

Инвестиционный обзор



№257
20 октября 2022

Фондовый рынок США:

ОПЕК+ играет на стороне инфляции

Минэнерго США прогнозирует дефицит на рынке нефти с учетом ее продажи из госрезервов. В результате может возобновиться рост цен на все виды энергоносителей, что будет способствовать разгону инфляции

Российский рынок: Крепкое дно

Рынок Казахстана: Тихая гавань во время шторма

Рынок Узбекистана: В поисках точки опоры

Рынок Германии: Индекс на распутье

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

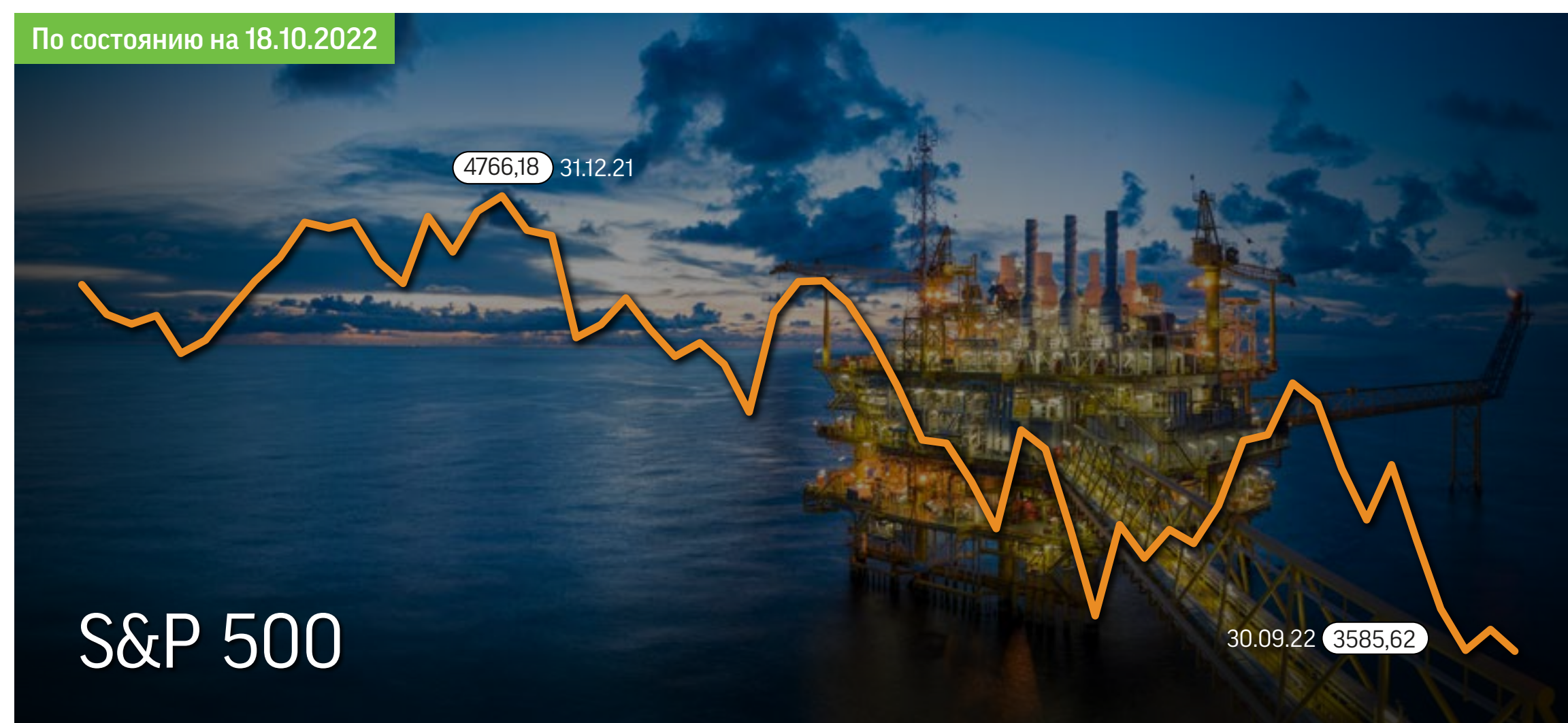
Содержание

Рынок США. ОПЕК+ играет на стороне инфляции.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Инфляция – ничто, инфляционные ожидания – всё.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 17 октября.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. Li Auto. Зарядитесь прибылью!.....	11-12
Оptionная идея. BEAR CALL SPREAD ON BIIB.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. Acrivon Therapeutics. На переднем крае онкологической терапии.....	15
Российский рынок. Крепкое дно.....	16-18
Инвестиционная идея. НЛМК. Как закаляется сталь.....	19-20
Рынок Казахстана. Тихая гавань во время шторма.....	21-22
Инвестиционная идея. Bank of America. Ставка на любимчика Баффета.....	23
Рынок Узбекистана. В поисках точки опоры.....	24-25
Инвестиционная идея. АКБ «Хамкорбанк». Время раскрывать потенциал.....	26
Инвестиционная идея. Кварц. Вверх с удвоенной мощностью.....	27
Рынок Германии. Индекс на распутье.....	28-29
Среднесрочная идея. Deutsche Post AG. Доставка прибыли к максимумам.....	30
Новости Freedom Holding Corp.....	31
Контакты.....	32

Фондовый рынок США

ОПЕК+ играет на стороне инфляции

Минэнерго США прогнозирует дефицит на рынке нефти с учетом ее продажи из госрезервов. В результате может возобновиться рост цен на все виды энергоносителей, что будет способствовать разгону инфляции



Новости одной строкой:

- 05.10.2022** Участники сделки ОПЕК+ на уровне министров договорились с ноября урезать квоты на добычу нефти на 2 млн баррелей в сутки
- 07.10.2022** В сентябре в США было создано 263 тыс. новых рабочих мест, безработица снизилась с августовских 3,7% до 3,5%
- 13.10.2022** Ставка по десятилетним гособлигациям США превысила 4% впервые с 2010 года
- 13.10.2022** Базовая потребительская инфляция в США без учета цен на топливо и продовольствие в сентябре достигла максимума с 1982 года

По состоянию на 18.10.2022

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	1,89%	-4,86%
QQQ	Индекс NASDAQ100	1,10%	-6,90%
DIA	Dow Jones Industrial 30	3,46%	-1,94%
UUP	Доллар	-0,92%	2,55%
FXE	Евро	1,22%	-1,84%
XLF	Финансовый сектор	3,38%	-3,84%
XLE	Энергетический сектор	1,45%	3,62%
XLI	Промышленный сектор	1,32%	-2,94%
XLK	Технологический сектор	1,36%	-6,49%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-0,66%	-14,80%
XLV	Сектор здравоохранения	3,32%	-1,22%
SLV	Серебро	-5,36%	-4,84%
GLD	Золото	-1,32%	-1,55%
UNG	Газ	-7,17%	-22,67%
USO	Нефть	-4,95%	0,33%
VXX	Индекс страха	-2,75%	5,20%
EWJ	Япония	-1,33%	-5,19%
EWU	Великобритания	2,00%	-4,86%
EWG	Германия	3,99%	-3,61%
EWQ	Франция	4,40%	-3,13%
EWI	Италия	3,45%	-5,22%
GREK	Греция	5,46%	-1,80%
EEM	Страны БРИК	0,00%	-6,99%
EWZ	Бразилия	-3,67%	4,20%
RTSI	Россия	0,00%	0,00%
INDA	Индия	0,91%	-4,43%
FXI	Китай	-2,62%	-11,04%



Инвестиционный обзор №257

20 октября 2022

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (03.10.2022 – 12.10.2022)

03.10.2022

ОПЕК+ снизила добычные квоты на 2 млн баррелей в сутки с ноября после сокращения на 0,1 млн с октября. Фактически нефтедобыча в ноябре может уменьшиться на 0,7-1 млн баррелей в сутки



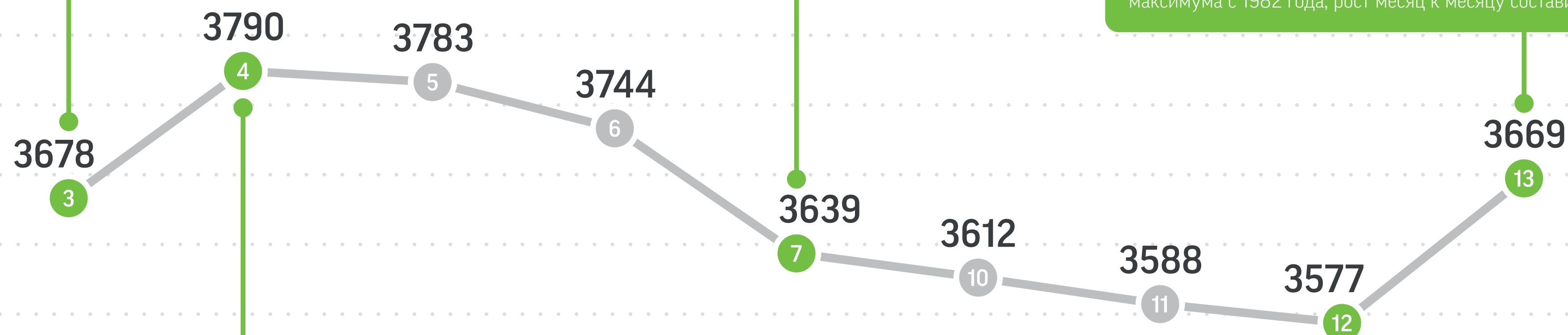
07.10.2022

В сентябре в США было создано 263 тыс. рабочих мест вне сельского хозяйства, тогда как ожидалось создание 250 тыс. Безработица вопреки прогнозу, не предполагавшему изменений, сократилась на 0,2% м/м, до 3,5%

13.10.2022

Доходность десятилетних облигаций США превысила 4% впервые с 2010 года. Ее рост обусловлен жесткой денежно-кредитной политикой Федрезерва, следующее заседание которого состоится 1-2 ноября

Индекс потребительской инфляции в США в сентябре вырос на 8,2% г/г и на 0,4% м/м. Базовый индекс потребительских цен повысился на 6,6% г/г, достигнув максимума с 1982 года, рост месяц к месяцу составил 0,6%



04.10.2022

Илон Маск объявил о готовности закрыть сделку по покупке Twitter (TWTR) на первоначальных условиях, то есть по \$54,2 за акцию, что предполагает общую стоимость приобретения около \$44 млрд



12.10.2022

Moderna (MRNA) получит от Merck (MRK) \$250 млн авансового платежа в рамках совместной разработки противораковой вакцины. Дальнейшие расходы на эти цели и прибыль от коммерциализации препарата компании будут делить поровну



Инфляция – ничто, инфляционные ожидания – всё

В текстах этой рубрики часто можно встретить упоминания об инфляции, хотя последний посвященный исключительно этой теме материал выходил еще в мае. Тогда речь шла о долгосрочном положительном эффекте роста цен. Однако инфляция оказалась более устойчивой, чем можно было предполагать этой весной, поэтому может возникнуть вопрос, что же нас ждет дальше и не пора ли уже готовиться к худшему сценарию.

Сама по себе инфляция не критична, по крайней мере пока ее можно контролировать. Рост цен, конечно, оказывает негативное влияние на финансовое положение малоимущих, но повышение зарплат способно частично компенсировать неблагоприятный эффект. То есть сложившаяся в этом году ситуация неприятна для американского потребителя, но не более того. В текущих реалиях долгосрочный эффект от инфляции можно оценить позитивно как для рынка, так и для экономики в целом. А вот инфляционные ожидания, точнее, их волатильность, выступают значительно более разрушительной силой. В случае если происходит резкое улучшение или ухудшение этих ожиданий, усиливается фактор неопределенности, влияющий на всех участников экономики. Вследствие этого меняется поведение потребителей, инвесторов, владельцев бизнеса...

В течение семи лет, предшествовавших пандемии, инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев, как правило, оставались в диапазоне 2,5–3%. С 2021 года они стали усиливаться и к началу 2022-го достигли 5,8%. Пиковые значения пришлись на июнь, когда показатель подскочил до 6,3% под влиянием существенного роста цен на энергоносители. Это усилило опасения по поводу грядущей рецессии и привело к резкой коррекции на фондовом рынке. Затем началось последовательное уменьшение инфляционных ожиданий, и в сентябре они составили 5,4%. Эта динамика сигнализирует об уверенности потребителей в том, что на горизонте 12 месяцев инфляция замедлится. Фактический рост цен в первом месяце осени притормозил до 8,2%. Инвестсообщество ждет повышения ключевой ставки ФРС в ноябре и декабре этого года на 75 б.п. В совокупности с упомянутой нормализацией инфляционных ожиданий это сигнализирует о более стабильной макроэкономической ситуации, чем кажется на первый взгляд.

