

Инвестиционный обзор



№258
4 ноября 2022

Фондовый рынок США:

Техногигантам светит красный

Капитализация крупнейших технологических компаний Штатов: Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta Platforms и Microsoft – с начала года обвалилась на \$3 трлн

Российский рынок: Отскоку не хватает сил стать ралли

Рынок Казахстана: Сохраняя баланс

Рынок Узбекистана: В ожидании новых драйверов

Рынок Германии: Шансы «быков» растут

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Содержание



Рынок США. Техногигантам светит красный.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Сезон отчетов выдвигает новых лидеров.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 1 ноября.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	11
Инвестиционная идея. Procter & Gamble. Чистая победа!.....	12-13
Оptionная идея. BULL PUT SPREAD ON AMZN.....	14
Обзор венчурных инвестиций.....	15
Кто идет на IPO. Инвестиции со вкусом.....	16
Российский рынок. Отскоку не хватает сил стать ралли.....	17-19
Инвестиционная идея. Полюс. Золотое дно.....	20-21
Рынок Казахстана. Сохраняя баланс.....	22-23
Инвестиционная идея. Kaspi.kz. Все только начинается!.....	24
Рынок Узбекистана. В ожидании новых драйверов.....	25-26
Инвестиционная идея. УзРТСБ. Уникальное торговое предложение.....	27
Рынок Германии. Шансы «быков» растут.....	28-29
Среднесрочная идея. Только вперед!.....	30
Новости Freedom Holding Corp.....	31
Контакты.....	32

