами, проектами, приложениями, процессами, концепциями или брендами. На базе каждого ролика ПО UserTesting генерирует отчеты, обычно это занимает менее суток. Используя машинное обучение, платформа оперативно анализирует и выявляет ключевые

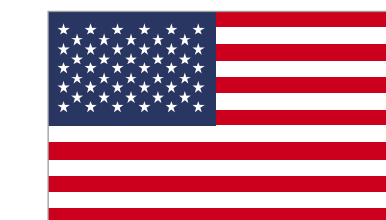
моменты отчета. ПО UserTesting позволяет учесть множество аспектов отзыва, зафиксированных видеороликом, в частности выражение лица, язык тела и тон голоса. Это помогает клиентам UserTesting сэкономить время и ресурсы при доработке своих приложений и продуктов.

3. Потенциальный рынок. Компания оценивает свой потенциальный рынок в \$41 млрд. Ее основные конкуренты – Qualtrics, Medallia, SurveyMonkey, Pendo, Amplitude, Google Analytics и Kantar.

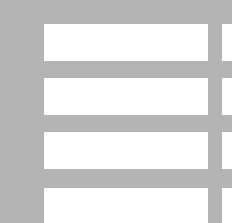


Обзор перед IPO

Эмитент:	UserTesting
Тикер:	USER
Биржа:	NYSE
Диапазон на IPO:	\$15-17
Объем к размещению:	\$227,2 млн
Андеррайтеры:	Morgan Stanley, J.P. Morgan, Piper Sandler, Truist Securities, William Blair



15



Российский рынок

В фарватере внешних площадок

В отсутствие мощных внутренних драйверов котировки отечественных активов следуют за динамикой на зарубежных биржах

В период нерабочих дней инвестиционная активность на отечественном рынке была снижена. Возможно, это связано с тем, что многие россияне предпочли использовать неожиданные «каникулы» для отпуска. Как следствие, биржевые площадки РФ демонстрировали боковую динамику, несмотря на уверенный рост американского рынка, обновившего максимумы. При этом индекс Мосбиржи сумел удержаться вблизи 4200 пунктов, не уйдя в глубокую коррекцию, а валютная пара USD/RUB после непродолжительного снижения вернулась в диапазон 71-72.

В настоящий момент российские фондовые площадки могут возобновить рост. Однако необходимым условием для этого является благоприятная ситуация на американском рынке, поскольку внутренних драйверов для обеспечения позитивной динамики недостаточно. Хотя сейчас в РФ проходит сезон отчетов и компании публикуют достаточно сильные результаты, однако они уже заложены в текущие котировки активов. При этом бумаги сырьевого сектора подвержены значительной волатильности, связанной с колебаниями цен на сырье, в том числе на нефть и газ. Впрочем, на наш взгляд, в текущих условиях котировки углеводородов скорее склонны к росту, нежели к снижению.

В поле зрения инвесторов на локальном рынке по-прежнему новости, связанные с первичными размещениями бумаг. В начале ноября компания

ЦИАН провела IPO, которое мы оцениваем как успешное: книга заявок была переподписана в 10 раз. Сейчас акции эмитента торгуются немного выше цены размещения. Mercury Retail Group, оцененная в \$12-13 млрд, а также каршеринговый сервис Делимобиль, напротив, отменили решение о листинге, причем ретейлер сделал это в последний день заполнения книги заявок. О публичном предложении акций на собственной площадке объявила СПБ Биржа: объем размещения составит ориентировочно \$150 млн при общей оценке компании в \$1,2-1,3 млрд. Следует отметить, что в настоящий момент интерес к зарубежным инструментам растет быстрее, чем к российским: доля иностранных бумаг в торговом обороте акций на Московской бирже достигла почти 10%.

Наименьшей популярностью у инвесторов сейчас пользуются рублевые облигации. Доходность «коротких» ОФЗ уже превышает 8%, но инвесторы не спешат скупать бумаги, поскольку существует риск того, что в декабре ЦБ может снова поднять ключевую ставку на величину до 1 п.п. Игроки предпочитают воздержаться от покупки ОФЗ и дожидаться снижения инфляции, которая почти полностью «съедает» доходность от гособлигаций. Кроме того, к концу года не исключено ослабление рубля на фоне роста спроса на валюту со стороны импортеров и населения.

Ожидаем

Динамику на российских биржах будут определять тренды на сырьевом рынке и американских фондовых площадках. В ближайшее время в поле зрения инвесторов будут сезон отчетности и публикация макростатистики в Штатах, а также данные по заболеваемости COVID-19 и результаты осенних распродаж («черной пятницы»). Кроме того, настроения игроков рынка будут во многом определяться прогрессом в принятии инфраструктурного пакета и решения по поднятию госдолга США. На локальных площадках в фокусе результаты IPO. На наш взгляд, шансы на возобновление роста, боковик и снижение у российского фондового рынка примерно одинаковы: техническая картина не дает четких ориентиров. Ожидания по индексу Московской биржи: диапазон 4100-4300 пунктов. Ориентир для пары USD/RUB: 69-72.

Наша стратегия

Рекомендуем спекулятивно покупать бумаги М.видео, Детского мира, Московской биржи, МТС, ФСК ЕЭС, Сургутнефтегаза. Для открытия коротких позиций подойдут акции ММК и Яндекса.

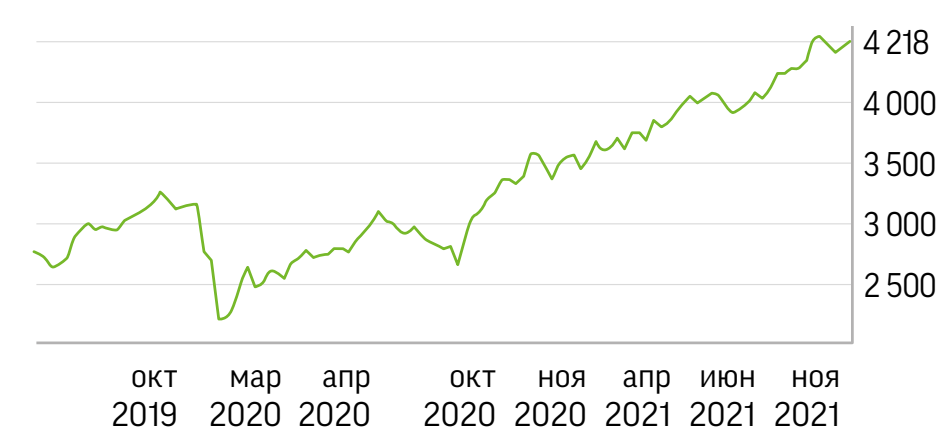
Георгий Ващенко,
заместитель
директора департамента
торговых операций
ИК «Фридом Финанс»



Ключевые индикаторы по рынку

Акция	Значение на 25.10.2021	Значение на 8.11.2021	Изменение, %
MOEX	4 254	4 218	-0,85%
PTC	1 919	1 865	-2,81%
Золото	1 806	1 821	0,83%
Brent	85,79	83,21	-3,01%
EUR/RUB	81,01	82,53	1,87%
USD/RUB	69,79	71,22	2,05%
EUR/USD	1,1608	1,1588	-0,17%

Индекс Мосбиржи дневной

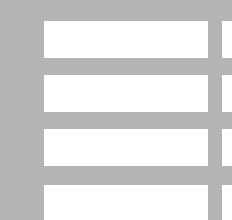


После неглубокой и непродолжительной коррекции индекс Московской биржи вновь поднялся выше 4200 пунктов. Пара USD/RUB, также продемонстрировавшая снижение, быстро вернулась в диапазон 71-72.

Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru

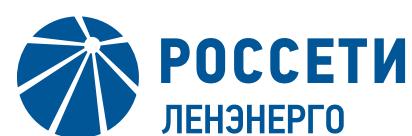


16





Юнипро опубликовала результаты за девять месяцев 2021 года по МСФО. Выручка и EBITDA компании увеличились на 16,3% и 14,5%, до 63,7 млрд руб. и 21,9 млрд руб. соответственно. Прибыль составила 13,3 млрд руб. (+21% г/г). Улучшение финансовых показателей обусловлено завершением ремонтных работ III на энергоблоке Березовской ГРЭС, ростом цены на электроэнергию, а также увеличением полезного отпуска.



Россети Ленэнерго отчитались за январь-сентябрь по РСБУ. Выручка сетевой компании увеличилась на 15%, составив 67,7 млрд руб. EBITDA выросла на 28,8%, до 33,3 млрд руб., что соответствует рентабельности 49%. Чистая прибыль достигла 16,2 млрд руб. (+37% г/г). Долговая нагрузка сократилась в два раза, до 0,42x EBITDA.



Мосэнерго представила отчетность за три квартала текущего года по МСФО. Согласно опубликованным данным, выручка увеличилась на 27%, до 155,3 млрд руб. EBITDA повысилась на 22%, до 25,9 млрд руб., что соответствует рентабельности 16,7%. Чистая прибыль составила 7,3 млрд руб. (+37% г/г). Компания смогла продемонстрировать улучшение финансовых показателей благодаря увеличению выработки на фоне раннего начала отопительного сезона, а также росту потребления электроэнергии в Московском регионе. Выработка электроэнергии за девять месяцев повысилась на 13,8%, до 44,1 млрд кВт*ч, отпуск тепла вырос на 26%, до 58,3 млн Гкал.



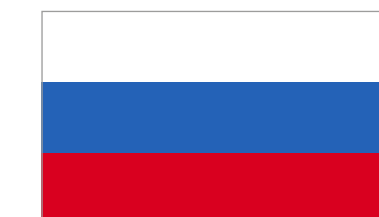
Segezha Group опубликовала операционные и финансовые результаты за девять месяцев текущего года. Консолидированная выручка увеличилась на 36%, до 68 млрд руб. При этом скорректированная OIBDA выросла в два раза, до 24 млрд руб., что соответствует рентабельности 35%. Чистая прибыль составила 11 млрд руб. против убытка 5 млрд руб. годом ранее. Объем капитальных затрат вырос до 12,8 млрд руб. Долговая нагрузка сократилась до 1,1x OIBDA.



Ростелеком отчитался за третий квартал и за девять месяцев 2021-го по МСФО. Консолидированная выручка в июле-сентябре увеличилась на 5% г/г, до 141 213 млн руб. OIBDA выросла на 9%, до 58 323 млн руб., чистая прибыль достигла 8 398 млн руб. Объем капитальных затрат практически не изменился, составив 24,6 млрд руб. при свободном денежном потоке в 13,4 млрд руб. Долговая нагрузка сократилась до 2,3x OIBDA.



Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



17



Российский рынок

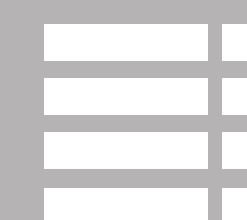
Акция	Значение на 25.10.2021	Значение на 08.11.2021	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1630	1664,2	2,10%
НЛМК	227,9	222,56	-2,34%
ММК	68,5	64,285	-6,15%
ГМК Норникель	22912	21868	-4,56%
Распадская	449,96	452,68	0,60%
Алроса	128,33	132,75	3,44%
Полюс	14061	14925,5	6,15%
Мечел, ао	160,69	146,43	-8,87%
Мечел, ап	313,55	304	-3,05%
ОК РУСАЛ	79,495	69,085	-13,10%
Polymetal	1367,8	1347	-1,52%
Финансовый сектор			
Сбербанк-ао	369,61	359,07	-2,85%
Сбербанк-ап	338	325	-3,85%
ВТБ	0,055745	0,052555	-5,72%
АФК Система	28,368	28,32	-0,17%
МосБиржа	174,93	172,86	-1,18%
Сафмар	448,4	451,6	0,71%
TCS-гдр	7585,8	8360,6	10,21%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	364	352,19	-3,24%
НОВАТЭК	1845,4	1802,2	-2,34%
Роснефть	654	634,9	-2,92%
Сургут, ао	36,5	34,5	-5,48%
Сургут, ап	38,565	38,58	0,04%
ЛУКОЙЛ	7446,5	7244	-2,72%
Башнефть, ао	1537,5	1478	-3,87%
Башнефть, ап	1172,5	1136,5	-3,07%
Газпром нефть	518,5	502,85	-3,02%
Татнефть, ао	570,9	555,7	-2,66%
Татнефть, ап	523,4	498,4	-4,78%

Акция	Значение на 25.10.2021	Значение на 08.11.2021	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,995	4,72	-5,51%
Русгидро	0,8265	0,8201	-0,77%
ОГК-2	0,7549	0,704	-6,74%
Юнипро	2,763	2,839	2,75%
ТГК-1	0,011366	0,011298	-0,60%
Энел	0,87	0,88	1,15%
Мосэнерго	2,3045	2,2535	-2,21%
ФСК ЕЭС	0,19312	0,18144	-6,05%
Россети, ао	1,4234	1,41	-0,94%
Потребительский сектор			
Магнит	6464	6920	7,05%
X 5	2469	2434	-1,42%
Лента	228	221,9	-2,68%
Детский мир	135,02	140,3	3,91%
М. видео	583,9	613,2	5,02%
OZON-адр	3338	3158,5	-5,38%
Fix Price	619,2	599,7	-3,15%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	315,55	313,15	-0,76%
Ростелеком, ао	94,01	93,19	-0,87%
Ростелеком, ап	85,65	84,05	-1,87%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	67,94	69,1	1,71%
НМТП	7,92	7,815	-1,33%
ДВМП	28,69	27,48	-4,22%
GLTR, ГДР	623,8	623,8	0,00%
Совкомфлот	87,05	85,84	-1,39%

Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



18



Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

За прошедшие две недели акции нефтегазовых компаний двигались в нисходящем тренде, однако абсолютными аутсайдерами стали бумаги Русала ввиду коррекции цен на алюминий. Лучшее рынка при этом торговались акции компаний потребительского сектора и производителей драгоценных металлов.

Инвестиционная идея

Московская биржа. Уникальное торговое предложение

Справедливая стоимость не имеющих аналогов на отечественном рынке обыкновенных акций Мосбиржи на конец 2022 года составляет 231,7 руб. за единицу

ПАО «Московская Биржа
ММВБ-РТС»

Тикер	MOEX
Текущая цена акций	172,90 руб.
Целевая цена акций	231,71 руб.
Потенциал роста	34,01%
Стоп-аут	164,81 руб.

Операционные результаты

В январе-октябре 2021 года общий объем торгов на рынках Московской биржи составил 819,2 трлн руб., увеличившись на 6% год к году. Объем торгов акциями, депозитарными расписками и паями за указанный период вырос на 26% г/г, до 23,8 трлн руб. Объем торгов на денежном и срочном рынках повысился на 9% и 20% г/г, до 382,6 трлн и 125,9 трлн руб. соответственно. Объем торгов на валютном рынке сократился на 1% г/г, до 268,6 трлн руб.

Финансовая статистика

Размер активов Московской биржи по МСФО за третий квартал увеличился на 15% г/г, до 5 896,4 млрд руб. Чистая прибыль выросла на 20,4% г/г, до 6,74 млрд руб. Операционные доходы с января по сентябрь повысились на 18,2% г/г, до 30,2 млрд руб., а комиссионные доходы выросли на 12% г/г, до 39,4 млрд руб. Операционные расходы поднялись на 11%, до 13,8 млрд руб. «Чистый процентный доход завершил фазу снижения, и мы не ожидаем, что его вклад будет замедлять рост наших операционных доходов в будущем. Доля комиссионного дохода достигла нового рекорда в 78%, превысив стратегический уровень в 70%. Это означает, что наши финансовые показатели в большей степени определяются комиссионными доходами, чем когда-либо ранее, и, следовательно, стали более предсказуемыми», – прокомментировал отчетность финансовый директор Московской биржи Максим Лапин.