Консенсус предполагает, что ключевая ставка в США на конец года будет в диапазоне 4,5–4,75%. Таким образом, можно рассчитывать, что инфляционные ожидания не превысят 5–5,5%. В свою очередь,

это дает основания закладывать в консервативные прогнозы повышение ставки ФРС за весь первый квартал 2023 года не более чем на 75 б.п. Единственным риском остаются фактические данные о динамике инфляции, которые способны спровоцировать очередной виток усиления связанных с ней ожиданий. Однако мы видим достаточно факторов, указывающих, что пик инфляции либо уже позади, либо будет пройден в ближайшие два месяца. Например, на фоне решения участников сделки ОПЕК+ с ноября урезать лимиты добычи на 2 млн баррелей в сутки цены на нефть выросли примерно на 15%. А за последнюю неделю больше половины этого роста было растеряно. И вот WTI на торгах 18 октября котировалась уже по \$82. В ценах на нее понижательный тренд продолжается с 10 июня, от уровня \$121. Таким образом, на сегодня коррекция составила уже 32%. Следом за снижением цен на сырье уменьшатся расходы на нефтепродукты и транспорт. Индекс рынка первичной недвижимости, вышедший 18 октября, продемонстрировал уже десятое подряд снижение. Сентябрьский показатель составил 38 пунктов. Мы ожидаем, что при достижении индексом 30 пунктов начнут резко падать цены на жилье. Судя по выходящим отчетам, цепочки поставок постепенно восстанавливаются, баланс между спросом и предложением нормализуется, что в обозримой перспективе приведет к снижению цен на различные группы товаров.

Самый волатильный за последние 11 лет год близок к завершению. Уже сейчас у нас есть понимание, что рынок адаптируется к повышенным ставкам. Финансовые мультипликаторы компаний опустились до средних значений за десятилетие, консенсус в отношении сроков завершения курса жесткой монетарной политики в феврале 2023 года выглядит вполне реалистично. Инфляционные ожидания на следующие 12 месяцев ослабевают. Все эти факторы в совокупности создают надежную базу для отскока на фондовом рынке. И все же стоит помнить, что волатильность по-прежнему выше 30 пунктов, поэтому принятию любого инвестиционного решения должен предшествовать скрупулезный анализ и точный расчет.

Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 3500–3900 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Важные новости

5 октября в ходе министерской встречи страны ОПЕК+ договорились в ноябре сократить квоты на добычу на 2 млн баррелей в сутки. Это решение выглядит необоснованным: на рынке нефти уже сложился дефицит, который балансируется продажами из стратегических резервов США. Сокращение добычи может привести к росту цен в конце года, так как спрос на нефтепродукты в отопительном сезоне увеличится.

Опубликованный 7 октября отчет по рынку труда в США за сентябрь зафиксировал рост количества рабочих мест вне сельского хозяйства на 263 тыс. при прогнозе 250 тыс. и после увеличения показателя на 315 тыс. в августе. Уровень безработицы сократился с августовских 3,7% до 3,5%. Из-за минимальной безработицы растет почасовая оплата труда: за сентябрь показатель повысился на 5% г/г и 0,3% м/м.

13 октября процентная ставка по десятилетним гособлигациям США превысила 4% впервые с 2010 года. Высокий уровень ставок по госбондам способствует укреплению доллара относительно основных мировых валют и оказывает давление на котировки акций «роста», поскольку параллельно поднимается ставка дисконтирования. Также ситуация неблагоприятно сказывается на финансовых результатах компаний, которые получают значительную часть выручки за пределами США.

13 октября вышли данные по инфляции в США за сентябрь. Базовый индекс потребительских цен, не учитывающий динамику стоимости топлива и продуктов питания, повысился на 6,6% г/г, и это максимум за 40 лет. По сравнению с августовским значением ИПЦ вырос на 0,6% при консенсусе 0,4%. Инфляция с учетом волатильных компонентов увеличилась на 8,2% г/г и 0,4% м/м.

Актуальные тренды

Обзор на 17 октября

Глобальная картина

По итогам последних двух недель индекс S&P 500 практически не изменился, хотя внутри этого периода наблюдалась повышенная волатильность котировок: несколько дней активного повышения быстро сменялись агрессивными распродажами. 3-4 октября отмечался самый значительный с 1938 года внутрисуточный рост, носивший характер технического отскока. Однако сильные макроданные и заявления чиновников ФРС о том, что регулятор не планирует снижать ставку в 2023 году, усилили опасения инвесторов в отношении дальнейшего ужесточения ДКП. В итоге существенная часть прироста индекса была нивелирована уже к концу первой недели октября. «Медвежья» настроенность сохранилась и в начале второй декады месяца на фоне распродаж акций технологических компаний, опасений рецессии и ожиданий данных о темпах роста цен. Фактические показатели инфляции оказались существенно хуже консенсус-прогноза, что привело к мощной волне распродаж в начале торговой сессии после релиза порции макростатистики. Однако, поскольку в момент выхода данных наблюдалась высокая концентрация шортов и хеджирующих позиций по пут-опционам, их фиксации в первый час после публикации привели к мощному отскоку рынка. Середину месяца S&P 500 закрывал снижением на фоне усиления инфляционных ожиданий и неуверенных прогнозов от глав крупнейших банков.

Согласно данным Bloomberg, по состоянию на 17.10.2022 результаты за третий квартал представили 38 компаний из состава S&P 500. Выручка отчитавшихся эмитентов в среднем выросла на 9,4%, а EPS снизилась на



3% г/г. Эти показатели оказались на 0,8% и 3,8% выше общерыночных прогнозов. Сильные результаты представили PepsiCo (PEP), BlackRock (BLK), UnitedHealth (UNH), JPMorgan (JPM), Wells Fargo&Co (WFC), EPS которых превзошли предварительные оценки на 7%, 28,2%, 6,6%, 6,8% и 18,2% соответственно. Прибылью хуже ожиданий отчитались McCormick&Co (МКС), Progressive (PGR) и Domino's Pizza Inc. (DPZ): отклонение от прогнозных значений составило 2,1%, 85% и 6% соответственно.

В течение следующих двух недель ожидаем выхода отчетов, DanaHER (DHR), Philip Morris (PM), AT&T (T), Verizon (VZ), American Express (AXP), Schlumberger (SLB), Alphabet (GOOGL), Visa A (V), Microsoft (MSFT) и Meta Platforms (META)*.

Макроэкономическая статистика

Опубликованные в течение последних двух недель макроданные носили разнонаправленный характер. Рынок труда продолжает демонстрировать устойчивость: в сентябре увеличение числа занятых в несельскохозяйственном секторе США составило 263 тыс. (ожидался рост на 250 тыс.), что способствовало снижению сентябрьского показателя безработицы до 3,5% (ожидалось сохранение на уровне 3,7%). Устойчивый рынок труда вкупе с приростом базового индекса розничных продаж в сентябре на 0,1 п. п. (ожидалось снижение на 0,1 п. п. м/м) указывают на сохранение сильного покупательского спроса, что, в свою очередь, способствует разгону инфляции. Так, базовый и общий индексы цен по итогам сентября поднялись на 6,6% и 8,2% (ожидался рост на 6,5% и 8,1% соответственно).

В течение следующих двух недель в центре внимания инвесторов будут данные рынка недвижимости, показатели деловой активности, а также динамика заказов на товары длительного пользования.

Монетарная политика ФРС

Опубликованный на прошлой неделе протокол заседания ФРС содержал следующие ключевые тезисы:

- ужесточение монетарной политики пока не привело к изменению ценовой динамики;
- ФРС продолжит повышать ставки и будет удерживать их на высоком уровне до тех пор, пока инфляция не продемонстрирует признаков замедления.

В целом чиновники отмечают лишь небольшой прогресс ФРС в борьбе с инфляцией.

Техническая картина

Техническую картину индекса S&P 500 можно охарактеризовать как нейтральную. Котировки широкого рынка закрепились ниже 3750 пунктов, что в сочетании с сохранением локального нисходящего тренда (берет начало 18 августа) и отсутствием сигналов о перепроданности по индикатору RSI свидетельствует в пользу дальнейшего снижения бенчмарка. В качестве ближайшей зоны поддержки, по всей видимости, выступает уровень 3550 пунктов, что локально будет ограничивать коррекцию котировок. В случае пробоя вниз этой отметки следующей поддержкой станет интервал 3250–3300 пунктов.

Инвестиционный обзор №257

20 октября 2022

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



4 октября Илон Маск объявил, что готов закрыть сделку по покупке **Twitter (TWTR)** на первоначальных условиях, то есть по цене \$54,2 за акцию. Объем сделки в этом случае составит примерно \$44 млрд. Миллиардер не стал дожидаться начала судебного разбирательства, которое было назначено на 17 октября. Ранее Маск выступал за пересмотр условий сделки, так как, по его мнению, соцсеть ошибается в подсчете числа ботов, присутствующих на платформе. В отдельном твите Илон Маск написал о том, что покупка Twitter необходима ему, чтобы создать суперприложение, объединяющее в себе множество сервисов. Таким образом, миллиардер может не ограничиться покупкой Twitter, если для «супераппа» потребуются функции, отсутствующие у сети микроблогов. Впрочем, пока непонятно, как дальнейшее развитие Twitter повлияет на конкурентов на рынке онлайн-рекламы. Со своей стороны, Twitter официально подтвердил намерение завершить сделку, поэтому она, по всей видимости, закроется без судебных процессов.

Мы рекомендуем фиксировать позиции по акциям TWTR вблизи текущих уровней (\$51), так как потенциал их роста ниже 7%, а риски, хотя и менее существенные, чем раньше, остаются. Среди них вопрос долгового финансирования сделки. Семь банков, в том числе Morgan Stanley, полгода назад обязались обеспечить долговое финансирование в объеме \$13 млрд на покупку Twitter. С тех пор ситуация на кредитных рынках ухудшилась, а доходность рискованных облигаций резко возросла. Это означает, что в случае реализации сделки банки почти наверняка понесут убытки, долг будет сложнее синдицировать, то есть для кредиторов участие в этой покупке невыгодно. Мы видим риск в том, что банки могут найти законные основания для прекращения обязательств по финансированию сделки. Судья Кэйтлин Маккормик, которая ведет процесс по иску Twitter, удовлетворила просьбу Маска отложить судебное разбирательство, назначенное на 17 октября. Адвокат Маска заявил, что сделка может быть заключена к 28 октября при условии получения долгового финансирования.

С точки зрения оценки стоимости сделки Илон Маск готов предложить существенную премию при покупке компании. К примеру, акции соцсети Snapchat торгуются с мультипликативным коэффициентом EV/Sales на уровне 3,3x, акции Meta Platforms* оценены по этому коэффициенту в 2,8x, а бумаги Pinterest – примерно в 4,6x. Тот же мультипликатор у акций Twitter при закрытии сделки будет находиться на уровне 7x при среднем по аналогам на отметке 3,55x. Другими словами, акционеры Twitter очень заинтересованы в закрытии сделки на первоначальных условиях.



4 октября CNBC сообщил, что **Micron (MU)** в следующие 20 лет планирует инвестировать \$100 млрд в создание производственной площадки в штате Нью-Йорк. До 2030 года в этот проект, по данным CNN, будет вложено \$20 млрд, то есть Micron будет инвестировать \$3 млрд ежегодно. На 2023-й запланировано проведение подготовительной фазы, в 2024-м должно начаться строительство завода. Точных дат выхода предприятия на проектную мощность пока не раскрывают, но менеджмент отметил, что объемы производства будут зависеть от состояния спроса.

Идея Micron о создании производственной площадки связана с принятым в США законом о поддержке индустрии микроэлектроники CHIPS and Science Act. В соответствии с этим документом для компаний, налаживающих выпуск полупроводниковой продукции в Штатах, предусмотрено \$54 млрд в виде прямых стимулов и \$24 млрд в виде налоговых кредитов. В свою очередь, штат Нью-Йорк предоставляет Micron дополнительное финансирование в размере \$5,5 млрд.

О планах корпорации до конца текущего десятилетия инвестировать в производственные мощности в США около \$40 млрд было известно и ранее. Таким образом, новость о предстоящем строительстве предприятия в штате Нью-Йорк укладывается в эту программу. Ориентир по объемам инвестиций компании до 2030 года – \$150 млрд, включая R&D + CAPEX. С учетом структуры этих инвестиций за последние семь лет до 2030 года можно рассчитывать на финансирование развития на сумму \$115 млрд. Micron существенно наращивает инвестиции в США, но основная их часть по-прежнему направляется на зарубежные рынки. С учетом ситуации в индустрии чипов памяти и недавних комментариев менеджмента можно ожидать сокращения инвестиционной программы в ближайшие год-два, что может расширить долю вложений в развитие в США.