Инвестиционный
обзор №258

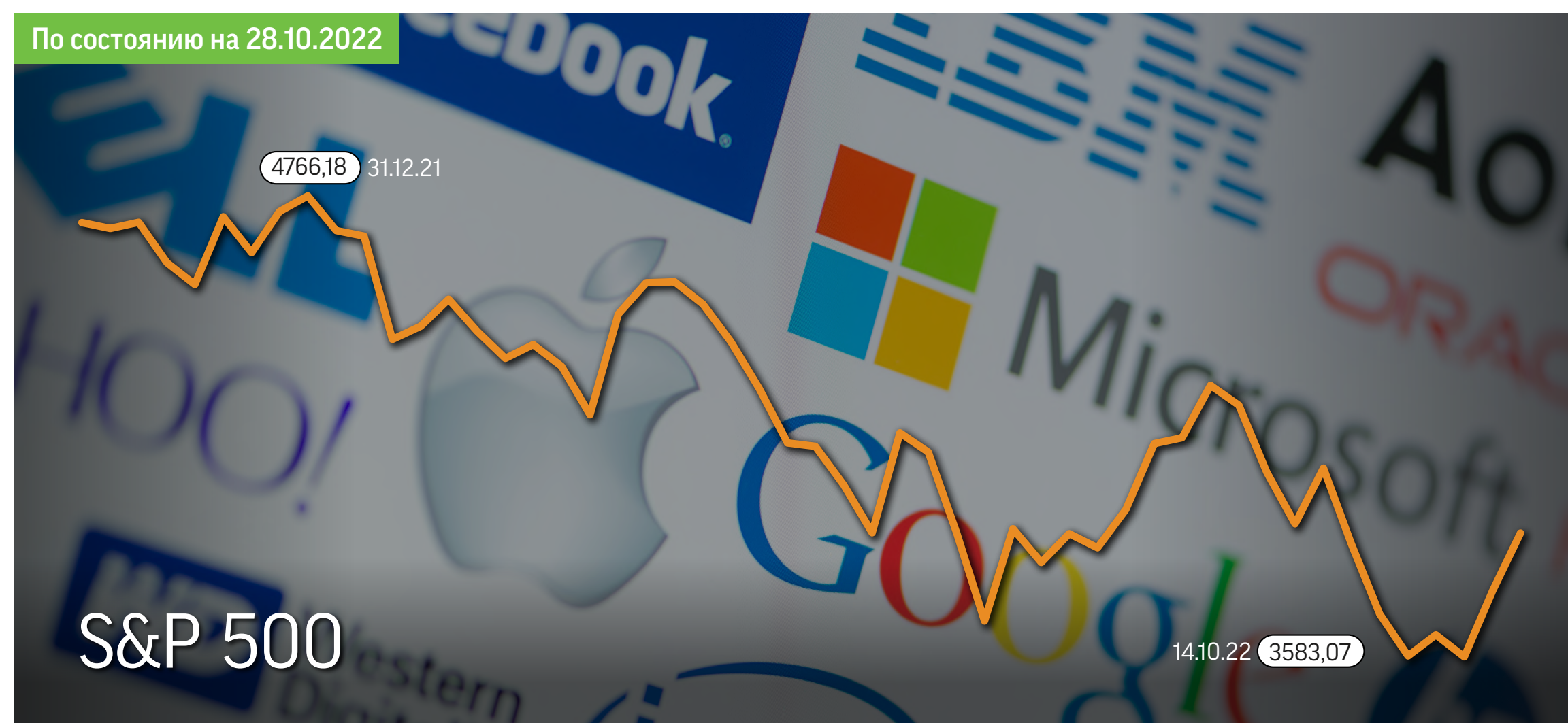
4 ноября 2022

ffin.global

Фондовый рынок США

Техногигантам светит красный

Капитализация крупнейших технологических компаний Штатов: Alphabet (Google), Amazon, Apple, Meta Platforms и Microsoft – с начала года обвалилась на \$3 трлн



Новости одной строкой:

- 23.10.2022** Переизбрание Си Цзиньпина главой ЦК КПК на третий срок вызвало обвал китайских компаний на рынке США
- 24.10.2022** Индекс деловой активности PMI Composite в октябре снизился до 47,3 пункта, свидетельствуя о замедлении экономики
- 25.10.2022** Снижение индекса цен на недвижимость S&P/Case-Shiller в августе ускорилось до максимальных с 2009-го 1,3% м/м
- 27.10.2022** По предварительным данным, ВВП США за третий квартал вырос на 2,6% кв/кв при консенсусе 2%

По состоянию на 28.10.2022

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	1,94%	8,13%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-0,18%	4,00%
DIA	Dow Jones Industrial 30	3,93%	13,96%
UUP	Доллар	-0,36%	-0,40%
FXE	Евро	0,16%	0,88%
XLF	Финансовый сектор	4,17%	11,92%
XLE	Энергетический сектор	3,05%	24,97%
XLI	Промышленный сектор	4,98%	13,89%
XLK	Технологический сектор	1,44%	7,65%
XLU	Сектор коммунальных услуг	4,61%	1,94%
XLV	Сектор здравоохранения	2,92%	9,61%
SLV	Серебро	-0,34%	0,69%
GLD	Золото	-1,13%	-1,78%
UNG	Газ	9,69%	-12,83%
USO	Нефть	1,63%	9,57%
VXX	Индекс страха	-11,43%	-16,74%
EWJ	Япония	2,08%	2,33%
EWU	Великобритания	2,86%	6,98%
EWG	Германия	1,82%	10,54%
EWQ	Франция	1,99%	10,78%
EWI	Италия	3,35%	12,00%
GREK	Греция	0,92%	13,20%
EEM	Страны БРИК	0,77%	-1,98%
EWZ	Бразилия	2,16%	10,26%
RTSI	Россия	0,00%	0,00%
INDA	Индия	1,03%	3,48%
FXI	Китай	-2,69%	-18,99%



Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (23.10.2022 – 28.10.2022)