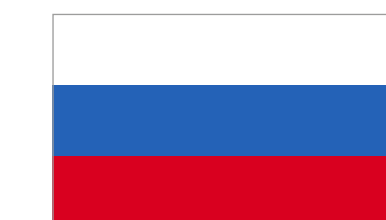
Наши ожидания

Ускорение инфляции позволяет компании реализовать защитные свойства своего бизнеса. Драйвером роста показателей послужит повышение ставок денежного рынка на фоне разгона инфляции и ужесточения монетарной политики ЦБ.

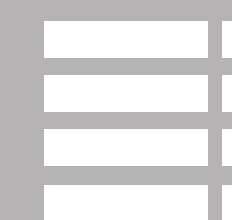
Александр Осин,
аналитик управления операций
на российском фондовом рынке
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



19



МОСКОВСКАЯ
БИРЖА

С учетом параметров дивидендной политики Мосбиржи мы прогнозируем выплаты по итогам текущего года в размере 10,8 руб. на обыкновенную акцию. За 2020 год компания перечислила в виде дивиденда на этот тип акций 9,45 руб. за единицу.

По нашим расчетам, в 2021–2026 годах среднегодовой прирост активов Мосбиржи останется на уровне 31%, притом что в 2013–2020 годах он составлял 47%. В рамках долгосрочной тенденции консервативно прогнозируем средний показатель рентабельности активов эмитента до 2026 года на уровне 0,3% против 2,5%, 1% и 0,5% за 2013-й, 2016-й и третий квартал текущего года соответственно. Наш прогноз отражает традиционную динамику операционных и комиссионных доходов биржи при сохранении в случае реализации базового сценария благоприятных условий для развития бизнеса по оказанию финансовых услуг в долгосрочной перспективе.

У Мосбиржи нет аналогов на российском рынке, поэтому для сравнительного анализа финансовых показателей эмитента мы использовали данные ведущих торгово-клиринговых организаций развивающихся и некоторых развитых стран, а также статистику российских торгуемых кредитно-финансовых структур. Компания на данный момент переоценена к аналогам.

На основе указанных средне- и долгосрочных прогнозов и расчетов на конец 2022 года оцениваем справедливую стоимость обыкновенной акции Мосбиржи на уровне 231,7 руб.

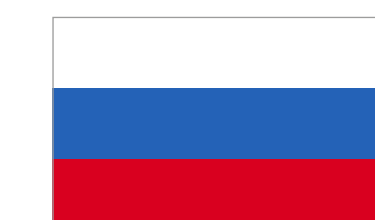
Инвестиционная идея

Финансовые показатели	31.12.2019	31.12.2020	2021	2022
Операционные доходы, млн руб.	43 229,50	48 519,60	52 994,51	54 750,70
Операционная прибыль, млн руб.	25 179,40	31 769,20	34 446,43	35 587,95
Чистый доход, млн руб.	20 189,00	25 100,00	27 573,26	29 229,76
Доход на акцию	8,87	11,03	12,11	12,84
Операционная маржинальность	58%	65%	65%	65%
Чистая маржа	47%	52%	52%	53%

	Current	Market's Median
P/E	14,33	16,36
P/Revenue	7,27	4,79
P/CF	22,11	20,30
P/FCF	22,11	21,84
ROA	0,50	1,81
P/B	2,92	2,09



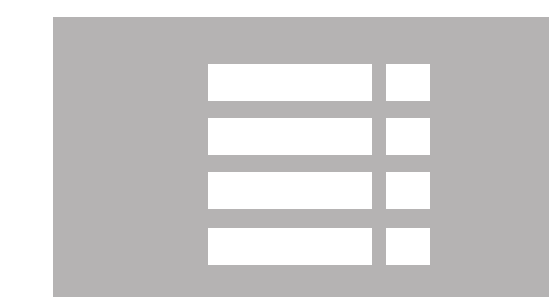
Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



20

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
MOEX:RX	0,51%	-0,71%	-0,50%	-1,05%	23,02%
IMOEX	-0,73%	-0,81%	-1,20%	9,18%	40,15%
RTS	-0,07%	-0,15%	0,17%	13,60%	50,79%
Russell 2000	-0,71%	2,80%	8,77%	8,65%	42,40%
S&P 500	-0,39%	1,10%	6,69%	5,62%	31,86%
NASDAQ Composite	-0,60%	1,51%	9,68%	6,91%	35,62%

	3Q2021	Q32022
Долг к активам	0,8	1,2
Долг к акционерному капиталу	36,8	61,7



Рынок Украины

Основной ньюсмейкер – Укрнафта

После проведения ряда сделок государство полностью выйдет из капитала крупнейшей нефте- и газодобывающей компании Украины

Индекс UX с 25 октября по 5 ноября демонстрировал высокую волатильность, однако смог закрыться в зеленой зоне (+2,77%). Входящие в индекс акции показали разнонаправленную динамику. Вверх бенчмарк тянули котировки Укрнафты (+1,79%), Центрэнерго (10,67%) и – под влиянием низкой ликвидности биржевого «стакана» – Донбассэнерго (+78,5%).

Укрнафта объявила о проведении внеочередного собрания акционеров 30 ноября 2021 года. На повестку вынесены вопросы, связанные с разделением активов компании между НАК Нафтогаз Украины и другими акционерами. В настоящий момент планируется, что более 50% активов (стоимость рассчитана согласно данным последней годовой финансовой отчетности)

Укрнафты будет передано на баланс ее дочернему предприятию Укргазактив.

После этого Нафтогаз Украины может приобрести 100% в капитале Укргазактива, а Укрнафта выкупит у Нафтогаза 27 114 256 своих акций, которые совокупно составляют контрольный пакет (50% + одна акция).

По окончании этой серии сделок государство полностью выйдет из акционерного капитала Укрнафты.

Пара USD/UAH последние две недели торговалась в коридоре 26,4–26,05. Гривна продолжает попытки пробить вниз отметку 26. Консенсус на ближайшие один-два квартала предполагает возврат валютной пары к уровням 27,0–27,5.

Денис Белый,
главный казначей
ИК «Фридом Финанс»
Украина



Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru

Динамика наиболее интересных акций

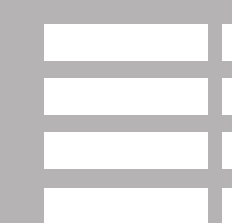
Инструмент	Значение на 26.10.2021	Значение на 09.11.2021	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1 800,24	1 850,17	2,77
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,45	0,44	-2,22
Укрнафта, (UNAF)	280,00	285,00	1,79
Центрэнерго, (CEEN)	7,50	8,30	10,67
Фергехро (FXPO), GBp	319,80	288,20	-9,88
Донбассэнерго, (DOEN)	14,00	24,99	78,50
Турбоатом, (TATM)	8,50	6,70	-21,18
МНР S.E., (МНРС)	225,00	215,00	-4,44
USD/UAH	26,35	26,09	-0,99

Ожидания

Рост акций «Мироновский хлебопродукт» (МНРС) до \$8,5 к концу текущего года.