Если объем капитальных расходов корпорации до 2030 года составит \$115 млрд, это будет означать рост на 80% по сравнению с предыдущим восьмилетним периодом. Темпы этого роста сравнению с пиковыми уровнями 2022 года замедлятся, так как средний объем финансирования развития в 2023 финансовом году составил около \$14,3 млрд, а в 2022-м – \$12 млрд. При условии сохранения исторических трендов эффективности капитальных вложений мы допускаем удвоение выручки к 2030 году при реализации умеренно консервативного сценария. Главным драйвером для достижения акциями Micron таргета на горизонте 12 месяцев выступают восстановление спроса на целевых рынках и маржинальности, а также ценовая конъюнктура в секторе. Учитывая это, оставляем целевую цену на отметке \$37,5.

Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

AMD

6 октября менеджмент **AMD (AMD)** представил обновленный прогноз на третий квартал текущего года.

В соответствии с пересмотренными ориентирами выручка корпорации должна увеличиться на 29% г/г, а без учета покупки Xilinx – на 2,3% г/г.

Бизнес-сегменты	Q3 FY22 (\$ млрд)	кв/кв	г/г
Data Center	~\$1,6	+8%	+45%
Client	~\$1,0	-53%	-40%
Gaming	~\$1,6	0%	+14%
Embedded	~\$1,3	+4%	+1 549%
Total	~\$5,6	-15%	+29%

Как следует из таблицы, наибольшее давление испытывает сектор потребительских продуктов, продажи которого сократятся на 40% г/г и более чем на 50% кв/кв – примерно до \$1 млрд. Это эквивалентно показателю за 2019 год. Лучший результат, судя по представленным данным, продемонстрирует сегмент решений для дата-центров и встроенных продуктов (Embedded), продажи которых вырастут на 45% г/г и 1549% кв/кв в рамках изменения бизнес-сегментов в результате интеграции с поглощенной Xilinx.

Менеджмент ожидаемо объясняет ухудшение прогноза макроэкономической ситуацией, а также снижением спроса на фоне ликвидации запасов производителями конечной продукции (OEM). При этом, согласно данным компании (не детализированным по сегментам), оборачиваемость запасов в течение последних трех кварталов устойчиво улучшалась. По итогам второго квартала показатель оборачиваемости увеличился на 0,1% кв/кв и на 0,5% г/г. Несколько странным нам представляется резкий пересмотр ориентира по продажам, так как еще 2 августа руководство корпорации прогнозировало их рост в третьем квартале на 55% г/г. Также интересным выглядит расхождение в динамике продаж клиентского сегмента во втором квартале (+25% г/г) и ожидаемая динамика в третьем (-40% г/г). Лучшие показатели оборачиваемости запасов AMD по сравнению с Intel за апрель-июль, а также существенная разница в масштабах, по нашему мнению, привели к тому, что сокращение заказов поставщиками готовой продукции в первую очередь сказалось на динамике заказов Intel. Это позволило AMD нарастить рыночную долю в штучном выражении. Также вероятно, что в условиях временного меньшего влияния измене-

ния спроса со стороны OEM на AMD во втором квартале корпорация не только не стремилась снижать цены, но и, возможно, повышала их. Это позволило нарастить выручку клиентского сегмента на 25% по итогам второго квартала. В следующем отчетном периоде AMD, вероятно, столкнулась с сокращением спроса на фоне загруженности каналов продаж, поэтому была вынуждена снижать цены для удержания конкурентных позиций. В числе дополнительных факторов давления назовем ожидание инвесторами нового поколения процессоров Ryzen 7000, продажи которых стартовали только 27 сентября.

Соотношение рыночных долей AMD и Intel за июль-сентябрь способно частично прояснить ситуацию, но, скорее всего, спрос на потребительские чипы Intel Alder Lake действительно активно усиливается, что вкупе с данными hardwaretimes.com о слабых темпах роста спроса на Ryzen 7000 на второй неделе после их выхода на рынок может указывать на потерю AMD выраженных технологических преимуществ (вероятно, пока локально).

Мы снизили целевую цену по акции AMD до \$85, рекомендация – «держаться». Не исключаем, что после публикации квартального отчета таргет вновь будет пересмотрен вниз.

MERCK

В рамках реализации опциона **Merck (MRNA)** на совместную разработку и коммерциализацию персонализированной вакцины против рака (PCV) mRNA-4157/V940 будет налажено сотрудничество с Moderna. В настоящее время исследования mRNA-4157/V940 проходят вторую фазу клинических испытаний среди пациентов с высоким риском меланомы. Параллельно с этим испытываемые принимают противораковый бестселлер Merck KEYTRUDA, на продажах которого компания заработала \$17,2 млрд выручки в 2021 году.

Merck и Moderna совместно работают над созданием персонализированных вакцин с 2016 года. В рамках соглашения по mRNA-4157/V940 Moderna получит от Merck \$250 млн авансового платежа, а дальнейшие расходы на разработку, а также прибыль от коммерциализации препарата компании будут делить поровну. Предварительным результатом исследования стала безрецидивная выживаемость пациентов, на текущем этапе исследований необходимо продемонстрировать длительную выживаемость без метастазов и общую выживаемость. Ожидается, что прием комбинации препаратов позволит увеличить эффективность терапии KEYTRUDA. Компании планируют опубликовать результаты второй фазы клинических испытаний комбинации препаратов до конца текущего года.

Реализация этого проекта может принести выгоду обоим его участникам. Для Moderna критически важно правильно распорядиться прибылью от своего вакцинного бизнеса, чтобы обеспечить себе стабильное будущее в фармацевтическом секторе. Использование противораковой

Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

вакцины в комбинации с широко применяемым и эффективным препаратом в случае успеха клинических испытаний даст компании возможность быстро закрепиться на рынке. Merck, со своей стороны, заинтересована в расширении возможностей своего лучшего препарата для укрепления его лидерства на рынке противораковой терапии.



13 октября **Delta Air Lines, Inc. (DAL)** отчиталась за третий квартал выручкой без учета доходов от продажи топлива на уровне \$12,8 млрд и скорректированной EPS в размере \$1,51. Оба показателя немного недотянули до консенсуса, однако мы считаем их свидетельством уверенного продвижения отрасли авиаперевозок к восстановлению к допандемийным объемам. Общая выручка Delta за отчетный период стала максимальной в истории компании, а операционная маржа составила 10,4% (11,6% на скорректированной основе) против 16,5% (скорр.: 16,4%) в июле-сентябре 2019-го. Ураган «Иэн» не оказал существенного влияния на операционные показатели компании: убыток из-за нарушения расписания составил около \$35 млн. Трафик авиакомпании отстает от показателей 2019 года на 17-18%. Наиболее выраженным это отставание остается на рейсах в ряд государств Азиатско-Тихоокеанского региона, в частности в Китай, ввиду продолжающихся здесь антиковидных ограничений. Недостаток трафика компенсируется повышением тарифов на пассажиромилу, которое за три года составило 23%,

до 20,93 цента, а также восстановившейся до 87% укомплектованностью рейсов. Совокупно удельный показатель выручки на единицу ASM увеличился на 34% за три года.

Быстрее всего растут доходы Delta от премиального сервиса: за три года выручка здесь повысилась на 8%, а доходы от базовых сервисов по-прежнему ниже показателей 2019-го на 2%. Как отмечает CEO Delta, после Дня труда бизнес-трафик резко увеличился и достиг 80% допандемийного объема. Вознаграждение по программе лояльности American Express повысилось на 37% за три года, а выручка от этого сегмента увеличилась на 35% и продолжает расти. По предварительным данным бухгалтерского баланса, отложенная выручка по программе лояльности поднялась на 28,3% за период с 31 декабря 2021-го по 30 сентября текущего года.

Давление на маржинальность авиаперевозчика оказывают возросшие затраты. Нетопливные расходы с 2019-го выросли на 22,5%, затраты на авиакеросин увеличились на 80%. Наличие у Delta собственного НПЗ помогает компании активнее восстанавливать показатели рентабельности, а также снижает влияние на ее бизнес непростой ситуации на энергетических рынках. Гайденс менеджмента Delta на текущий квартал предполагает рост выручки к тому же периоду 2019 года на 5-9% после 11% за июль-сентябрь при сохранении операционной маржи на уровне 9-11% и снижении прибыли на акцию до \$1-1,25.

Перед выходом отчета стало известно об инвестициях Delta в Joby Aviation (NYSE:JOBV) – разработчика летающего такси с электродвигателем. Авиаперевозчик рассчитывает, что эти аппараты пройдут сертификацию и поступят в аэропорты Нью-Йорка и Лос-Анжелеса в 2024 году.



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
LI	LI AUTO	Автомобилестроение	16 495	2022-10-14	19	33	2023-10-14	74%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	1 906	2022-10-03	7	14,2	2023-10-03	94%	Покупать
MDLZ	MONDELEZ INTERNATIONAL, INC.	Производство продуктов питания	78 725	2022-09-19	57	72	2023-09-19	25%	Покупать
CME	CME GROUP INC.	Рынки капитала	62 595	2022-09-05	174	219	2023-09-05	26%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	15 650	2022-08-23	70	93	2023-08-23	32%	Покупать
BKR	BAKER HUGHES COMPANY	Нефтесервисные услуги о оборудование	24 211	2022-08-05	24	29	2023-08-05	21%	Покупать
X	UNITED STATES STEEL CORP.	Металлы и горнодобывающая промышленность	4 662	2022-07-12	20	29	2023-07-12	48%	Покупать
LUV	SOUTHWEST AIRLINES CO.	Авиалинии	19 414	2022-06-26	33	51	2023-06-26	56%	Покупать
QRVO	QORVO INC.	Производство полупроводников	8 356	2022-08-10	81	134	2023-08-10	65%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	17 945	2022-05-27	78	122	2023-05-27	56%	Покупать
BAC	BANK OF AMERICA CORP.	Банковская деятельность	270 145	2022-07-18	34	40	2023-07-18	19%	Покупать
CRM	SALESFORCE INC.	Производство программного обеспечения	147 180	2022-08-26	147	226	2023-08-26	54%	Покупать
MA	MASTERCARD INC.	Услуги в сфере информационных технологий	282 848	2022-07-28	295	384	2023-07-28	30%	Покупать
ADBE	ADOBE INC	Программное обеспечение	136 448	2022-09-16	294	448	2023-09-16	52%	Покупать
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	40 849	2022-09-15	157	239	2023-09-15	52%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	132 647	2021-11-25	86	120	2022-11-25	40%	Покупать
GPS	GAP INC	Специализированная розничная торговля	3 644	2022-02-22	10	12	2023-02-22	20%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	321 643	2022-08-01	65	104	2023-08-01	60%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	11 653	2022-10-18	10	12	2023-10-18	20%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	26 425	2022-01-27	31	46	2023-01-27	48%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	4 575	2022-08-04	22	45	2023-08-04	109%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	12 046	2022-08-26	74	124	2023-08-26	67%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	177 438	2022-05-31	97	144	2023-05-31	48%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	40 807	2022-10-08	224	292	2023-10-08	30%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	2 623	2022-05-31	8	18	2023-05-31	126%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	19 651	2022-08-09	118	170	2023-08-09	44%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	2 750	2022-09-05	22	24	2023-09-05	8%	Держать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	12 443	2022-10-02	91	115	2023-10-02	26%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	7 377	2022-05-31	14	40	2023-05-31	188%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	17 463	2022-07-22	11	17	2023-07-22	61%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет-и прямая розничная торговля	2 959	2022-05-31	8	13	2023-05-31	61%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	125 316	2022-08-05	112	191	2023-08-05	71%	Покупать

Инвестиционный обзор №257

20 октября 2022

ffin.global



Инвестиционная идея

Li Auto. Зарядитесь прибылью!

Ввиду сохранения спроса на продукцию компании и ее высокую конкурентоспособность АДР LI (акции: 2015.HK) интересны для покупки с таргетом \$33

Тикер	LI
Цена акций на момент анализа	\$18,72
Целевая цена акций	\$33
Потенциал роста	74,14%

Основанная в 2015 году в Китае Li Auto специализируется на производстве премиальных электрокаров класса SUV. Компания разрабатывает передовые решения для умных автомобилей, являясь пионером успешной коммерциализации гибридных EV с увеличенным запасом хода.

Причины для покупки

- **Рост рынка электромобилей.** Несмотря на сложную экономическую ситуацию в КНР, проблемы в логистических цепочках и санкционное давление в сфере полупроводников, продажи электромобилей лишь замедляются, но не падают. По данным Ассоциации автопроизводителей Китая, в сентябре 2022 года поставки аккумуляторных и гибридных электромобилей в Поднебесной увеличились на 93,9% г/г и 6% м/м. Доля EV-машин в объеме продаж новых транспортных средств в Китае превысила 27% еще в августе по сравнению с 17,5% в сентябре 2021 года. Таким образом, таргет правительства в 25% был достигнут на три года раньше срока.
- **Технологическое преимущество.** Li Auto смогла добиться значительных успехов в производстве гибридных электромобилей с запасом хода более 1000 км. Так, у ONE (самой популярной модели компании) этот показатель сейчас равен 1080 км. Кроме того, в августе 2022 года началось производство модели L9 с запасом хода 1315 км. Для сравнения: лучший ана-

логичный показатель для автомобилей Tesla на данный момент – 650 км. В долгосрочной перспективе продукция Li Auto может пользоваться повышенным спросом в регионах со слабо развитой инфраструктурой для зарядки электрокаров, что позволит компании занять доминирующее положение на новых рынках сбыта в самом начале их роста. Прогресс Li Auto в сфере зарядных устройств повышенной мощности (HPC) сопоставим с успехами конкурентов (внедрение ожидается в 2023 году). Также заметны достижения компании в сфере автопилота: все модели Li Auto, выпускаемые с 2022 года, технологически поддерживают предпоследний, четвертый, уровень автономности. Такой автомобиль самостоятельно выполняет все задачи, но возможность человеческого вмешательства сохраняется.