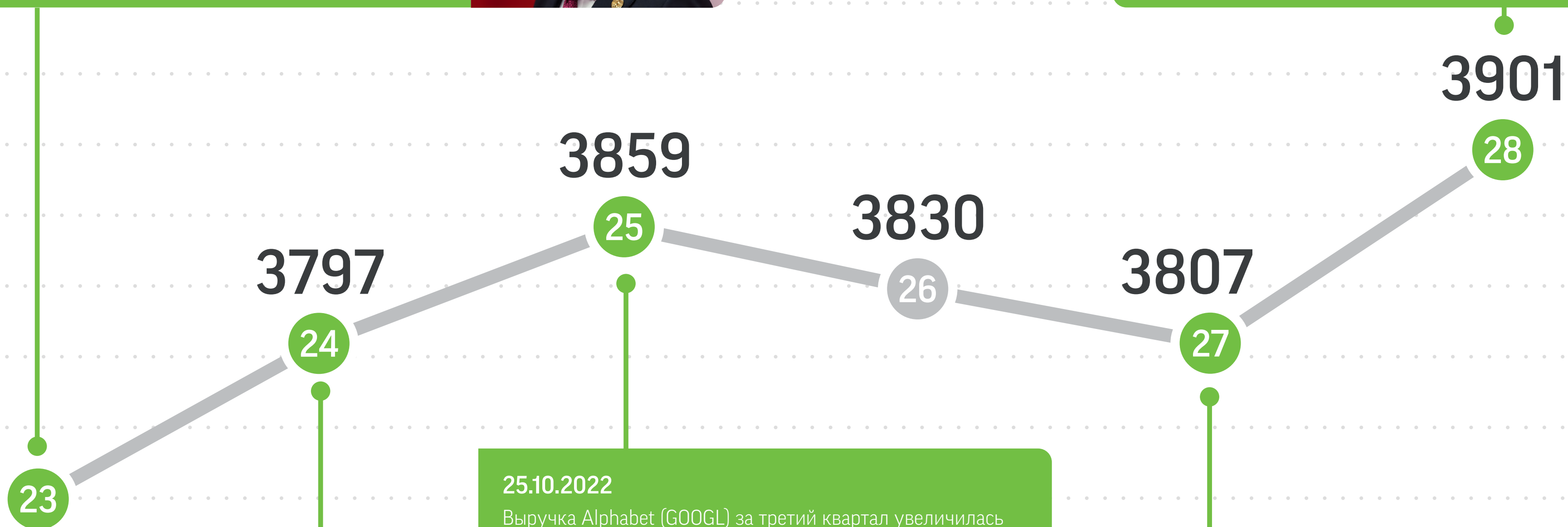
23.10.2022

Переизбрание Си Цзиньпина на пост главы ЦК КПК вызвало обвал китайских акций, торгуемых на американских биржах. Акции iShares MSCI China (MCHI) – крупнейшего в США ETF, ориентированного на Китай, достигли исторического минимума на торгах 24 октября



28.10.2022

Прогноз финансовых результатов Amazon (AMZN) на четвертый квартал 2022 года оказался хуже ожиданий аналитиков. На фоне этого сообщения котировки AMZN потеряли 6,8% за одну сессию. С начала года капитализация Amazon обвалилась более чем на 40%



24.10.2022

Предварительные данные по производственному и сервисному PMI за октябрь оказались хуже ожиданий, опустившись до 49,9 и 46,6 пункта соответственно при консенсусе на уровне 51,1 и 49,5

25.10.2022

Выручка Alphabet (GOOGL) за третий квартал увеличилась на 6% г/г, до \$69,1 млрд, на треть недотянув до консенсуса 9% г/г. Кроме того, было зафиксировано первое в истории корпорации снижение рекламной выручки YouTube (-1,9% г/г)

Индекс S&P/Case-Shiller, отражающий динамику цен на недвижимость, в августе упал на 1,3% м/м после 0,69% в июле. Снижение цен обусловлено ослаблением спроса после повышения ипотечных ставок

27.10.2022

Предварительные данные зафиксировали рост ВВП в США за третий квартал на 2,6% кв/кв при консенсусе 2%. Основной вклад в эту динамику внесла внешняя торговля (+2,7%), тогда как инвестиции в жилищное строительство упали на 26,4% г/г



Сезон отчетов выдвигает новых лидеров

На конец октября результаты за третий календарный квартал текущего года представили примерно 55% входящих в индекс S&P 500 компаний. С 14 октября, когда стартовал сезон отчетности, американский рынок вырос на 9%. В то же время представленные корпорациями финансовые результаты оказались неоднозначными. Достаточно хорошо отчитались банки. Объемы их торговой выручки позволили частично компенсировать негативный эффект от падения инвестиционных доходов, обусловленного минимальной активностью в сегментах IPO и M&A. Единственным исключением стал Morgan Stanley (MS), результаты которого оказались хуже ожиданий, поскольку его доходы от торгового направления сократились. Рассчитываю, что в четвертом квартале банки продолжат активно кредитовать клиентов. В то же время из-за снижения реальных доходов и повышения ставок в 2023 году рост процентной выручки, вероятнее всего, замедлится. Кстати, это прогнозировал в ходе конференс-колла и CEO BofA (BAC). На данный момент объем просрочки по кредитам, в особенности коммерческим, остается низким, и в ближайшие кварталы рост кредитования будет позитивно влиять на выручку. В 2023-м вероятно постепенное увеличение просроченных платежей по займам, соответственно, банкам придется наращивать резервы на их покрытие. На этом фоне в финсекторе уменьшаются объемы buy back или, как в случае JPMorgan (JPM), соответствующие программы временно сворачиваются. (Впрочем, возобновление обратного выкупа планируется уже в следующем году.) Самые крупные программы по выкупу акций у Morgan Stanley и Goldman Sachs (GS). Вопреки нашим предыдущим прогнозам, инфляция все еще далека от существенного замедления, а ФРС продолжает ужесточать монетарную политику. И, несмотря на это, котировки банковского сектора опередили S&P 500, поднявшись почти на 5,5% при падении бенчмарка чуть больше чем на 1%. В ближайшее полгода экономика, а следовательно, и фондовый рынок способны развернуться вверх. Это обусловит уверенное ралли в акциях финансового сектора, который может войти в число лидеров роста.