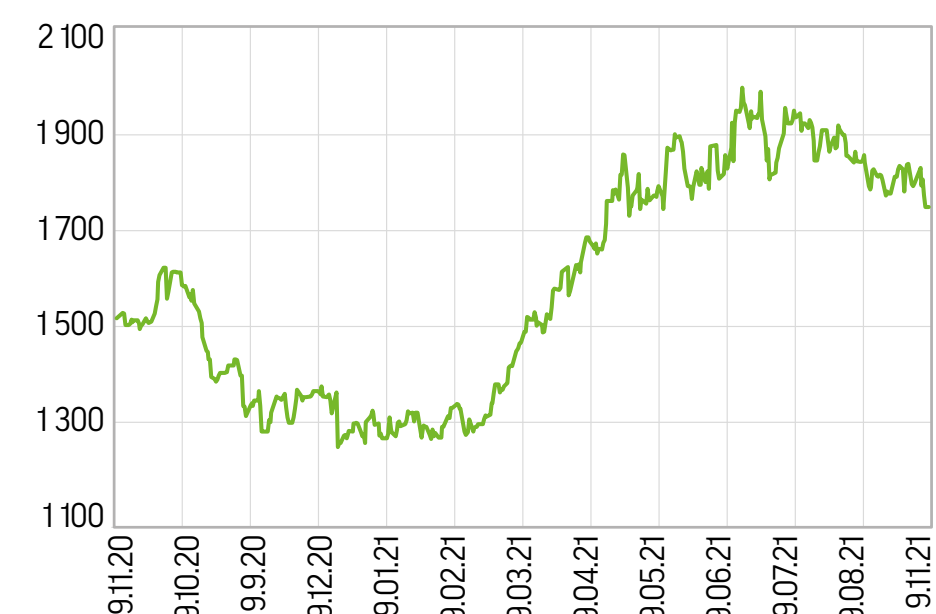
21



- **Укрэнерго разместило еврооблигации на \$825 млн.** За счет привлеченных средств компания закрывает обязательства перед производителями электроэнергии из возобновляемых источников. \$75 млн из указанной выше суммы были предоставлены ЕБРР.
- **Украинские кредитные организации получили от НБУ рефинансирование в объеме 92 млрд грн.** По заявлению главы совета Центрального банка Богдана Данилишина, более 80 млрд грн из этих средств были потрачены на покупку ОВГЗ.
- **Укрнафта отчиталась за девять месяцев 2021-го прибылью в размере 4 млрд грн.** За аналогичный период предыдущего года компания сгенерировала убыток объемом 3,1 млрд грн. Чистый доход компании увеличился на 55%.
- **Rozetka расширяет присутствие на международных рынках.** Украинский интернет-магазин вышел на рынок Узбекистана. Единая точка выдачи товаров расположена в Ташкенте. Ранее СМИ обсуждали возможную покупку Rozetka казахстанским финтехом Kaspi.



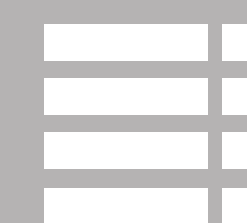
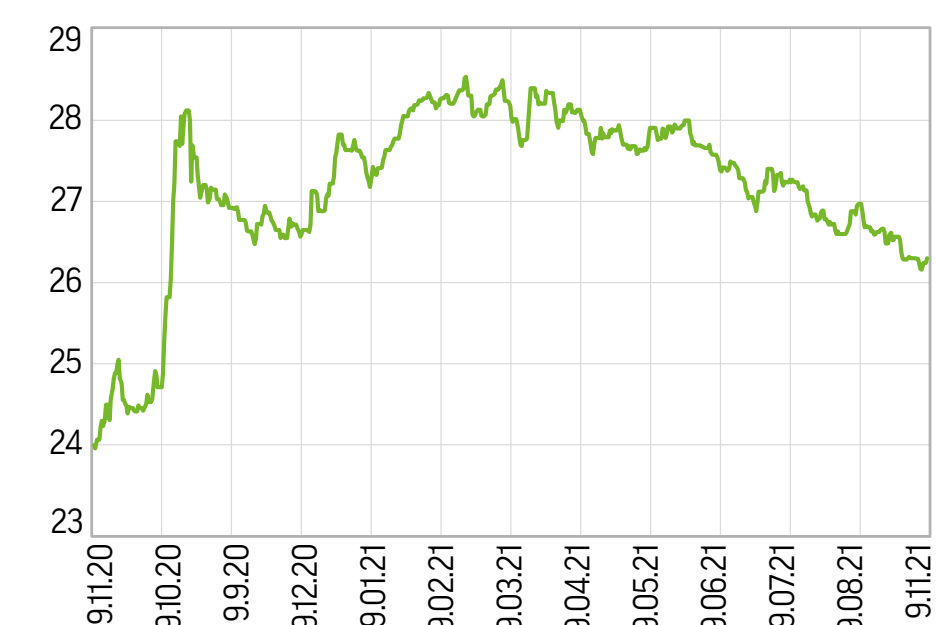
Динамика индекса UX, 1 год



Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Динамика USD/UAH, 1 год



Передышка в ожидании хороших новостей

Индекс KASE немного скорректировался в конце октября, сбросив индикаторы перекупленности накануне публикации финансовых результатов крупнейших эмитентов

Индекс KASE на протяжении почти всего октября демонстрировал уверенный рост, однако в конце месяца котировки начали консолидироваться у отметки 3775 пунктов, а затем перешли к снижению. Однако мы убеждены, что эта коррекция носит локальный «профилактический» характер и лишь позволит индексу сбросить индикаторы перекупленности.

С 27 октября по 2 ноября бенчмарк двигался вниз. Впрочем, большинство индексных бумаг скорректировались лишь незначительно, самую сильную волатильность продемонстрировали котировки Банка ЦентрКредит (БЦК), Kcell и Казатомпрома. В частности, обвал акций банка и телекоммуникационной компании пришелся на 2-3 ноября. Однако это снижение можно объяснить тем, что инвесторы просто начали фиксировать прибыль по бумагам, которые были лидерами роста в течение последнего месяца. Отметим, что по итогам двухнедельного отрезка Kcell осталась в плюсе, а БЦК смог отыграть потери и протестировать 10-летние максимумы.

Еще одной причиной, спровоцировавшей коррекцию индекса KASE в конце месяца, стало снижение нефтяных котировок, начавшееся 27 октября и обусловившее самый заметный скачок волатильности тенге начиная с 8 июля. Курс доллара за полторы недели поднялся с 424 до психологически значимой отметки 430 тенге, но с 4 ноября национальная валюта

Казахстана начала отыгрывать позиции. На фондовом рынке в лидерах роста оказались бумаги БЦК и Казатомпрома. Отметим, что акции последнего весьма популярны у спекулятивных трейдеров. В начале ноября урановая компания опубликовала операционные результаты за третий квартал и девять месяцев 2021-го. Среди важных моментов отчета можно отметить снижение продаж и гайденса по производству. Несмотря на повышение совокупной выручки, показатели по урану не изменились, что свидетельствует о слабом влиянии сентябрьского скачка цен на метрики Казатомпрома.



Динамика акций и ГДР

Акция	Значение на 25.10.2021	Значение на 08.11.2021	Изменение, %
Индекс KASE	3 736,59	3 761,78	0,7%
Банк ЦентрКредит (KASE)	322,38	340,00	5,5%
Халык Банк (KASE)	196,00	200,90	2,5%
Kcell (KASE)	1 669,98	1 709,00	2,3%
Казтрансойл (KASE)	1 089,00	1 097,74	0,8%
Kaspi (KASE)	48 243,90	48 511,99	0,6%
Халык Банк (GDR)	18,28	18,36	0,4%
Казахтелеком (KASE)	36 349,99	36 350,00	0,0%
Bank of America (KASE)	20 400,00	20 330,00	-0,3%
KEGOC (KASE)	1 899,81	1 890,00	-0,5%
Казатомпром (KASE)	19 400,00	19 200,00	-1,0%

Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Ожидания и стратегия

Вторая половина ноября обещает быть богатой на события, поскольку в это время крупнейшие эмитенты Казахстана опубликуют результаты за третий квартал. Если прибыль большинства компаний окажется высокой, это может подстегнуть рост котировок и привести к тому, что индекс KASE преодолет важное сопротивление на отметке 3775 пунктов. Кроме того, во второй половине месяца стартует очередной налоговый период. Большинство деклараций будет подано после 20 ноября.