- **Финансовая устойчивость.** Валовая маржа компании (21,5%), несмотря на снижение во втором квартале 2022 года, существенно лучше аналогичных показателей у NIO (13,0%) и XPeng (10,9%). Прибыльность бизнеса – важное преимущество Li Auto в условиях замедления роста поставок в китайской индустрии электромобилей. Ожидается, что эмитент сможет выйти на уровень безубыточности уже в 2022 году, в то время как NIO и XPeng начнут генерировать прибыль не ранее 2024-го и 2025 года соответственно. Кроме того, при сопоставимых объемах продаж Li Auto, в отли-

Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
Freedom Finance Global PLC



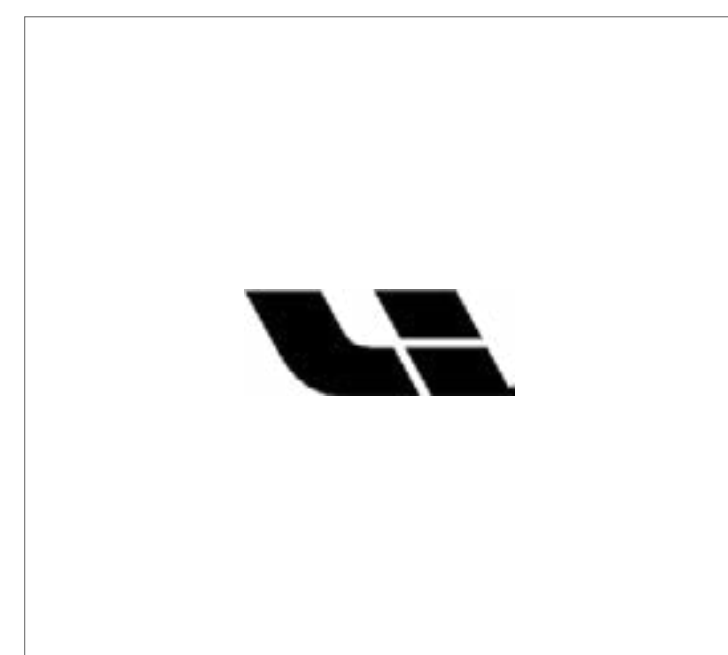
Инвестиционный
обзор №257
20 октября 2022

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
LI	1,2%	(0,3%)	(21,3%)	(50,7%)	(38,2%)
S&P 500	2,6%	1,8%	(5,0%)	(4,8%)	(17,7%)
Russell 2000	3,2%	2,6%	(3,5%)	(0,5%)	(23,4%)
DJ Industrial Average	1,9%	3,4%	(2,1%)	(3,5%)	(14,5%)
NASDAQ Composite Index	3,4%	1,3%	(6,7%)	(6,8%)	(28,3%)

Динамика котировок LI



Инвестиционная идея

чие от основных китайских конкурентов, стабильно наращивает положительный операционный денежный поток в течение последних трех лет, что позволит компании оставаться на плаву даже при ухудшении общей экономической конъюнктуры.

В настоящее время бумаги эмитента торгуются с дисконтом к фундаментальным значениям. Мы считаем, что менеджмент Li Auto поступает правильно, делая ставку на растущий сегмент премиальных SUV и повыше-

ние покупательной способности китайских семей, что в будущем позитивно отразится на выручке компании. Покупка АДР LI или гонконгских акций компании 2015.HK может стать выгодным вложением в среднесрочной перспективе ввиду устойчивого и стабильно растущего бизнеса компании.

Наша целевая цена по бумагам LI и 2015.HK – \$33 и 130 HKD соответственно. Рекомендация – «покупать».

**Инвестиционный
обзор №257**

20 октября 2022

ffin.global

Финансовые показатели, \$ млн	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Выручка	41	1 370	4 188	5 026	10 302	15 454	19 317	21 249	23 374
Основные расходы	55	1 158	3 316	4 020	8 293	12 517	15 743	17 424	19 283
Валовая прибыль	-14	212	872	1 005	2 009	2 936	3 574	3 825	4 090
SG&A	252	305	1 030	1 160	1 854	2 627	3 091	3 187	3 272
ЕБИТДА	-250	-38	-66	-88	297	562	906	1 238	1 577
Амортизация	17	55	92	68	142	253	423	601	759
ЕБИТ	-266	-93	-158	-155	155	309	483	637	818
Процентные выплаты (доходы)	1	-27	-105	1	2	1	1	1	1
ЕВТ	-326	-27	-24	-156	153	308	482	636	817
Налоги	0	-3	26	0	23	46	72	95	123
Чистая прибыль	-326	-24	-50	-156	130	262	410	541	694
Dilluted EPS	\$-0,53	\$-0,13	\$-0,05	\$-0,17	\$0,14	\$0,27	\$0,42	\$0,55	\$0,69
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-

Анализ коэффициентов	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ROE	-1%	-2%	2%	4%	5%	6%	7%
ROA	-1%	-2%	1%	2%	3%	3%	4%
ROCE	-2%	-2%	2%	4%	5%	6%	8%
Выручка/Активы	0,43x	0,51x	0,88x	1,12x	1,22x	1,23x	1,23x
Коеф. покрытия процентов	-16,09x	-17,51x	17,03x	34,06x	53,21x	70,24x	90,14x

Маржинальность, в %	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Валовая маржа	-34%	16%	21%	20%	20%	19%	19%	18%	18%
Маржа по EBITDA	-606%	-3%	-2%	-2%	3%	4%	5%	6%	7%
Маржа по чистой прибыли	-793%	-2%	-1%	-3%	1%	2%	2%	3%	3%



Опционная идея

BEAR CALL SPREAD ON BIIB



Инвестиционный тезис

Biogen (BIIB) – крупная биотехнологическая корпорация, специализирующаяся на разработке препаратов для лечения неврологических и нейродегенеративных заболеваний. Вопреки негативным ожиданиям, компания опубликовала воодушевляющие результаты III фазы клинических испытаний препарата лесанетаб для лечения пациентов с ранними проявлениями симптомов болезни Альцгеймера, зафиксировав замедление снижения когнитивных способностей пациентов на 27% по сравнению с контрольной группой. В результате котировки BIIB взлетели на 40% на торгах 28 сентября. При этом за последние 10 лет после подобных значительных дневных восходящих движений, вызванных публикацией данных клинических испытаний, на горизонте одного календарного квартала наблюдалось снижение цены BIIB в семи случаях из девяти. На наш взгляд, в преддверии решения по одобрению препарата акции BIIB могут оказаться под давлением ввиду влияния следующих факторов. Во-первых, вскоре истекают сроки действия основных патентов на Tecfidera, что негативно отразится на выручке за третий квартал 2022-го. Во-вторых, до конца текущего года ожидается публикация результатов III фазы клинических испытаний donanetab от Eli Lilly (LLY), конкурирующего с лесанетаб препарата на рынке лекарств для лечения болезни Альцгеймера. По результатам II фазы клинических испытаний donanetab демонстрировал более высокие показатели эффективности, чем лесанетаб. Принимая во внимание указанные факторы, мы полагаем, что к 16 декабря акции BIIB будут торговаться ниже \$275.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Параметры сделки

Продажа	Bear Call Spread on BIIB
Страйки	Long CALL 280; Short CALL 275
Покупка	+BIIB^CCG280
Продажа	+BIIB^CCG275
Дата экспирации	16 декабря 2022 г.
Маржинальное обеспечение	\$500,00
Максимальная прибыль	\$160,0
Максимальный убыток	\$340,0
Ожидаемая прибыль	32%
Точка безубыточности	\$276,60

Управление позицией

Если цена актива на дату экспирации будет ниже страйка проданного опциона колл, инвестор получит максимальную прибыль \$160. Если цена базового актива составит \$275–280, убыток будет варьироваться. При этом придется купить эквивалентное количество лотов (100 акций) BIIB для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет выше купленного опциона колл, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$340. В позицию необходимо заходить до 16.11.2022 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии, а соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вера	Тета		1М	3М	6М	12М
BIIB	Покупать	CALL \$280	16.12.2022	17,400	\$160,00	0,440	0,007	0,439	0,177	52,21%	137,04%	83,86%	65,61%	51,75%
	Продавать	CALL \$275	16.12.2022	19,000		0,469	0,007	0,471	0,175					

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

TeraWatt Infrastructure



С момента основания в 2018 году компания занимается строительством зарядных станций для электрокаров. «Заправки» TeraWatt Infrastructure расположены вблизи жилых районов, неподалеку от метро, а также вдоль автомагистралей. Кроме того, компания приобретает недвижимость в стратегически значимых для развития сети станций точках, а также помогает клиентам управлять парками электромобилей. Основные инвесторы TeraWatt – Vision Ridge Capital Partners, Cyrus Capital Partners, Keyframe Capital Partners. Раунд финансирования серии А принес компании \$1 млрд. Всего было привлечено \$1,1 млрд. Отметим, что в 2022 году TeraWatt стала стартапом, наиболее поддерживаемым венчурными капиталом в сегменте электромобилей.

Tumble



Компания была основана в 2019 году, ее основная задача – повышение автоматизации процесса стирки в прачечных общего пользования. Клиенты компании могут оплачивать стирку онлайн через мобильное приложение, заранее узнавать о свободных машинах, а также не беспокоиться о сохранности вещей. За свою историю Tumble привлекла \$11,3 млн. Последний раунд финансирования обеспечил компании \$7 млн. В стартап инвестируют Hivers and Strivers, Western Technology Investment, Array Ventures, The PenFed Foundation и WTI International Inc.

Form Energy



Основная цель этой бостонской компании – удешевление хранения энергии. Form Energy производит железно-воздушные батареи, обеспечивающие потребителей электричеством. Система Form Energy накапливает энергию, получаемую от ветряных и солнечных генераторов. За свою историю компания привлекла почти \$820 млн. Последний раунд финансирования серии E, возглавленный TPG Rise, принес Form Energy \$450 млн. В компанию также инвестируют Bill Gates'Breakthrough Energy Ventures, Coatue, The Engine, The Rise Fund, ARPA-E, ArcelorMittal, Eni Next. Менеджмент Form Energy планирует потратить привлеченные средства на строительство новых производственных мощностей, а также наращивание выпуска батарей.

Arctic Wolf



Продукт Arctic Wolf, работающей в сфере кибербезопасности, сочетает современные облачные технологии и алгоритм, позволяющий обнаруживать киберугрозы в режиме 24/7. В настоящий момент Arctic Wolf в основном работает на североамериканском рынке, ее крупнейшие офисы расположены в штатах Миннесота и провинции Онтарио. За свою историю компания привлекла почти \$900 млн. В ходе последнего раунда финансирования Arctic Wolf получила около \$400 млн от Owl Rock Capital и других инвесторов, включая Lightspeed Venture Partners, Viking Global Investors, Redpoint, Future Fund, Blue Cloud Ventures. В ближайшей перспективе компания планирует выйти на IPO.



IPO Acrivon Therapeutics

На переднем крае онкологической терапии

17 октября заявку на IPO подал разработчик высокоточных методов противораковой терапии Acrivon Therapeutics. Андеррайтеры размещения – Morgan Stanley, Jefferies, Cowen, Piper Sandler

Чем интересна компания:

- **О компании.** Запатентованная платформа Acrivon Predictive Precision Proteomics предназначена для разработки методов терапии онкологических заболеваний. Наиболее перспективная методика ACR-368 может применяться для лечения нескольких типов опухолей, поражающих главным образом мочеполовую систему. Еще один продукт компании – тест ACR-368 OncoSignature для прогнозирования реакции организма на монотерапию. Одобрения регуляторов этот продукт пока не получил, но был задействован в исследованиях в рамках клинических испытаний второй фазы, которые проводились Eli Lilly и Национальным институтом рака. На текущий момент

данная разработка проходит вторую стадию клинических испытаний. За свою историю Acrivon привлекла инвестиции в объеме \$115,5 млн. Среди ее акционеров RA Capital Management, Perceptive Life Sciences Master Fund, Citadel Multi-Strategy Equities Master Fund Ltd, Wellington Biomedical Innovation Master Investors и Sands Capital Life Sciences Pulse Fund II.