Представители промпроизводства также показывают впечатляющие результаты по итогам третьего квартала. Наиболее уверенную динамику демонстрирует оборонная промышленность. Прибыль Lockheed Martin (LMT) за отчетный период увеличилась на 197% на

фоне вооруженного конфликта в Восточной Европе. Доля эмитентов из военно-промышленного комплекса в индустриальном секторе (на базе расчета XLI) составляет 21% веса. Это обусловило его позитивную динамику в последний месяц. Вместе с тем долгосрочные перспективы сектора омрачены опасениями, связанными с рецессией, которую прогнозируют в 2023 году, а также ухудшением настроений бизнеса в целом (за исключением оборонки). В случае развития рождественского ралли в лидеры роста благодаря привлекательным оценкам по P/E (18,2 при медиане с 2016 года 20,4) способен выйти индустриальный сектор (XLI).

Стоит отметить также отрасль здравоохранения, прибыль которой в среднем поднялась на 3,08% г/г, хотя прогнозировалась нулевая динамика, а выручка увеличилась на 6,36% г/г при консенсусе 4,17%. Самый активный рост доходов (+9,4% г/г) продемонстрировали фармацевтические компании. Это объясняется неэластичным спросом на рецептурные препараты, оказавшим поддержку квартальным результатам Eli Lilly (LLY), Merck (MRK) и Pfizer (PFE). Также уверенно себя чувствует сегмент медицинских услуг: его выручка увеличилась на 5,57% г/г за счет динамики доходов таких крупных игроков, как UnitedHealth (UNH) и CVS Health (CVS). Слабее остальных выглядят производители медицинского оборудования. Их прибыль по итогам квартала демонстрирует снижение на 12,46% г/г, испытывая давление производственной инфляции и нарушений в цепочках поставок. При этом спрос на процедуры и операции остается сильным. Таким образом, сектор здравоохранения выглядит отличной инвестиционной идеей на ближайшие полгода. Из представителей перечисленных секторов рынка можно составить прибыльный в условиях повышенной волатильности портфель с горизонтом от шести до девяти месяцев. С целью диверсификации этого портфеля советую включить в него бумаги компаний из других индустрий, о которых мы говорили в предыдущих обзорах и которые можно найти [в аналитических материалах на нашем сайте](#).

Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 3650–4050 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Важные новости

23 октября Си Цзиньпин был в третий раз переизбран генеральным секретарем ЦК КПК. На этом фоне обвалились котировки торгуемых на фондовых площадках США китайских акций. Бумаги KraneShares CSI China Internet ETF (KWEB), ориентированного на IT-сектор Поднебесной, по итогам торгов 24 октября упали на 14,2% и достигли минимума с момента основания фонда 31 июля 2013 года.

24 октября были опубликованы октябрьские данные индекса деловой активности, который снизился с сентябрьских 49,5 пункта до 47,3 при консенсусе на уровне 49,3. Более того, PMI в сфере услуг вопреки ожидавшемуся росту с 49,3 до 49,5 пункта упал до 46,6. Производственный PMI опустился ниже 50 пунктов (до 49,9) впервые с июня 2020 года. Напомним, что уход индикатора под отметку 50 сигнализирует о замедлении активности бизнеса.