- **Казахстанская биржа объявила об открытии KASE Global.** В списке фондовой площадки появится новый сектор KASE Global, в рамках которого будут проводиться операции с иностранными ценными бумагами. Торги откроются с 15 ноября, к ним будут допущены иностранные акции, прошедшие листинг на американских площадках и включенные в списки KASE.
- **Фонд Самрук-Казына намерен продать Казпочту.** Комиссия по вопросам модернизации экономики сообщила о принятии решения реализовать актив путем адресной продажи контрольного пакета акций (от 51% до 100%). Среди потенциальных покупателей – Халык Банк и два консорциума (Eurasian Digital Ventures I LP и ТОО «ТрансКом», а также ТОО «КУА «Алмалы» и ТОО «Хави Казахстан»).
- **Акционеры KEGOC приняли решение по поводу дивидендов.** На прошедшем 29 октября ВОСА были утверждены выплаты за первое полугодие 2021-го в размере 84,72 тенге на акцию. Реестр был закрыт 8 ноября, выплаты начнутся с 15 ноября.



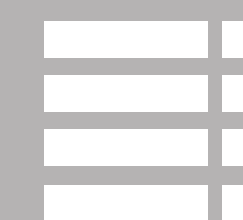
Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Standard & Poor's рекомендует

Инвестиционную привлекательность Казахтелекома поддерживают улучшение финансовых результатов, дивидендные перспективы, а также оптимистичные прогнозы агентства S&P

Причины для покупки:

- **Благоприятные прогнозы и оценки S&P Global Ratings.**

В конце октября Standard & Poor's спрогнозировало дальнейший органический рост выручки крупнейшего телеком-оператора Казахстана в 2021-2022 годах. Аналитики одного из трех ведущих рейтинговых агентств мира при оценке кредитного рейтинга Казахтелекома указали на его сильные позиции в секторе, обусловленные принадлежностью компании масштабной инфраструктурой сети, включающей магистральные линии связи протяженностью свыше 82 тыс. км и более 13 тыс. базовых станций мобильной связи. Кроме того, были отмечены высокие показатели маржинальности (рентабельность EBITDA около 50%) и умеренный уровень долга при существенной величине генерируемого свободного денежного потока от операционной деятельности. По оценке S&P Global Ratings, Казахтелеком сохраняет значительный потенциал роста выручки ввиду наличия широкой линейки услуг и благоприятной демографической ситуации, которая характеризуется высокими темпами роста численности населения, а также за счет восстановления ВВП в 2021-2022 годах. Агентство считает продажу 24% Kcell нейтральным событием для кредитного профиля Казахтелекома. От снижения долговой нагрузки и позитивных оценок рейтинговых агентств напрямую зависит размер дивиденда за 2022 год.

Прибыль в этом периоде прогнозируется в диапазоне 8-9 тыс. тенге на акцию, что позволяет ожидать дивиденд как минимум на уровне 3 тыс. тенге за акцию.

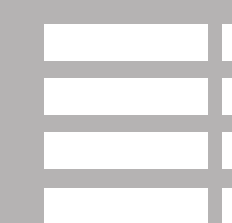
- **Технические факторы.** Цены на бумаги Казахтелекома консолидируются в преддверии публикации результатов за третий квартал. В случае выхода сильной отчетности вероятны отскок котировок от текущих уровней и развитие восходящего тренда.



АО «Казахтелеком»

Тикер на AIX/LSE:	KZTK
Текущая цена:	36 350 тенге
Целевая цена:	42 900 тенге
Потенциал роста:	18%

Динамика акций на KASE



Рынок Узбекистана

Сезон рекордов

После серии обновления максимумов EqRe Blue может скорректироваться из-за ухудшения новостного фона

С 25 по 29 октября индекс ликвидных акций узбекистанского рынка EqRe Blue поднялся на 8,30%, достигнув 2357,48 пункта и трижды обновив максимум. Ралли обеспечил активный рост котировок голубых фишек на фоне публикации сильных квартальных отчетов. Акции **Узметкомбината (UZMK)** выросли на 12%. Котировки **УзРТСБ (URTS)** поднялись на 26,80%. **Кварц (KVTS)** подорожал лишь на 2%, сохранив потенциал для дальнейшего роста.

За первую неделю ноября EqRe Blue вновь обновил максимум, прибавив 3,13% и закрепившись выше 2 400 пунктов.

Драйвером роста выступили акции **УзРТСБ (URTS)**, которые подорожали более чем на 9%, достигнув нашего таргета. Котировки **Узметкомбината (UZMK)** поднялись на 1,79%, переписав максимум. В течение рассматриваемого периода в целом на рынке преобладала смешанная динамика. Сдерживающими дальнейший рост факторами станут усиление рисков в банковском секторе, несмотря на высокие результаты за квартал, а также слабая квартальная отчетность производителей цемента, оказавшаяся гораздо хуже ожиданий аналитиков из-за проблем с поставками газа.

Текущие рекомендации по акциям

- Акции Тошкентвино комбината (A028090) мы рекомендуем **продавать** по цене выше 50 000 UZS в связи с достижением таргета.
- Акции УзРТСБ (URTS), Кизилкумцемента (QZSM), КМЗ (KUMZ) и Узвторцветмета (A016460) стоит **держаться** до пересмотра целевой цены нашими аналитиками.
- Акции Кварца (KVTS), УзПСБ (SQBN), Узметкомбината (UZMK), Кувасайцемента (KSCM), Хамкорбанка (НМКВ) и Средазэнергосетьпроекта (SAEP) советуем **покупать** по текущим ценам с целью достижения котировками сбалансированных ценовых уровней.

Бехрузбек Очиров,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»
Узбекистан



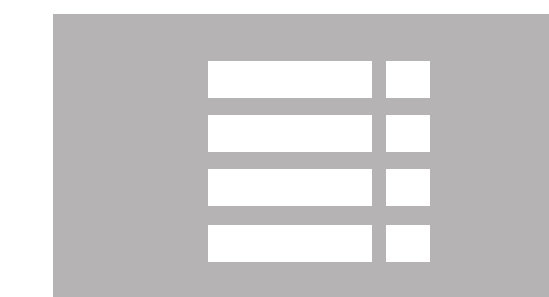
Статистика по бумагам в покрытии

Акция	Значение на 22.10.2021	Значение на 05.11.2021	Изменение, %
EqRe Blue	2176,75	2431,28	11,69%
KVTS	4597	4649	1,13%
QZSM	6298	6400	1,62%
SQBN	13,99	13	-7,07%
URTS	22000	30501	38,64%
UZMK	100000	114000	14,00%
KSCM	620000	662000	6,77%
НМКВ	41,00	38,99	-4,90%
IPTB	0,94	0,92	-2,13%
UVCM	16500	16000	-3,03%
KUMZ	950	930	-4,04%
A028090	65000	55000	-2,11%
A005900	13000	13100	0,77%

Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



26



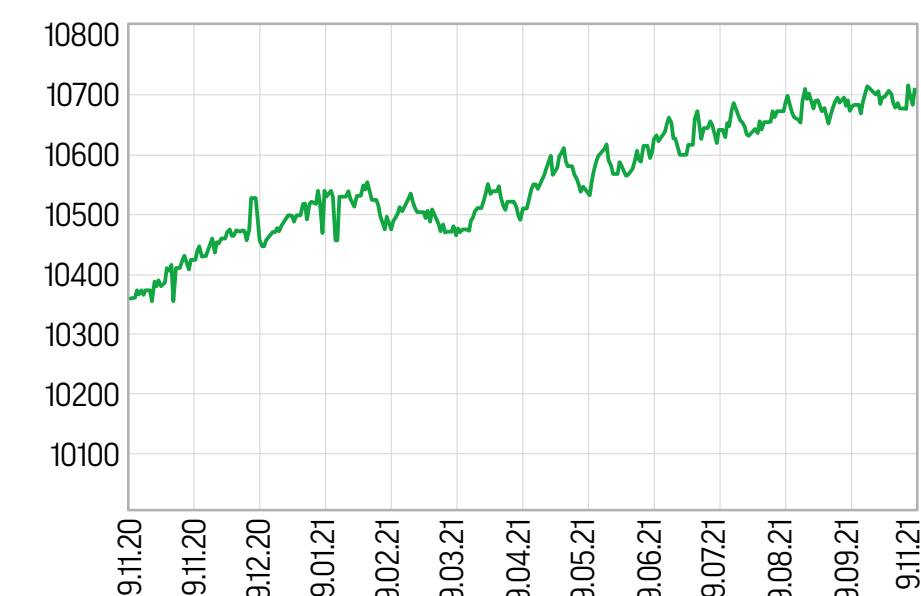
Макростатистика

- Узбекский сум в паре с долларом за прошедшие две недели потерял 3,32% г/г (1,68% с начала года), спред между депозитами в долларах США и нацвалюте по-прежнему равен 16-17%. Мы ожидаем, что за 12 месяцев девальвация сума достигнет 6,28% в текущем прогнозном периоде.
- Были размещены пятилетние гособлигации по ставке 14%. Средняя ставка по размещениям краткосрочных госбондов – 13,94-13,99%. Государственный облигационный долг достиг \$3,81 млрд.
- Валовое накопление основного капитала выросло на 21,52% за год.

Корпоративные новости

- **УзРТСБ** отчиталась за третий квартал ростом выручки на 64,61% г/г и повышением чистой прибыли на 74,84% г/г.
- **Кварц** отразил в квартальном отчете увеличение выручки и чистой прибыли на 27,55% и 74,84% г/г соответственно.
- **КМЗ** остается прибыльным четыре квартала подряд, что позволяет эмитенту рассчитывать на включение в фондовые индексы узбекистанского рынка.
- **Узвторцветмет** получил в третьем квартале чистый убыток в размере 1,79 млрд сумов. На дивиденд компания направит лишь 10% чистой прибыли, что соответствует выплате 361,86 сума на акцию. При этом план самой компании предполагал перечисление в виде дивидендов 30% чистой прибыли, а мы прогнозировали эту долю в размере 50%.
- **Кувасайцемент** отчитался за июль-сентябрь о падении выручки и чистой прибыли на 59% и 91,5% г/г соответственно. Ранее слабые результаты за квартал представил конкурент компании **Кизилкумцемент**.
- **Средазэнергосетьпроект** зафиксировал в третьем квартале чистый убыток в объеме 0,2 млрд сумов.
- **First Developing Group** выплатит третий интервальный купон по облигациям. Реестр закрыт 4 ноября, индексированная номинальная стоимость на момент закрытия реестра – 1 013 734 сума, накопленный купонный доход – 20 219 сумов на облигацию.
- Финтех **Apelsin** был трансформирован в акционерное общество и получил банковскую лицензию отдельно от **Капиталбанка**.

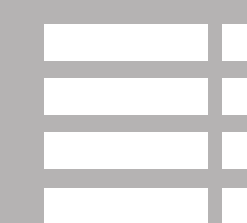
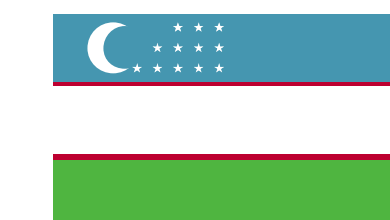
Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Рынок Германии

Испытание успехом

Чтобы избежать длительного боковика, индексу DAX нужно держаться выше 15500 пунктов

Последняя неделя октября для индекса DAX завершилась ростом на 0,94%, до 15 689 пунктов. Наиболее ярко выраженную позитивную динамику бенчмарк продемонстрировал 26 октября, когда прибавил чуть больше 1%. Сессия 29 октября характеризовалась повышенной волатильностью: в моменте DAX опускался на 1,3%, но потери удалось почти полностью компенсировать. Драйвером роста немецкий фондовый рынок обеспечил сезон отчетностей. За рассматриваемую пятидневку свои квартальные результаты представили Deutsche Bank, Volkswagen, Kion Group, BASF, Puma и Daimler. Deutsche Bank впервые с 2012 года остается прибыльным пятый квартал подряд. За июль-сентябрь эмитент получил в виде прибыли 194 млн евро при консенсусе лишь 135 млн, несмотря на падение выручки от инвестиционной деятельности. Однако после публикации отчета акции Deutsche Bank упали на 6,9%, вероятнее всего, это было связано с нестабильностью поступлений от инвестиций.

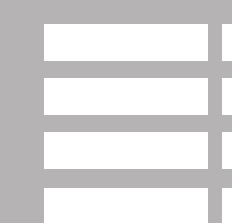
Ожидания и стратегия

Индекс DAX за последние две недели превысил исторический максимум. В этой связи интересно, удастся ли бенчмарку закрепиться существенно выше 16000 пунктов. Если реализуется этот сценарий, DAX может подняться как минимум до 16400, где проходит верхняя граница восходящего тренда. В случае неудачи индексу необходимо удержаться над отметкой 15500 пунктов, чтобы не перейти в длительный боковик и сохранить шансы на продолжение активного роста в ближайшем будущем.

В первую неделю ноября DAX продолжил рост, который оказался третьим по темпам с конца марта. Бенчмарк завершил пятидневку на отметке 16 054 пункта, поднявшись на 2,33%. Первого и второго ноября позитивная динамика оказалась наиболее выраженной: за эти дни основной индекс немецкого фондового рынка прибавил 0,75% и 0,94% соответственно. Пятого ноября DAX установил новый исторический максимум, вплотную подойдя к 16 085 пунктам. Ралли было обеспечено продолжением сезона отчетов, новостями с заседания ФРС и данными статистики по рынку труда США. За рассматриваемый период квартальные отчеты выпустили Siemens Healthineers, Deutsche Post, Teamviewer, Hugo Boss, BMW, Lufthansa и Commerzbank. ФРС анонсировала начало сворачивания программы выкупа облигаций с ноября. Существенное превышение прогнозов по числу новых рабочих мест в США значительно улучшило ожидания по поводу восстановления американской экономики.