- **Потенциальный рынок.** Ожидается, что рынок препаратов для лечения рака увеличится с \$148 млрд в 2021 году до \$288,6 млрд в 2030-м, таким образом, CAGR за этот период будет равняться 7,7%. Основным драйвером роста может стать ранняя диагностика онкологических заболеваний, а также повышение доступности препаратов для их лечения.



Обзор перед IPO

Эмитент	Acrivon Therapeutics
Тикер	ACRV
Биржа	NASDAQ
Диапазон на IPO	\$-
Объем к размещению	\$100 млн
Андеррайтеры	Morgan Stanley, Jefferies, Cowen, Piper Sandler



Российский рынок

Крепкое дно

Улучшение новостного фона способствует позитивному настрою участников торгов

В последние две недели торговая динамика характеризовалась колебаниями в широком диапазоне. Отскок на фондовом рынке после обвального падения в конце сентября продолжался недолго, сменившись новым резким падением из-за закрытия реестров на получение дивиденда Газпрома и Татнефти. В итоге Индекс МосБиржи опустился к февральским минимумам, однако негатив был быстро отыгран, а новость об окончании частичной мобилизации в столичном регионе вызвала бурный рост широкого спектра бумаг.

На валютном рынке резко обострилась ситуация с ликвидностью ввиду опасений прекращения биржевых торгов. В результате курсы USD/RUB и EUR/RUB поднялись к июльским максимумам, однако риски не реализовались. Ситуация постепенно нормализуется, валютные пары возвращаются к значениям сентября.

В конце октября Банк России проведет заседание по монетарной политике. Регулятор отмечает, что инфляция в сентябре замедлилась до 13,7% годовых, однако ставка в этот раз может быть сохранена на текущем уровне. С одной стороны, в октябре возможен спад в потребительском секторе. С другой – за две недели кредиты заметно подорожали, в частности, крупные банки объ-

явили о повышении ипотечных ставок. Доходность ОФЗ поднялась примерно на 0,5 п. п. Принимая решение об изменении либо сохранении ключевой ставки на текущем уровне, Банк России может учитывать не только динамику инфляции, но и общую неопределенность в экономике. Как следствие, на предстоящем заседании регулятор может даже предупредить о возможном временном подъеме ставки.



Ожидаем

В ближайшее время мы не ждем бурного ралли на фондовом рынке и возврата к уровням середины сентября, но умеренный рост вполне вероятен. Лидерами повышения могут стать металлургические компании. Прогноз для Индекса МосБиржи: диапазон 2000–2200 пунктов. Пара USD/RUB, вероятнее всего, будет торговаться в коридоре 60–62.

Наша стратегия

Имеет смысл открывать длинные спекулятивные позиции в бумагах первого эшелона. Для этих целей подходят акции Северстали (таргет: 800 руб.), НЛМК (110 руб.), ММК (33 руб.), ГМК Норникель (14 400 руб.), Полюса (6250 руб.), ЛУКОЙЛа (4 600 руб.), Роснефти (370 руб.). Допустимо открывать спекулятивные шорты в бумагах Х5 (таргет: 1250 руб.).

Георгий Ващенко,
заместитель директора
аналитического департамента
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	03.10.22	17.10.22	
MOEX	2 041	2 012	-1,42%
PTC	1 091	1 027	-5,87%
Золото	1 673	1 655	-1,08%
Brent	92,42	91,95	-0,51%
EUR/RUB	60,28	60,39	0,18%
USD/RUB	60,08	61,54	2,43%
EUR/USD	1,002	0,9849	-1,71%

Индекс МосБиржи дневной



В прошедшие две недели Индекс МосБиржи колебался преимущественно в диапазоне 1900–2000 пунктов, а PTC на некоторое время опускался ниже психологически значимых 1000 пунктов. Пара USD/RUB поднималась выше 64.



Северсталь опубликовала операционные результаты за третий квартал. Выплавка чугуна и стали в отчетном периоде увеличилась до 2822 тыс. (+16% кв/кв) и 2642 тыс. т (+10% кв/кв) соответственно. Те же показатели по итогам января-сентября составили 8127 тыс. (на уровне прошлого года) и 8615 тыс. т (-8% г/г). Продажи стальной продукции за квартал и девятимесячный период достигли 3129 тыс. (+38% кв/кв) и 8123 тыс. т (+2% г/г) соответственно.



(18+) BELUGA GROUP представила операционные результаты за январь-сентябрь 2022 года. Отгрузка напитков собственного производства составила 9,5 млн дал (в сравнении с 6,9 млн дал в первом полугодии), что на 6,2% больше объема годом ранее. Отгрузка импортных брендов достигли 1,96 млн дал (1,4 млн дал в январе-июне 2022-го). Совокупный объем поставок оказался равен 11,4 млн дал (8,3 млн дал в первом полугодии), что на 8,4% больше прошлогоднего показателя. Число собственных торговых точек достигло 1250 (1234 в январе-июне), объем их продаж вырос на 55%.



X5 Group выпустила финансовые результаты за третий квартал. Выручка ретейлера увеличилась до 647,4 млрд руб. (+19,5% г/г). При этом продажи дискаунтеров повысились в 13 раз, до 9,7 млрд руб., а поступления цифрового сегмента выросли на 38%, до 14,75 млрд руб. Сопоставимые продажи увеличились на 12,4% г/г. Число магазинов выросло на 5,8%, до 20,2 тыс. Торговая площадь расширилась на 4,1% г/г, до 8755 тыс. кв. м.

Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global





Акция	03.10.2022	17.10.2022	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	634,2	655,4	3,34%
НЛМК	86,76	87,72	1,11%
ММК	26	28,135	8,21%
ГМК Норникель	13186	13246	0,46%
Распадская	216	223,6	3,52%
Алроса	64,51	69,11	7,13%
Полюс	5558,5	5352	-3,72%
Мечел, ао	90	99,42	10,47%
Мечел, ап	119,4	143,8	20,44%
ОК РУСАЛ	35,745	34,23	-4,24%
Polymetal	292,6	270,4	-7,59%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	114,35	112,44	-1,67%
Сбербанк, ап	109,55	108,3	-1,14%
ВТБ	0,015725	0,015795	0,45%
АФК Система	11,23	11,498	2,39%
МосБиржа	79,92	79,34	-0,73%
Сафмар	436,6	443,2	1,51%
TCS, гдр	2636	2702	2,50%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	215,83	163,24	-24,37%
НОВАТЭК	1013,4	1008,4	-0,49%
Роснефть	287,9	313,45	8,87%
Сургут, ао	19,055	19,55	2,60%
Сургут, ап	23,2	24	3,45%
ЛУКОЙЛ	4077	4212,5	3,32%
Башнефть, ао	838	884	5,49%
Башнефть, ап	588	622	5,78%
Газпром нефть	362,5	387,55	6,91%
Татнефть, ао	383,8	365,6	-4,74%
Татнефть, ап	372,5	344,7	-7,46%

Акция	03.10.2022	17.10.2022	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	2,699	2,886	6,93%
РусГидро	0,6851	0,7137	4,17%
ОГК-2	0,4491	0,4834	7,64%
Юнипро	1,156	1,253	8,39%
ТГК-1	0,007198	0,00766	6,42%
Энел	0,416	0,447	7,45%
Мосэнерго	1,65	1,67	1,21%
ФСК ЕЭС	0,08164	0,08434	3,31%
Россети, ао	0,5063	0,53	4,68%
Потребительский сектор			
Магнит	5008	5060,5	1,05%
X5	1312,5	1511,5	15,16%
Лента	679,5	750	10,38%
Детский мир	70,1	73,38	4,68%
М.видео	158,3	164	3,60%
OZON, адр	1184,5	1279,5	8,02%
Fix Price	306,4	349,2	13,97%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	197,05	218,65	10,96%
Ростелеком, ао	55,95	56,79	1,50%
Ростелеком, ап	55,2	55,7	0,91%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	24,02	24,22	0,83%
НМТП	4,03	4,57	13,40%
ДВМП	32,2	36,21	12,45%
GLTR, гдр	293,05	297,65	1,57%
Совкомфлот	32,26	35,31	9,45%

В рассматриваемый период наблюдался отскок по широкому спектру бумаг. Лидерами роста стали акции Мечела. Негативную динамику демонстрировали бумаги производителей цветных и драгоценных металлов. В аутсайдерах оказались акции Газпрома на фоне закрытия реестра на дивиденд.

Инвестиционная идея

НЛМК. Как закаляется сталь

Ввиду сильной перепроданности бумаг НЛМК они могут быть интересны как для спекулятивных, так и для долгосрочных покупок с таргетом 110 руб.



НЛМК	
Тикер	NLMK
Цена на момент анализа	87,00 руб.
Целевая цена акций	110,00 руб.
Потенциал роста	26,44%
Стоп-аут	77,00 руб.
Капитализация, \$ млн	8 762

Акции НЛМК в октябре опустились на минимальный уровень с 2016-го ниже 90 руб. Таким образом, с начала текущего года котировки упали на 60%, а от исторического максимума в апреле 2021-го потеряли около 70%. Сейчас капитализация эмитента составляет менее \$9 млрд. Схожая динамика наблюдается у всех ведущих компаний черной металлургии, за исключением Мечела, который еще представлен в угольном и энергетическом направлениях.

Производственные и финансовые показатели за 2021-й. Прошлый год стал лучшим в истории отрасли. Инфляция и бурное восстановление мировой экономики после жестких локдаунов привели к резкому взлету цен на продукцию черной металлургии. Хотя производство металлопродукции сократилось на 4%, до 16 846 тыс. т, однако выручка эмитента достигла рекордных \$16,196 млрд (+75% г/г). EBITDA составила \$7,263 млрд (рост в 2,7 раза за год), что соответствует рентабельности 45%. Чистая прибыль и свободный денежный поток оказались равны \$5,036 млрд (рост в 4,1 раза за год) и \$3,52 млрд (в 2,9 раза больше, чем в 2020 году) соответственно. Чистый долг составил \$2,924 млрд, долговая нагрузка снизилась до 0,4х EBITDA. \$900 млн было выплачено в качестве дивиденда за четвертый квартал.

Операционные показатели за третий квартал и девять месяцев 2022-го. В последнем отчетном периоде производство стали сократилось на 11% кв/кв, до 3,9 млн т. Продажи стальной продукции увеличились на 4,3 млн т (+5% кв/кв), что объясняется реализацией накопленных запасов. По итогам января-сентября производство составило 12,8 млн т, что соответствует уровню за аналогичный период прошлого года. Продажи выросли до 12,9 млн т (+4% г/г), 41% из них пришелся на сегмент полуфабрикатов.

Ситуация на рынках. На внутреннем рынке цены на сталь упали на 21%. Некоторое оживление намечилось в сентябре за счет усиления активности в российских строительном и трубном сегментах. В Китае, напротив, цены на черные металлы снизились на 22% на фоне стагнации в строительстве и ослабления юаня. На рынках ЕС и США продукция эмитента подешевела на 33%.

Драйверы роста и факторы риска. Определенное давление на отрасль оказывают санкции. Эмбарго затрагивает 17% российского экспорта (39,5 млн т), причем недавно эти ограничения были ужесточены. Впрочем, НЛМК в наименьшей степени подвержен влиянию этого фактора, поскольку на экспорт в ЕС приходилось около 18% объема производства компании. В целом крупные отраслевые игроки адаптируются к ситуации, перераспределяя выпадающие объемы на другие рынки, поэтому сокращение производства стали в текущем году окажется существенно ниже 15%. 2023-й, однако, обещает быть непростым, поскольку падение спроса в США и странах ЕС, вероятнее всего, продолжится из-за рецессии и высоких цен на энергоносители. Отчасти ситуацию смягчает сокращение производства в США и Европе на 11%, это компенсирует ослабление спроса.

Дополнительным фактором давления выступают повышенные логистические издержки. Из-за закрытых западных рынков приходится перенаправлять потоки в Азию, где спрос также снижается. При этом слабеющий юань поддерживает китайских экспортеров. Также в России существуют налоговые риски и вероятность антимонопольных штрафов. Меры господдержки отрасли в виде повышения потолка цен для взимания акцизов могут оказаться недостаточными.

К драйверам роста стоит отнести низкую долговую нагрузку НЛМК и сильную перепроданность акций. В 2016-м, когда котировки находились на текущих уровнях, цены на сталь были вдвое ниже сегодняшних, и даже тогда НЛМК был прибыльной компанией.

Акции эмитента подходят как для спекулятивной покупки, так и для долгосрочных вложений. В последнем случае стоит делать ставку на улучшение конъюнктуры рынков и выплату дивидендов. Хотя долгосрочные факторы роста сейчас не просматриваются, стоит отметить, что по основным мультипликаторам компания оценивается очень дешево (P/E 2022П: 2,4). В ближайшей перспективе позитивными драйверами могут выступить благоприятный новостной фон, а также сильная перепроданность акций металлургических компаний.