25 октября был опубликован индекс цен на недвижимость S&P/Case-Shiller за август. Показатель продемонстрировал самое быстрое с 2009 года падение – на 1,3% м/м, хотя консенсус предполагал снижение лишь на 0,7%. Продажи новых домов в США в сентябре упали на 11%, до 603 тыс., а объемы реализации жилья на вторичном рынке сократились на 1,5%, до 4710 тыс. Повышение ключевой ставки приводит к удорожанию ипотеки и охлаждает спрос.

27 октября были опубликованы позитивные данные динамики ВВП США за третий квартал. Рост базового показателя экономики составил 2,6% кв/кв, хотя в консенсус закладывалось его увеличение только на 2%. Основной причиной повышения ВВП стало увеличение экспорта (+14,4%) на фоне сокращения импорта (-6,9%). Вклад внешней торговли в общий рост экономики составил 2,7%, а доля потребительских расходов в нем сократилась до минимальных со второго квартала 2020-го 0,1%.

Актуальные тренды

Обзор на 1 ноября

Глобальная картина

За последние 14 дней индекс S&P 500 прибавил 8,8%. «Бычьим» настроениям во второй половине октября способствовали следующие факторы:

- представители финансового сектора опубликовали квартальные отчеты лучше ожиданий;
- ситуация в Великобритании стабилизировалась;
- представители ФРС заявили о том, что уже можно начать обсуждать замедление темпов повышения ставок.

Смягчение риторики регулятора стало, пожалуй, самым важным в этом перечне, обеспечив котировки многих бумаг драйверами роста в ходе двухнедельного ралли во второй половине октября. Также позитивному настрою инвесторов в рассматриваемый период способствовала неплохая серия квартальных отчетов, оказавшихся лучше очень низких общерыночных ожиданий. Слабые показатели технологических компаний в середине прошлой недели привели к временной коррекции на рынке, но снижение индекса PCE, отразившего замедление инфляции, обеспечило новый импульс роста фондовых индексов в конце последней торговой пятницы октября.

По состоянию на 31 октября результаты за третий квартал представили 280 эмитентов из состава индекса S&P 500. Согласно данным Bloomberg, отчитавшиеся компании продемонстрировали рост выручки и EPS на 11,3% и 1,83% соответственно, побив консенсус-прогнозы на 1,78% и 3,77%.

Среди компаний, которые опубликовали сильные финансовые показатели за последние две недели, можно отметить General Motors Company (GM), Coca-

Cola Company (KO), Halliburton Company (HAL), Texas Instruments Incorporated (TXN), Visa Inc. Class A (V), Merck & Co., Inc. (MRK), Comcast Corporation Class A (CMCSA). Их EPS превзошли предварительные оценки на 19,9%, 8,3%, 6,9%, 3,2%, 3,4%, 8,5% и 7,1% соответственно. Слабые данные представили General Electric Company (GE) и Alphabet Inc. Class C (GOOG), EPS которых неотянули до общерыночных ожиданий 26,2% и 19%. Boeing Company (BA) сгенерировала убыток на акцию в размере \$6,2, хотя аналитики ожидали положительной EPS в \$0,18. В течение ближайших двух недель в фокусе внимания инвесторов будет отчетность следующих компаний: Berkshire Hathaway B (BRKb), ConocoPhillips (COP), Amgen (AMGN), Activision Blizzard (ATVI), Marriott International, Inc. (MAR), AstraZeneca ADR (AZN).

Макроэкономическая статистика

Опубликованные в течение последних двух недель макроданные носили смешанный характер. С одной стороны, объем промпроизводства в сентябре и ВВП за третий квартал продемонстрировали рост на 0,4% и 2,6% соответственно против ожидавшегося повышения на 0,1% и 2,4%. С другой – опережающие индикаторы, включая октябрьский композитный индекс PMI от S&P Global (47,3 пункта) и сентябрьскую динамику базовых заказов на товары длительного пользования (-0,5%), оказались ниже прогнозируемых значений на уровне 49,2 пункта и 0,2% соответственно.

В ближайшие две недели ожидаем публикацию данных рынка труда, динамики инфляции и показателей деловой активности.