Лидеры роста в индексе DAX

Акция	Значение на 22.10.2021	Значение на 05.11.2021	Изменение, %
DAX Index	15 542,98	16 054,36	3,3%
LHA GR Equity	5,48	6,85	25,0%
IFX GR Equity	38,51	42,78	11,1%
MTX GR Equity	182,60	202,00	10,6%
PUM GR Equity	103,35	112,35	8,7%
KGX GR Equity	88,32	95,04	7,6%
VOW GR Equity	277,80	298,00	7,3%
BMW3 GR Equity	71,05	76,15	7,2%
ADS GR Equity	277,75	296,70	6,8%
BMW GR Equity	85,67	91,41	6,7%
UTDI GR Equity	31,67	33,76	6,6%
DAI GR Equity	82,06	87,43	6,5%
SAP GR Equity	121,46	129,02	6,2%
HNR1 GR Equity	154,40	163,60	6,0%



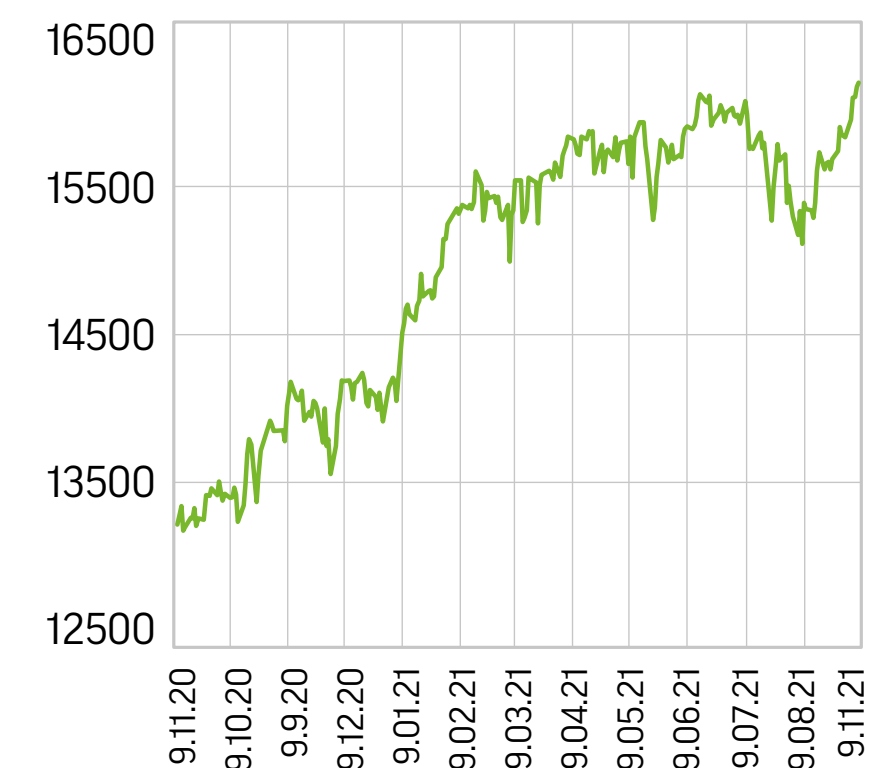
Рынок Германии

Важные новости

- **Индекс настроений бизнеса, рассчитываемый институтом Ifo, снизился.** В сентябре показатель находился на отметке 98,9 пункта, за октябрь он опустился до 97,7. Негативная динамика отмечена во всех трех компонентах индикатора (торговля, производство и услуги).
- **Годовая инфляция в Германии продолжает ускоряться.** В сентябре показатель поднялся на 4,1%, в октябре его рост достиг рекордного за 28 лет темпа 4,5%. Разгону инфляции способствует повышение цен на энергоносители, в текущем году достигшее 18,6%.
- **Lufthansa вышла в прибыль впервые с начала коронакризиса.** Операционная прибыль авиакомпании в третьем квартале составила 17 млн евро после убытка в размере 950 млн евро, зафиксированного во втором квартале. Позитивная динамика финансовых показателей эмитента была обусловлена ослаблением карантинных ограничений по всему миру.



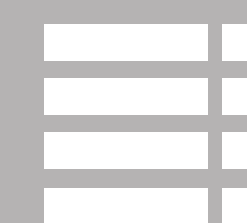
Динамика индекса DAX, 1 год



Инвестиционный
обзор №236
11 ноября 2021
www.ffin.ru



Динамика EUR/USD, 1 год



Bayerische Motoren Werke AG

Курс на превосходство

Высокий спрос на автомобили будет способствовать повышению маржинальности BMW и послужит драйвером роста для ее акций

Причины для покупки:

1. Квартальные результаты. Выручка BMW за третий квартал поднялась на 4,5% г/г, до 27,4 млрд евро. Операционная прибыль увеличилась на 50% г/г, достигнув 2,9 млрд евро, что на 0,5 млрд превысило общерыночный консенсус. Росту показателя способствовало повышение цен на автомобили в условиях дефицита. Ведущие автопроизводители столкнулись с нехваткой чипов, что привело к сокращению производства, несмотря на сохраняющийся высокий спрос. BMW удалось поддерживать относительно высокие объемы поставок и воспользоваться преимуществами ситуации, когда покупатель готов платить больше, чтобы купить

имеющийся в наличии автомобиль. В сентябре компания повысила прогноз прибыли в расчете на то, что высокие цены на новые и подержанные автомобили сохранятся до конца 2021 года.

2. Последние обновления инвестдомов. Аналитики Stifel подтвердили целевую цену по акции BMW на отметке 116 евро, а Deutsche Bank и Societe Generale повысили свои таргеты со 125 до 135 евро и со 115 до 120 евро соответственно. Средняя цель по бумаге автогиганта составляет 106,09 евро.

3. Техническая картина. Акции компании тестируют сопротивление на уровне 92 евро, при пробое которого возможен рост до 96.

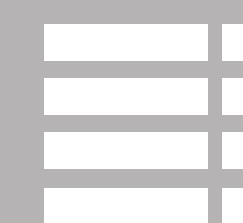


Среднесрочная идея

Bayerische Motoren Werke AG

Тикер на Xetra:	BMW
Текущая цена:	91,32 евро
Целевая цена:	106,09 евро
Потенциал роста:	16,2%
Дивидендная доходность:	2,08%

Динамика акций BMW на Xetra





МОСКОВСКАЯ БИРЖА

Число клиентов «Фридом Финанс» на Мосбирже в октябре превысило 132 тыс.

В октябре 2021 года, согласно рейтингам Московской биржи, клиентская база ИК «Фридом Финанс» достигла 132,1 тыс., почти на 2% превысив сентябрьский результат. Наша компания сохраняет за собой девятое место как в топ-25 крупнейших операторов Мосбиржи, так и в рэнкинге по числу активных клиентов, которое в октябре составило 9,7 тыс.

Тимур Турлов рассказал Forbes о том, почему фондовый рынок сохраняет привлекательность для инвесторов

По словам основателя «Фридом Финанс», замедление темпов роста населения планеты, неравномерная динамика производительности труда в различных отраслях, а также переток капитала в технологические компании создали новую реальность для финансовых активов.

Существует два основных фактора долгосрочного экономического роста: увеличение численности населения трудоспособного возраста и повышение производительности труда. С 1961 года за счет влияния этих факторов мировая экономика расширялась в среднем на 3,4% в год. Однако после 1990-го рост населения земного шара замедлился до 1,3% в год.

В то же время влияние информационных технологий, повышение процентных ставок и ускорение инфляции, а также отсутствие реальной альтернативы акциям в плане доход-

ности способствуют тому, что рынок долевого капитала сохраняет привлекательность для инвесторов.

Freedom Holding Corp. отчитался о четырехкратном росте выручки



Freedom Holding Corp. представил результаты за второй квартал 2022 фискального года, который совпадает с третьим календарным кварталом 2021-го (июль-сентябрь).

Выручка холдинга за отчетный период увеличилась на 349% г/г – с \$70 млн до \$313 млн. Драйверами ее роста стали повышение доходов от ценных бумаг на 2011% (+\$167 млн) – с \$8 млн до \$175 млн, а также увеличение комиссионных доходов на 115% (+\$62 млн) – с \$54 млн до \$116 млн. Рост доходов от операций с ценными бумагами в объеме \$179 млн является разовым явлением, обусловленным переоценкой и реализацией крупной финансовой инвестиции.

Чистая прибыль холдинга в годовом сопоставлении выросла более чем в 8,5 раза – с \$24 млн за второй квартал 2021 финансового года до \$205 млн по итогам последнего отчетного периода. Прибыль на акцию, рассчитанная исходя из средневзвешенного количества бумаг, равного 59 млн, за год повысилась на \$3,04, до \$3,44.