Инвестиционная идея

Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global

Финансовые показатели	2020	2021	2022П	2023П
Выручка, \$ млн	9 245	16 196	14 899	12 861
Изменение, %	-12%	75%	-8%	-14%
ЕБИТДА, \$ млн	2 645	7 260	5 140	3 797
ЕБИТДА маржа, %	28,6%	44,8%	34,5%	29,5%
Чистая прибыль, \$ млн	1 236	5 072	3 486	2 376
Чистая маржа, %	13,4%	31,3%	23,4%	18,5%

	2020	2021	2022П	2023П
P/B	1,8	1,1	0,6	0,7
P/S	3,6	2,7	1,1	1,1
P/E	13,6	3,5	2,4	3,3
ROA	12,2%	45,7%	-	-
ROE	23,2%	90,4%	-	-

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
NLMK:RX	-0,80%	11,50%	-25,40%	-30,60%	-60,30%
IMOEX	0,62%	4,00%	-16,40%	-3,30%	-52,30%
RTS	0,62%	7,40%	-18,50%	-11,30%	-44,80%



Тихая гавань во время шторма

Пока на внешних площадках наблюдается высокая волатильность, казахстанский рынок спокойно ожидает старта сезона отчетности

Начиная с конца августа индекс KASE движется в боковике, ограничиваясь колебаниями в диапазоне 3060–3170 пунктов и размахом котировок в пределах 3,5–3,6%. Это достаточно сильно отличается от картины на внешних площадках. В частности, S&P 500 может набирать либо терять по 2,5% в течение нескольких сессий подряд. Казахстанский валютный рынок также демонстрирует стабильность, поскольку тенге защищен от сильного влияния доллара за счет корреляции с относительно устойчивым рублем. Пара USD/KZT движется в коридоре 470–480 уже в течение двух месяцев. Среднее значение индекса KASE за 30 последних торговых сессий в 3120 пунктов практически совпадает с уровнем закрытия 17 октября. Отыграв сентябрьское снижение, бенчмарк перешел в режим низковолатильной торговли, когда сессии отличались лишь размахом теней на дневных «свечах». Однако отдельные акции демонстрируют более ярко выраженную динамику. Так, за последние две недели акции Банка ЦентрКредит прибавили 8,1%, продолжая ралли, которое началось в феврале 2021 года, встало на паузу в начале 2022-го и возобновилось в июне. Активное движение было замечено в акциях Халык Банка на KASE, где котировки начали расти с 4 октября и дважды пробивали вверх локальные уровни сопротивления. В лидерах снижения оказались бумаги Kcell, медленно корректирующиеся после достижения отметки 1700 тенге в августе. Занимая 15% в индексе широкого рынка, эти акции препятствуют его выраженной позитивной динамике.

Среди корпоративных новостей можно отметить предстоящие ВОСА трех компаний. Так, KEGOC анонсировала выплату дивиденда за первое полугодие, собрание акционеров запланировано на 27 октября. Вопрос о дивиденде Халык Банка (предполагаемый размер: 12,71 тенге) будет решаться 21 октября. ВОСА Казахтелекома состоится 31 октября, объем выплат станет известен после 21 числа.



Ожидания и стратегия

Мы ожидаем, что консолидация на рынке продолжится вплоть до начала сезона отчетности. Двигаясь в боковике, индекс KASE закрепился выше 200-дневной скользящей средней. Аналогичную динамику демонстрируют ГДР казахстанских эмитентов на LSE. Акции Халык Банка торгуются выше локальных уровней сопротивления и могут протестировать августовские максимумы на отметке 135 тенге в случае схожего движения ГДР. Бумаги Kaspi в отсутствие сильных триггеров пока торгуются под сопротивлением \$60. Котировки Казатомпрома показывают достаточно высокую волатильность, как и прочие бумаги сектора.



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	03.10.22	17.10.22	
Индекс KASE	3 088,99	3 127,18	1,2%
Халык Банк (GDR)	597,64	645,87	8,1%
Казахтелеком (KASE)	122,5	129,75	5,9%
Халык Банк (KASE)	10,4	10,88	4,6%
Kaspi (KASE)	13 115,00	13 369,25	1,9%
Банк Центр Кредит (KASE)	27,24	27,76	1,9%
KEGOC (KASE)	689	697,00	1,2%
Kcell (KASE)	29 200,00	29 250,00	0,2%
Kaspi (GDR)	1 581,99	1 581,15	-0,1%
Казтрансойл (KASE)	28 100,00	27 876,00	-0,8%
Казатомпром (GDR)	58,9	57,10	-3,1%
Казатомпром (KASE)	1 610,00	1 530,08	-5,0%

Важные новости

- **МВФ дал Казахстану рекомендации по монетарной политике.** По словам руководителя отдела стран Центральной Азии Николая Бланше, финансовым регуляторам Казахстана целесообразнее вмешаться в ситуацию уже сейчас, чтобы избежать побочных эффектов очень высокой инфляции, включая потенциальное давление на тенге. Октябрьское заседание НБРК перенесено на 26 октября.
- **Компания KEGOC обнародовала размер дивиденда за первое полугодие.** По данным материалов к ВОСА, которое запланировано на 27 октября, совет директоров предложил выплатить 65,44 тенге на акцию. Фиксация реестра назначена на 15 декабря в 00:00.
- **IPO КазМунайГаза (КМГ) может быть проведено в начале декабря.** Ернар Жанадил, управляющий директор по развитию и приватизации АО Самрук-Казына, сообщил, что фонд намерен завершить размещение акций КазМунайГаза до 10 декабря. К 9 ноября планируется утвердить это корпоративное решение и сделать анонс предстоящего IPO.

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

Инвестиционная идея

Bank of America. Ставка на любимчика Баффета

Уверенные результаты за третий квартал и позитивная динамика американского рынка могут способствовать реализации 20%-го потенциала роста в бумагах банка

Причины для покупки:

- **Стабильные финансовые показатели.** Прибыль ВАС в отчетном периоде превысила оценки экспертов Уолл-стрит, чему способствовали повышение процентных ставок, стабильные показатели выручки на мировых рынках, а также уверенные финансовые метрики потребительского и глобального банковского направления эмитента. ВАС нарастил провизии на покрытие убытков по кредитам в рамках подготовки к возможной рецессии. EPS эмитента в третьем квартале увеличилась до \$0,81 в сравнении с \$0,73 в прошлом отчетном периоде, превысив общерыночный прогноз в \$0,78. Чистый процентный доход объемом \$13,8 млрд также оказался лучше консенсуса от Visible Alpha на уровне \$13,5 млрд. Рост фиксированного дохода, продаж валюты и товаров, а также поступлений от торговых операций в сегменте Global Markets позволил компенсировать ухудшение выручки от продаж долевого бумага.
- **Собственный прогноз, предполагающий ускорение роста чистого процентного дохода по мере повышения ставок ФРС.** Менеджмент ожидает значительного улучшения указанной метрики в течение следующих нескольких кварталов. Финансовый директор ВАС Аластер Бортвик предполагает, что в благоприятных условиях чистая процентная маржа может увеличиться более чем на \$650 млн за ближайший квартал, а затем продолжит расти в течение двух следующих отчетных периодов.
- **Распределение прибыли между акционерами.** Bank of America выплачивает щедрые дивиденды и агрессивно выкупает с рынка собственные акции. В 2019-м и 2021 году объемы buy back составили

\$25 млрд и \$28 млрд соответственно. С учетом текущей рыночной капитализации в \$295 млрд это эквивалентно почти 10% акций в свободном обращении. Кроме того, недавно ВАС объявил о выплате ежеквартального дивиденда в размере \$0,21 на акцию с форвардной доходностью 2,32%.

Техническая картина. Котировки ВАС в сентябре скорректировались к июльским минимумам, сформировав фигуру «голова и плечи». Однако затем сильный отчет за третий квартал и общий подъем американского рынка обеспечили бумаге эмитента неплохим импульсом роста. После пересечения 50-дневной скользящей средней акции нацелены на тест 200-дневной средней в районе \$37,8.



Bank of America Corporation

Тикер на KASE	BAC_KZ
Цена на момент анализа	\$34,1
Целевая цена	\$41
Потенциал роста	20%

Динамика акций на KASE



Рынок Узбекистана

В поисках точки опоры

Хамкорбанк, Кизилкумцемент и УзРТСБ утянули индекс широкого рынка вниз

За последние две недели индекс голубых фишек Ташкентской республиканской фондовой биржи (РФБ) EqRe Blue скорректировался на 9,86% после роста на 11,50% во второй половине сентября. Наиболее глубокую просадку за первую половину октября продемонстрировали котировки Хамкорбанка (НМКВ: -20,17%). Существенные потери понесли Узметкомбинат (UZMK: -12,45%), Кизилкумцемент (QZSM: -11,14%) и УзРТСБ (URTS: -10,52%). В плюсе удержались акции КМЗ (KUMZ: +3,76%) и Ипотека-банка (IPTB: +1,28%). Чтобы прогнозировать дальнейшую динамику котировок, необходимо отслеживать их движения вблизи предыдущего мини-

мум. Технический анализ предполагает, что уход акции ниже достигнутых ранее минимальных значений служит сигналом к продолжению «медвежьего» тренда. Если же котировке удастся отскочить вверх, это будет указывать на формирование локального дна. Краткосрочно на динамику узбекистанского фондового рынка способны повлиять решения относительно ключевой процентной ставки по итогам очередного заседания ЦБ. Внешний фон будут определять важные для участников рынка новости со съезда Компартии Китая, публикация «Бежевой книги» ФРС и сезон отчетности за третий квартал, стартовавший в США.



Тимур Норматов,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global

Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	30.09.22	14.10.22	
EqRe Blue	1668,29	1622,43	-2,75%
KVTS	2930	2999,99	2,39%
QZSM	3398	3197,98	-5,89%
SQBN	10,99	11	0,09%
URTS	17400	17001	-2,29%
UZMK	7300	6999,99	-4,11%
KSCM	265000	290000	9,43%
НМКВ	79,99	75,03	-6,20%
IPTB	0,79	0,79	0,00%
UVCM	11000	10498	-4,56%
KUMZ	845	856	1,30%
A028090	44000	44000	0,00%
A005900	6500	7000	7,69%



Текущие рекомендации по акциям

- Даем рекомендацию **«держать»** по акциям Кизилкумцемента (QZSM), Кувасайцемента (KSCM), Узвтрцветмета (UVCM) и КМЗ (KUMZ) до пересмотра целевой цены нашими аналитиками.
- **Покупать** на текущих уровнях рекомендуем бумаги УзПСБ (SQBN), УзРТСБ (URTS), Ипотека-банка (IPTB), Кварца (KVTS) и Хамкорбанка (НМКВ).

Макростатистика

- Девальвация **узбекского сума** по отношению к доллару составила 3,8% г/г, спред между депозитами в USD и UZS находится в пределах 14–20%. С 30 сентября по 14 октября сум в паре с долларом снизился на 1,13%.
- Средняя ставка по размещениям **краткосрочных гособлигаций** за последние две недели составила 16,36% и 16,25% соответственно. Ставка овернайт на межбанковском рынке в первой половине октября оставалась на отметке 14%. Государственный облигационный долг к середине месяца оценивался в \$4,821 млрд.
- Доходность **евробондов Узбекистана** с погашением в 2029 году выросла с 8,64% за первую из рассматриваемых недель до 8,81% за вторую благодаря повышению доходности еврооблигаций рейтинговой группы BB-/BB/BV+.
- Всемирный банк улучшил прогноз **роста ВВП Узбекистана** в 2022 году с 4,3% до 5,3%, однако снизил свой ориентир на 2023-й с 5,3% до 4,9%. В 2024 году ВБ ожидает увеличения узбекистанской экономики на 5,1%.
- **АБР** предоставит кредит в размере \$500 млн для поддержки бюджетной социальной политики и продовольственной безопасности Узбекистана.
- **МВФ** повысил прогноз роста экономики Узбекистана на текущий год с 3,4% до 5,2%. В 2023-м международный финансовый институт ориентируется на увеличение ВВП страны на 4,7%. Инфляцию в текущем и следующем году МВФ закладывает на уровне 11,2% и 10,8% соответственно.
- **Инфляция** в сентябре составила 1% м/м и 12,2% г/г против 10,77% г/г за тот же период 2021-го.