Монетарная политика ФРС

Комментарии чиновников ФРС стали главным фактором, определившим динамику котировок широкого рынка в рассматриваемый период. Глава ФРБ Сан-Франциско Мэри Дейли в начале третьей декады октября отметила, что регулятору нужно начать обсуждение вопроса о замедлении темпов повышения процентных ставок. Это подтолкнуло инвесторов к мысли о том, что цикл ужесточения монетарных условий близок к завершению. Позитивно прозвучало и заявление главы ФРБ Сент-Луиса Джеймса Булларда о том, что ФРС, вероятно, сможет замедлить инфляцию к долгосрочному таргету в 2% таким образом, чтобы избежать существенного роста безработицы в США, обеспечив тем самым мягкую посадку американской экономики. На заседании 2 ноября ключевая ставка была ожидаемо поднята на 0,75 п. п., до 3,75–4,00%.

Техническая картина

Котировки S&P 500 протестировали отметку 3500 пунктов, которая близка к нижней границе нисходящего канала, а также находится около зоны горизонтальной поддержки, что стимулировало покупки. Сейчас с технической точки зрения вполне возможно локальное сохранение «бычьего» тренда. Зоной сопротивления, скорее всего, выступит диапазон 3950–3990 пунктов, который соответствует верхней границе нисходящего канала. При подъеме котировок индекса широкого рынка к этому уровню возможны распродажи.



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков



Квартальные результаты американских компаний, получающих основной доход за счет онлайн-рекламы, оказались преимущественно слабыми. Рекламодатели сокращают бюджеты из-за макроэкономической неопределенности. Укрепление доллара США ведет к снижению доходов за пределами домашнего для сектора рынка, а дополнительный негативный эффект создает новая политика конфиденциальности Apple в iOS.

Выручка крупнейшей интернет-корпорации Alphabet (GOOGL) за третий квартал увеличилась на 6% г/г, до \$69,1 млрд, тогда как инвесторы рассчитывали, что показатель вырастет на 9% г/г. Во многом эту динамику обусловили неблагоприятные для доходов, получаемых американской корпорацией за рубежом, изменения валютных курсов (ВК). Без их влияния рост выручки составил бы 11%.

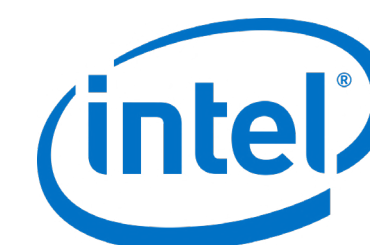
На рекламе в поисковике, Google Maps и других сервисах (сегмент Google Search & Other) компания заработала \$39,54 млрд (+4,3% г/г) против консенсуса на уровне \$41,12 млрд. Ключевой сегмент бизнеса ранее показывал впечатляющие результаты, но теперь и он начал ощущать на себе влияние сокращения бюджетов рекламодателей. Конкуренты Google в рекламном бизнесе столкнулись с этой проблемой еще в первой половине этого года. Менеджмент отметил, что сокращение спроса на рекламу происходит неравномерно: в сегментах Travel и Retail спрос все еще достаточно силен, а направление финансовых услуг стало самым невостребованным у рекламодателей.

Сегмент рекламы на YouTube ожидаемо пострадал сильнее других. В прошедшем квартале было зафиксировано первое в истории снижение рекламной выручки платформы, составившее 1,9% г/г. Наши ориентиры предполагали околонулевую динамику. Во многом сокращение выручки от рекламы на видеохостинге объясняется эффектом высокой базы: в третьем квартале 2021 года показатель увеличился сразу на 43% г/г. За июль-сентябрь 2022-го тренд нормализовался, а активность рекламодателей по продвижению брендов на фоне макроэкономической неопределенности уменьшилась. Тем не менее мы продолжаем позитивно оценивать долгосрочный потенциал YouTube как на ТВ, так и на мобильных устройствах. Значимым драйвером роста станет монетизация видео в формате Shorts в стиле TikTok. Компания намерена привлечь больше создателей контента путем прямых выплат за просмотры, чего не делает пока ни один ее конкурент. В настоящее время 1,5 млрд пользователей по всему миру смотрят YouTube Shorts ежемесячно. Политика TikTok и других новых соцсетей, в частности BeReal, оказывает негативное влияние на выручку их конкурентов, в том числе и Alphabet: у рекламодателей появляется больше опций для проведения маркетинговых кампаний.