Прочий совокупный доход увеличился с \$13 млн во втором квартале 2021 финансового года до \$205 млн в аналогичном периоде 2022-го. Активы и обязательства хол-

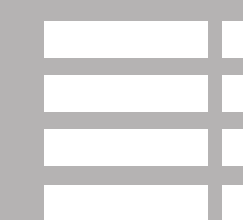
динга выросли на \$373 тыс. и \$162 тыс. соответственно. Затраты холдинга повысились на 85% (+\$35 млн). Операционные расходы выросли на \$21 млн, процентные – на \$11 млн, комиссионные – на \$3 млн.

Общее повышение затрат обусловлено расширением бизнеса, в частности:

- увеличением расходов на профессиональные услуги,
- ростом процентных издержек по клиентским остаткам на банковских счетах,
- повышением расходов, связанных с краткосрочным финансированием, привлеченным посредством соглашений репо по ценным бумагам,
- ростом количества клиентов и объема совершаемых ими сделок.

«Второй квартал 2022 фискального года был весьма динамичным и продуктивным для всех компаний группы. Наши основные финансовые показатели продемонстрировали многократный рост. Мы продолжаем осуществление плана по экспансии на новые рынки и расширению спектра услуг. Особенно хочу отметить успешный запуск цифровой ипотеки в Казахстане. Опыт, полученный в ходе реализации данного проекта, поможет нам в ближайшем будущем предоставлять новые уникальные финансовые продукты всем клиентам холдинга. Еще одним важным событием отчетного периода стало получение Freedom Finance Europe прямого членства в Euroclear, что позволило расширить спектр операционных, расчетных и депозитарных услуг на рынках континентальной Европы, Великобритании и США», – отметил Тимур Турлов, CEO Freedom Holding Corp. и основатель «Фридом Финанс».

По состоянию на 30 сентября 2021 года в холдинге открыто свыше 340 тыс. клиентских счетов. Наибольший прирост показала Freedom Finance Europe: по итогам отчетного квартала число открытых счетов в подразделении составило 76 тыс., что является новым драйвером роста брокерского бизнеса холдинга.



Москва

+7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, д.15, этаж 18, башня «Меркурий», Москва-Сити, (м. «Выставочная») www.ffin.ru | info@ffin.ru



Офисы

Архангельск

+7 (8182) 457-770
наб. Северной Двины, д.52, корп. 2
arhangelsk@ffin.ru

Астрахань

+7 (8512) 990-911
ул. Кирова, д.34
astrakhan@ffin.ru

Барнаул

+7 (3852) 29-99-65
ул. Молодежная, д.26
barnaul@ffin.ru

Белгород

+7 (472) 277-77-31
ул. Князя Трубецкого, д. 24,
офис 305
belgorod@ffin.ru

Братск

+7 (3953) 34-83-89
ул. Мира, д.27, офис 201
bratsk@ffin.ru

Владивосток

+7 (423) 279-97-09
ул. Фонтанная, д.28
vladivostok@ffin.ru

Волгоград

+7 (8442) 61-35-05
пр-т им. В.И. Ленина, д.35
volgograd@ffin.ru

Вологда

+7 (8172) 26-59-01
ул. Сергея Орлова, д.4
vologda@ffin.ru

Воронеж

+7 (473) 205-94-40
ул. Карла Маркса, д.67/1
voronezh@ffin.ru

Екатеринбург

+7 (343) 351-08-68
ул. Сакко и Ванцетти, д.61
+7 (343) 351-09-90
ул. Хохрякова, д.10
yekaterinburg@ffin.ru

Ижевск

+7 (3412) 278-279
ул. Пушкинская, д.277
БЦ «Парус Плаза»
izhevsk@ffin.ru

Иркутск

+7 (3952) 79-99-02
ул. Киевская, д.2
irkutsk@ffin.ru

Казань

+7 (843) 249-00-51
ул. Сибгата Хакима, д.15
+7 (843) 249-00-49
ул. Гоголя, д.10
kazan@ffin.ru

Калининград

+7 (4012) 92-08-78
пл. Победы, д.10, БЦ «Кловер», 1 этаж
kaliningrad@ffin.ru

Кемерово

+7 (3842) 45-77-75
Советский пр-т, д. 49
kemeroovo@ffin.ru

Краснодар

+7 (861) 203-45-58
ул. Кубанская Набережная, д.39/2
ТОЦ «Адмирал»
krasnodar@ffin.ru

Красноярск

+7 (391) 204-65-06
пр-т Мира, д.26
krasnoyarsk@ffin.ru

Курск

+7 (4712) 90-01-90
ул. Радищева, д. 87/7
kursk@ffin.ru

Липецк

+7 (4742) 50-10-00
ул. Гагарина, д.33
lipetsk@ffin.ru

Набережные Челны

+7 (8552) 204-777
пр-т Хасана Туфана, д.26
n.chelny@ffin.ru

Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92
ул. Минина, д.1
nnovgorod@ffin.ru

Новокузнецк

+7 (3843) 20-12-20
пр-т Н.С. Ермакова, д.1, корп. 2, оф. 118
novokuznetsk@ffin.ru

Новосибирск

+7 (383) 377-71-05
ул. Советская, д.37 А
novosibirsk@ffin.ru

Омск

+7 (3812) 40-44-29
ул. Гагарина, д.14, 1 этаж
omsk@ffin.ru

Оренбург

+7 (3532) 48-66-08
ул. Чкалова, д.3/1
orenburg@ffin.ru

Пермь

+7 (342) 255-46-65
ул. Екатерининская, д.120
perm@ffin.ru

Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54
БЦ Форте,
пр. Буденновский, д.62/2
rostovnadonu@ffin.ru

Рязань

+7 (4912) 77-62-62
ул. Свободы д. 24А
ryazan@ffin.ru

Самара

+7 (846) 229-50-93
Ульяновская улица, д.45
samara@ffin.ru

Санкт-Петербург

+7 (812) 313-43-44
Басков переулок, д.2, стр. 1
+7 (812) 200-99-09
Московский пр., д.179, лит. А
spb@ffin.ru

Саратов

+7 (845) 275-44-40
ул. им. Вавилова Н.И., д.28/34
saratov@ffin.ru

Сочи

+7 (862) 300-01-65
ул. Парковая, д.2
sochi@ffin.ru

Ставрополь

+7 (8652) 22-20-22
ул. Ленина, д.219, (БЦ) 3 этаж, оф. 277
stavropol@ffin.ru

Сургут

+7 (3462) 39-09-00
проспект Мира, д.42, оф.305
surgut@ffin.ru

Тверь

+7 (4822) 755-881
бульвар Радищева, д.31 Б, (офис 22)
tver@ffin.ru

Тольятти

+7 (848) 265-16-41
ул. Фрунзе, д.8, ДЦ PLAZA, офис 909
tolyatti@ffin.ru

Томск

+7 (3822) 700-309
634050, г. Томск, пл. Батенькова 2,
Центральный вход, этаж 3, офис 7
tomsk@ffin.ru

Тюмень

+7 (3452) 56-41-50
ул. Челюскинцев, д.10, офис 112
tyumen@ffin.ru

Ульяновск

+7 (842) 242-52-22
ул. Карла Либкнехта, д.24/5А, оф. 77
Бизнес центр «Симбирск», 7 этаж
ulyanovsk@ffin.ru

Уфа

+7 (347) 211-97-05
ул. Карла Маркса, д.20
ufa@ffin.ru

Челябинск

+7 (351) 799-59-90
ул. Лесопарковая, д.5
chelyabinsk@ffin.ru

Череповец

+7 (8202) 49-02-86
пр-т. Победы, д.60
cherepovets@ffin.ru

Якутск

+7 (411) 224-34-47
ул. Орджоникидзе, д. 36/1, оф. 410
yakutsk@ffin.ru

Ярославль

+7 (4852) 60-88-90
ул. Свободы, д.34, 1 этаж,
yaroslavl@ffin.ru