По отдельным компаниям

- Fitch присвоило **АО «Региональные электрические сети»** рейтинг BB- со стабильным прогнозом.
- ЦБ отозвал лицензии у **АКБ «Высокотехнологичный банк» (НТБ)** и **АКБ «Туркистонбанк» (ТКТН)**. Доля проблемных кредитов на балансе этих финансово-кредитных организаций составляла 93,4% и 94,8% соответственно.
- Состоялось IPO крупнейшего автопроизводителя региона **UzAuto Motors**, андеррайтером которого выступил Freedom Broker.
- Пакет из 75% акций **Единого республиканского процессингового центра (UzCard)** приватизирован за 210,1 млрд сумов.
- **Алокабанк (АЛКВ)** представил неаудированные результаты за январь-сентябрь. Активы финансово-кредитной организации увеличились на 50,6% г/г, капитал вырос на 3,5% г/г, обязательства повысились на 59,9% г/г.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global



Инвестиционная идея

Хамкорбанк. Время раскрывать потенциал

По мере приближения к средним для развивающихся рынков оценкам по мультипликаторам акции Хамкорбанка способны достичь таргета 137,7 сума

Основные тезисы

Доля государственного участия в капиталах узбекистанских банков сократилась с 85% в сентябре 2019-го до 80% к тому же периоду текущего года. Это дает нам основания полагать, что у Хамкорбанка есть огромный потенциал роста в средне- и долгосрочной перспективе. Главными позитивными драйверами мы считаем стремительное увеличение активов за последние годы, улучшение показателей прибыльности, а также низкий уровень проблемных кредитов на балансе банка. Рассчитываем, что его мультипликаторы P/E и P/B будут стремиться к среднему значению по MSCI Emerging Markets Financials. Основанный на этом расчете таргет по акции Хамкорбанка составляет около 137,7 сума.

Причины для покупки:

Стабильный рост всех показателей. Бизнес Хамкорбанк уверенно развивается, несмотря на вызванные пандемией сложности последних двух лет в экономике. Среднегодовой темп роста выручки с 2015 года составил 31%. По итогам последнего года она достигла 3,478 трлн сумов. Чистая прибыль за этот период увеличилась в шестеро, до 592 млрд сумов. Активы и капитал банка

только во втором квартале текущего года поднялись на 25,3% и 30,1% г/г соответственно.

- **Платежеспособные клиенты банка.** Основной доход Хамкорбанк получает за счет кредитования, лизинговых услуг и операций с иностранной валютой. Клиенты банка – это в основном представители малого и среднего бизнеса, микрофирмы, а также индивидуальные предприниматели и физические лица. ЦБ РУ оценивает платежеспособность клиентов Хамкорбанка как наиболее высокую во всем секторе коммерческого банкинга в стране. Доля проблемных кредитов (NPL) у эмитента равна лишь 0,6% от их общего объема, и это самый низкий показатель в отечественном секторе.
- **Высокий уровень прибыльности.** За последние 12 месяцев рентабельность собственного капитала (ROE) Хамкорбанка достигла шестилетнего максимума на уровне 27,5%. Рентабельность активов банка (ROA) достигла рекордных с 2015 года 4,2%. Процентная доходность по кредитам и лизингу выросла с 13% в 2017 году до 17,8%, свидетельствуя об умеренном улучшении показателей прибыльности от основной деятельности.



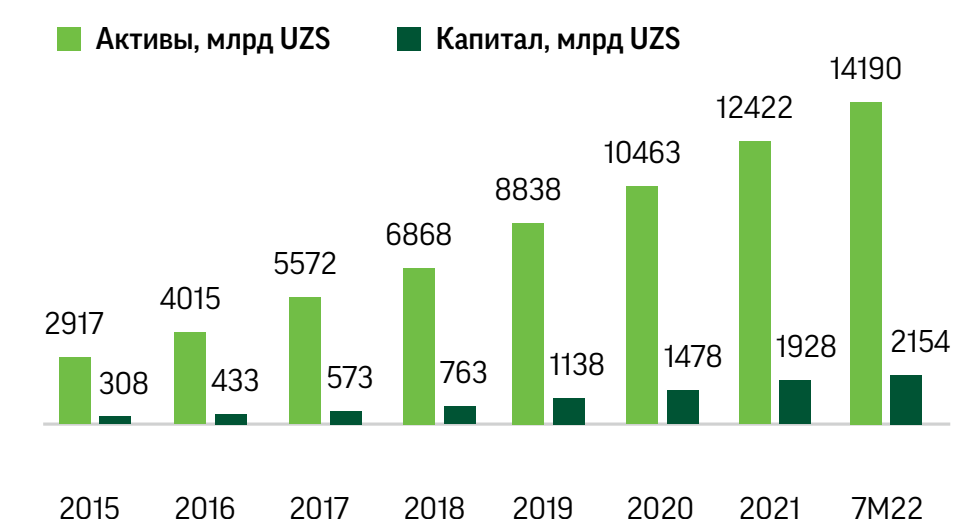
АКБ «Хамкорбанк»

Тикер на UZSE	HMKB
Цена на момент анализа	79,99 UZS
Целевая цена	137,7 UZS

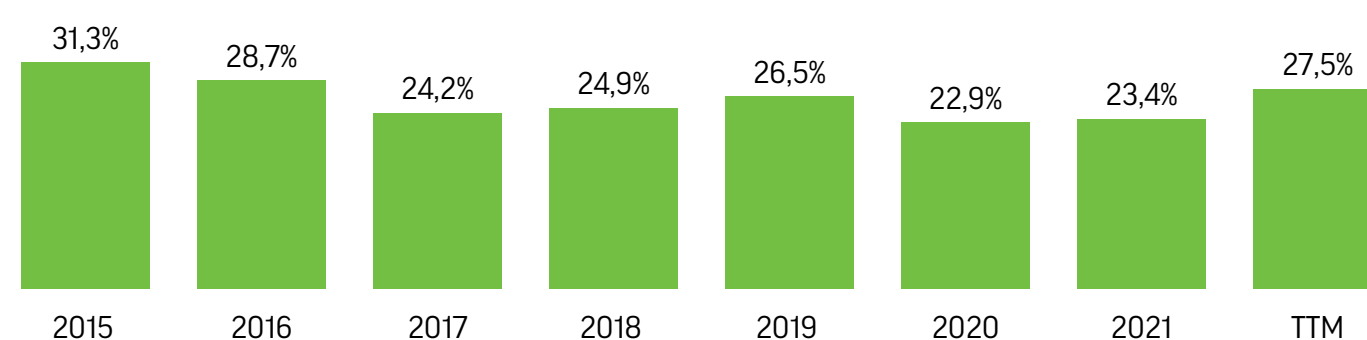
Динамика цены HMKB на UZSE



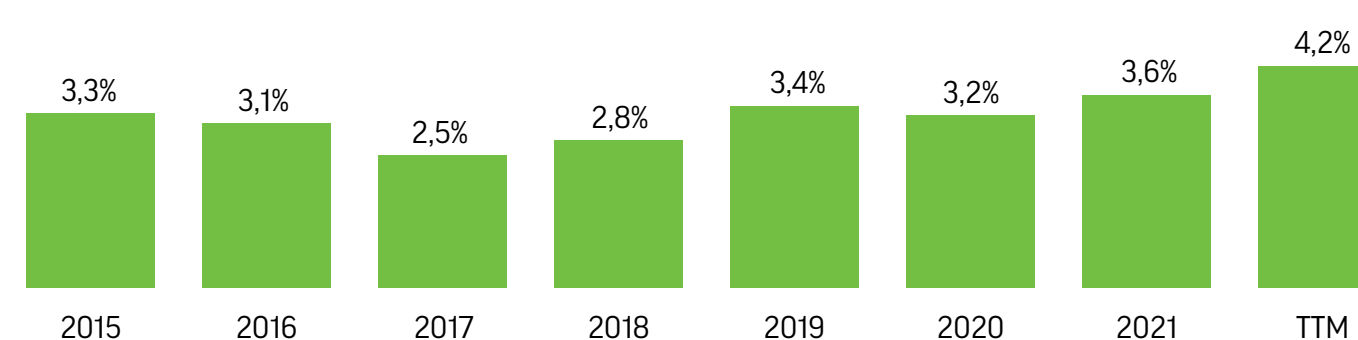
Финансовые показатели



Рентабельность собственного капитала (ROE)



Рентабельность активов (ROA)



Инвестиционная идея

Кварц. Вверх с удвоенной мощностью

Потенциал роста от текущих уровней до целевой цены в акциях Кварца составляет 77%

Основные тезисы

- Увеличение объемов выпуска продукции.** Производственная мощность запущенной на предприятии второй линии вдвое превышает возможности первой. Таким образом, теоретически и при сохранении всех прочих условий компания могла бы увеличить выручку от продаж листового стекла в три раза. Однако в связи с плановым ремонтом первой линии за январь-июнь Кварцу удалось нарастить продажи более чем вдвое – с \$12,3 млн за тот же период 2021-го до \$27,5 млн. За последние 12 месяцев доходы компании увеличились на 40% г/г. Объем экспорта за 2021 год составил \$4 млн после \$2,2 млн в 2020-м.
- Недооцененность к аналогам из состава MSCI emerging markets.** Бизнес Кварца в среднем недооценен рынком в 3,7 раза, а его акции стоят в пять раз дешевле аналогов с развивающихся рынков. По сравнению с японским гигантом AGC и лидирующей по объемам производства стекла на турецком рынке Sisecam Кварц должен стоить в 1,5 раза дороже, а его акции недооценены в 2,2–2,7 раза.
- Высокая маржинальность.** Валовая маржа (38%), как и рентабельность по EBIT (32%), EBITDA (33%) и NOPLAT (30%), а также

маржа чистой прибыли (19%) значительно превышают показатели сопоставимых компаний в регионе и находятся на уровне мировых лидеров по производству стекла.

- Завершение реконструкции.** Первая производственная линия, ремонт которой продолжался в течение последних трех кварталов, перезапущена. Это позволяет рассчитывать на рост выручки в четвертом квартале 2022 года.
- Высокие биржевые цены на листовое стекло.** Строительное стекло, обеспечивающее 76% выручки Кварца, уже более года торгуется в среднем на 55% выше, чем в 2019–2020-х.
- Потенциал роста.** Оценка будущего свободного денежного потока Кварца предполагает достижение его стоимостью 937 млрд сумов (\$84,9 млн) с капитализацией 513 млрд сумов (\$46,5 млн). Таким образом таргет по акции компании составляет 5,3 сума, что предполагает потенциал роста 77% к текущей цене. В соответствии с этой оценкой мультипликаторы Кварца приблизятся к средним по региону и у лидеров сектора. Недооцененность эмитента остается в пределах допустимого риска.

Искандар Шералиев,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global



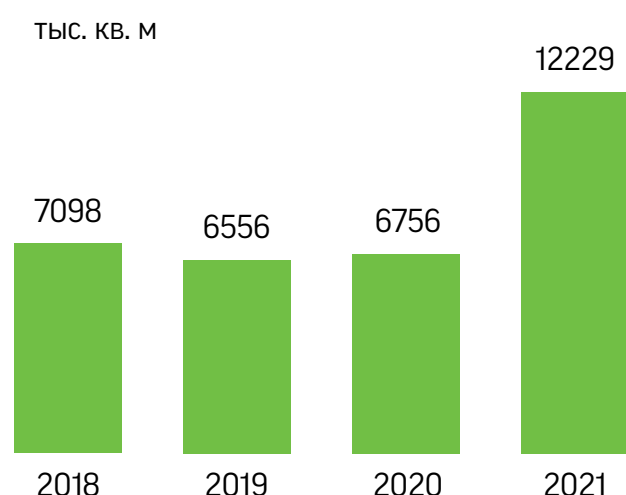
АО «Кварц»

Тикер на UZSE	KVTS
Цена на момент анализа	3000 UZS
Целевая цена	5310 UZS
Потенциал роста	77%

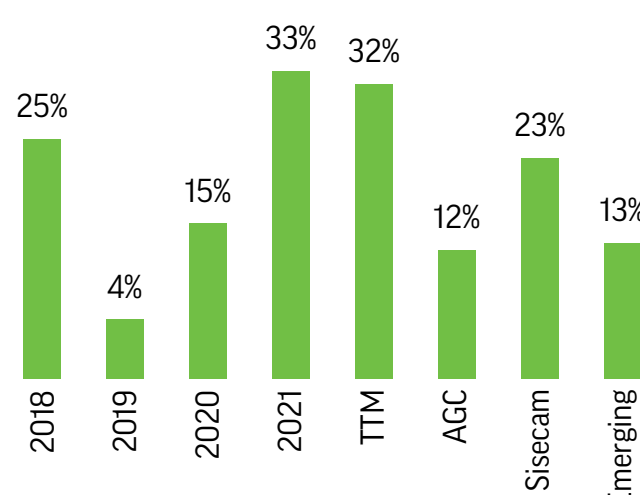
Динамика цены KVTS на UZSE



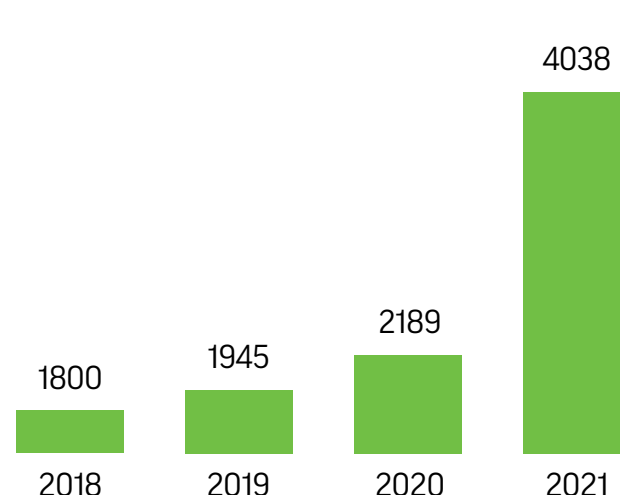
Производство лист. стекла



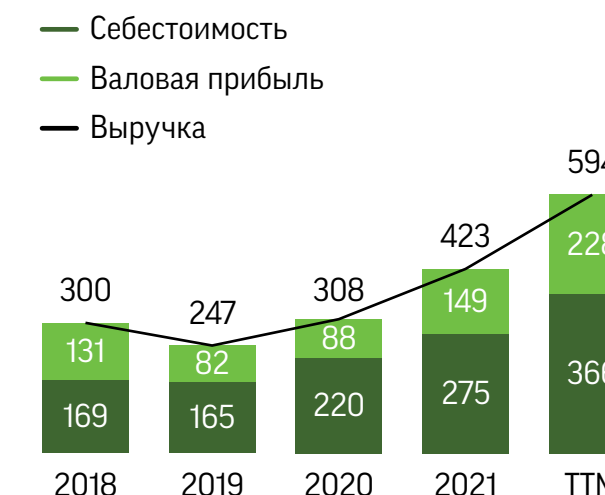
ЕБИТ маржа



Экспорт, тыс. USD



Финансовые показатели



Динамика цен на листовое стекло



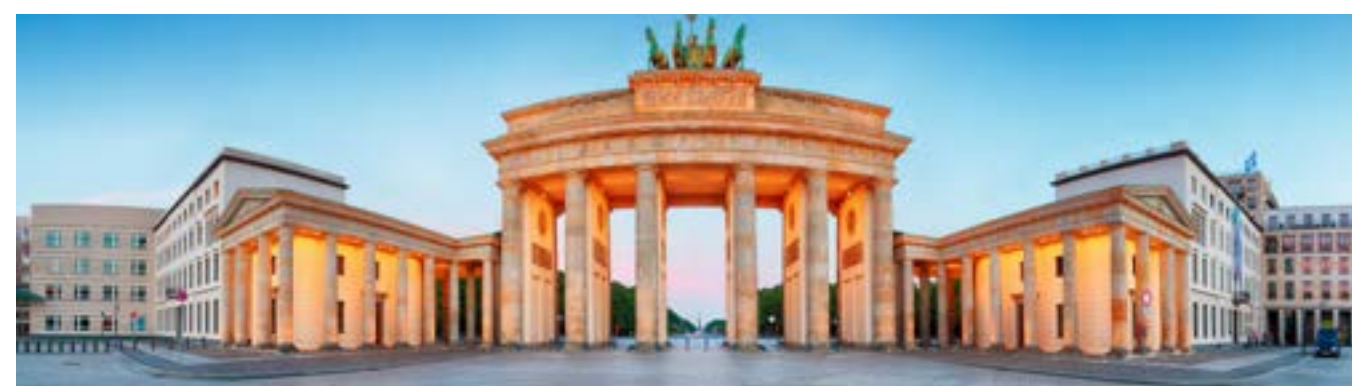
Индекс на распутье

В рамках локального отскока котировки DAX могут протестировать диапазон 13000–13100 с дальнейшей коррекцией вниз или переходом в режим консолидации

Период с 3 по 7 октября DAX впервые с 9 сентября завершил в плюсе. Индекс вырос на 1,3%, достигнув 12273 пунктов. За понедельник бенчмарк поднялся на 0,8%, несмотря на публикацию статистики, зафиксировавшей снижение европейского промышленного PMI. Торги вторника открылись гэпом вверх, а по их итогам DAX прибавил впечатляющие 3,8%, чего не случалось с середины марта. Позитив на рынке был вызван надеждами на смягчение риторики монетарных властей после публикации индекса деловой активности в промышленном секторе США, рост которой замедлился до минимума за два с половиной года. В четверг и пятницу из-за неоправдавшихся ожиданий в отношении смены курса монетарной политики индекс ушел в минус. Опубликованные «Минутки» ФРС засвидетельствовали готовность регулятора и далее активно повышать ставку, а также сохранение в качестве приоритета борьбы с инфляцией, даже несмотря на замедление роста экономики. Сентябрьский отчет по рынку труда США отразил более высокий, чем ожидалось, рост числа новых рабочих мест вне сельского хозяйства, что обеспечивает регулятору свободу действий по повышению ставки. Это оказало дополнительное давление на динамику DAX на заключительных торгах первой недели октября. Среди отдельных эмитентов немецкого фондового рынка отметим Adidas, акции которого упали на 5,2% после заявления компании о пересмотре условий партнерства с Канье Уэстом.

С 10 по 14 октября основной индекс Франкфуртской биржи вновь вырос на 1,3%, на этот раз добравшись до 12438 пунктов. Наибо-

лее активной позитивная динамика DAX была в четверг и пятницу, когда он прибавил 1,5% и 0,7% соответственно. Драйвером роста бенчмарк обеспечила статистика инфляции в США, ускорившейся в сопоставлении месяц к месяцу значительно больше, чем ожидали на рынке. В то же время в сравнении с показателями прошлого года замедление роста фиксируется третий месяц подряд. Отыгрывались рынком и данные индекса цен производителей, который увеличился на 8,5% г/г, превысив консенсус. Важной новостью пятницы стала отставка министра финансов Великобритании на фоне дискуссий об изменении налогового законодательства. Премьер-министр Соединенного Королевства Лиз Трасс заявила, что не отказывается от планов по увеличению корпоративного налога, что создает неопределенность на британских рынках. Среди отдельных акций, представленных на бирже Германии, отметим биотех Qiagen, акции которого 11 октября поднялись на 6% на новости о слиянии с американским производителем товаров для клинической диагностики и медицинских исследований Bio-Rad.



Ожидания и стратегия

За две первые недели октября реализовался сценарий локального отскока в рамках глобального нисходящего канала. Мы все еще считаем, что потенциал роста для DAX ограничен зоной 13000–13100 пунктов. После достижения этих уровней можно ожидать коррекции к 12000 пунктам. Если же индексу удастся пробить сопротивление на отметке 13000 пунктов, это станет сигналом к переходу рынка в режим глобального боковика.

Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	30.09.22	14.10.22	
DAX Index	12 114,36	12 437,81	2,7%
G1A GR Equity	29,22	33,32	14,0%
UN01 GR Equity	7,53	8,56	13,6%
SY1 GR Equity	4,33	4,90	13,2%
OSR GR Equity	29,52	33,18	12,4%
1COV GR Equity	5,85	6,43	9,9%
MRK GR Equity	39,21	43,07	9,8%
SAP GR Equity	69,12	74,52	7,8%
SIE GR Equity	30,81	33,06	7,3%
DB1 GR Equity	152,40	162,65	6,7%
BEI GR Equity	44,92	47,83	6,5%
SHL GR Equity	22,36	23,66	5,8%
MTX GR Equity	19,65	20,72	5,4%
HEN3 GR Equity	82,87	87,31	5,4%



Рынок Германии

Важные новости

- **Вышли данные о динамике промпроизводства в Германии за август.** Соответствующий индекс опустился на 0,8% м/м при консенсусе аналитиков, опрошенных Reuters, на уровне 0,5% м/м. В то же время данные за июль пересмотрены с -0,3% м/м до 0% м/м.
- **Немецкий ретейлер Zalando объявил об углублении сотрудничества с Nike.** Стало известно, что в октябре 2022 года клиентские учетные записи на цифровых платформах компаний будут объединены.
- **Институт Ifo сообщает, что немецкие компании сохраняют планы повышения цен.** Индекс ожиданий в отношении динамики цен, по данным августовского опроса Ifo, составил 47,5 пункта, что лишь на 0,1 ниже июльского показателя.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Доставка прибыли к максимумам

Усиление спроса на услуги компании, а также строительство нового транспортного узла могут способствовать росту котировок к 40 евро

Причины для покупки:

- **Компания опубликовала предварительные результаты за третий квартал, превысившие ожидания рынка.** Deutsche Post также, скорее всего, пересмотрит вверх прогноз на 2022 финансовый год 8 ноября, когда выпустит финальный финансовый отчет. По предварительным данным, EBIT компании в третьем квартале выросла на 15%, до 2,04 млрд евро, против общерыночных ожиданий в 1,93 млрд евро. Также эмитент фиксирует восстановление объемов поставок в сегменте электронной коммерции после заметного снижения в первой половине 2022 года на фоне общей макроэкономической неопределенности.
- **DHL Freight инвестирует 4 млн евро в новый грузовой терминал в Марселе.** Это позволит компании расширить сеть автомобильных грузоперевозок и модернизировать еще один важный транспортный узел в Средиземноморском регионе. Увеличение логистических мощностей позволяет осуществлять более быстрые и эффективные автомобильные перевозки, тем самым повышая надежность поставок и удовлетворенность клиентов. Так, терминал будет проводить консолидацию и деконсолидацию грузов, которые затем будут распространяться среди клиентов на европейском рынке. Соединяя Европу и Африку, терминал в Марселе также будет использоваться в качестве ворот в Тунис и из него.
- **Техническая картина.** Акции DPW пробили наклонный канал и тестируют сопротивление на уровне 35 евро. В случае преодоления этой отметки возможен дальнейший рост к 40 евро.



Среднесрочная идея

Deutsche Post AG

Тикер на Xetra	DPW
Текущая цена	34,29 евро
Целевая цена	40 евро
Потенциал роста	16,31%
Дивидендная доходность	-%

Динамика акций DPW на Xetra



Инвестиционный
обзор №257
20 октября 2022

ffin.global



Freedom Holding Corp. выбрала Deloitte независимым аудитором

Совет директоров Freedom Holding Corp. утвердил независимую аудиторскую компанию Deloitte для проведения ежегодного аудита финансовой отчетности холдинга в соответствии с Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США (US GAAP).

Deloitte ранее уже проводила аудит дочерних структур холдинга Freedom Holding Corp. в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) и международными стандартами аудита (МСА). Компания «большой четверки» заменит WSRP, LLC, бухгалтерскую организацию из США, которая с момента основания холдинга осуществляла его проверку для американского регулятора.

В Астане прошел пресс-тур для европейских СМИ от Freedom Holding Corp.

По приглашению FRHC в октябре Казахстан посетили представители изданий Wirtschaftswoche, Le monde Sudinfo, La Vanguardia и другие. Европейские журналисты получили подробную информацию о цифровой трансформации, которую сейчас проходит Казахстан, о возможностях, которые дает GovTech, и об уникальных финансовых продуктах, создаваемых специалистами Freedom.

В ходе тура журналисты также встретились с министром цифрового развития, инноваций и аэрокосмической промышленности Казахстана Багдатом Мусиным, посетили Международный финансовый центр «Астана», крупнейший международный технопарк ИТ-стартапов в Центральной Азии Astana Hub и комитет МФЦА по регулированию финансовых услуг (AFSA).

Российский бизнес вышел из состава Freedom Holding Corp.

Freedom Holding Corp. заключил договор купли-продажи 100%-й доли в уставном капитале ООО ИК «Фридом Финанс» и ООО Банк «Фридом Финанс». Новым владельцем российских компаний станет один из основателей Freedom Finance Максим Повалишин, ранее занимавший должность заместителя генерального директора и члена совета директоров ИК «Фридом Финанс». В течение нескольких месяцев российские компании проведут ребрендинг, в том числе сменят названия и логотипы.

Перед продажей российских подразделений, 13 сентября 2022 года, Freedom Holding Corp. выкупил у ООО ИК «Фридом Финанс» 90,43%-ю долю в капитале казахстанского АО «Фридом Финанс».

Действующие клиенты ООО ИК «Фридом Финанс» и ООО Банк «Фридом Финанс» имеют возможность оставить свои активы на счетах российских компаний либо перевести их в любое подразделение холдинга.

В рамках своей бизнес-стратегии холдинг по-прежнему ориентирован на создание финтех-экосистемы.

«Мы сожалеем, что сложные геополитические обстоятельства заставили нас уйти с российского рынка. Мы сфокусируемся на развитии бизнеса в Казахстане, где мы являемся крупнейшей инвестиционно-страховой группой, динамично растущим цифровым банком, и этот комплексный подход мы намерены распространить и на другие точки нашего присутствия. В ближайших планах – получение лицензии на брокерскую деятельность в Великобритании. И мы надеемся, что все наши клиенты смогут получать преимущества от нашего развития», – сообщил главный исполнительный директор Freedom Holding Corp. Тимур Турлов.

Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global





Публичная Компания Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №257

20 октября 2022

ffin.global

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

ПН-ПТ **09:00-21:00** (по времени г. Нур-Султан)
+7 7172 727 555, info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)
7555@ffin.global, ffin.global

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

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