В то же время конкурентным преимуществом Alphabet остается высокая степень диверсификации бизнеса. Позитивной частью отчета IT-гиганта стали результаты облачного подразделения Google Cloud. Его выручка увеличилась на 37,6% г/г, до \$6,87 млрд, оказавшись на \$180 млн выше консенсус-прогноза и ускорившись с 35,6% г/г, зафиксированных во втором квартале. Операционный убыток увеличился с прошлогодних \$644 млн до \$699 млн. Этот сегмент остается в инвестиционной фазе и требует вложений в долгосрочное масштабирование, в том числе в расширение серверной инфраструктуры и оплату услуг IT-специалистов.

Операционная прибыль Alphabet в третьем квартале составила \$17,14 млрд при консенсусе \$19,77 млрд. Операционная рентабельность снизилась с 32% до 25%, что оказалось на 300 б.п. хуже ожиданий. EPS (GAAP) упала на 24,3% г/г, до \$1,06. Негативная динамика маржинальности, как и в предыдущем отчетном периоде, объясняется расширением штата в сегментах R&D и маркетинга, а также повышением зарплат. За прошедший квартал корпорация приняла на работу 12765 человек, в числе которых около 2600 сотрудников приобретенной компании Mandiant, специализирующейся на услугах кибербезопасности. Это стало максимальным приростом количества персонала в истории Alphabet, за год ее штат расширился на 24,5%. Из-за замедления роста выручки корпорация планирует более чем вдвое сократить объем найма в последние три месяца этого года. Тем не менее, на наш взгляд, ее маржинальность будет оставаться под давлением в течение нескольких кварталов.

Мы скорректировали целевую цену по акции Alphabet с \$133 до \$111, хотя сохраняем долгосрочный позитивный прогноз.



Результаты Intel (INTC) за третий квартал оказались смешанными: динамика прибыли значительно превысила прогнозы, а продажи недотянули до консенсуса аналитиков. Выручка Intel снизилась на 20% г/г после 22% г/г в прошлом квартале, что оказалось на 0,65% меньше консенсус-прогноза Refinitiv. Скорректированная EPS сократилась на 65,5% г/г, до \$0,59, на 73,5% превысив общерыночные ожидания. Продажи по итогам квартала сократились из-за продолжения негативных трендов в сфере потребления: объем реализации ПК в штучном выражении снизился на 15%, в результате спрос на чипы для этой продукции слабеет. Среди положительных моментов отметим заявление гендиректора Intel о том, что компании

Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

удалось стабилизировать рыночную долю в сегменте ПК за апрель-июнь и в третьем квартале она увеличилась. По данным hardwaretimes.com, за июль-сентябрь доля Intel в сегменте ПК и ноутбуков расширилась до 88,9% (второй квартал: 78,1%), что соответствует уровню 2020 года. В октябре-декабре поддержку спросу будет оказывать сохранение цен на 13-е поколение чипов Intel (Raptor Lake), которые совместимы с DDR4, что делает их привлекательными с точки зрения общих расходов пользователей по сравнению с Ryzen 7000. Чипы Intel дешевле, чем у конкурентов, что позволит компании и далее укреплять рыночные позиции.

В серверном сегменте продажи снизились на 27%, в клиентском – на 17%. В числе негативных факторов менеджмент отметил сужение целевого рынка в целом и влияние конкуренции. По данным hardwaretimes.com, рыночная доля Intel в серверном сегменте сократилась с прошлогодних 83,9% до 72,4%. Основные сложности для сегмента связаны с поставками процессоров Sapphire Rapids, выход которых задержался более чем на год. При этом менеджмент Intel отметил рост поставок в течение отчетного квартала. Вновь были подтверждены планы по выводу Emerald Rapids на рынок в 2023 году. В то же время можно предположить, что в связи с задержкой поставки Sapphire Rapids эти ориентиры еще будут пересмотрены.

Лучший результат продемонстрировали продажи в сегментах Network and Edge Group (+14%) и Mobileye (+38%). Доходы от графического направления (AXG) увеличились на 8%. Несмотря на слабость сегмента IFS, менеджмент отметил расширение сотрудничества с семью из 10 крупнейших разработчиков чипов.

Валовая маржа корпорации выросла на 1 п.п. кв/кв из-за сокращения запасов готовой продукции. Менеджмент подтвердил, что разработка следующих поколений чипов идет по плану.

С учетом слабых операционных результатов руководство Intel в 2023 году намерено сократить расходы на \$3 млрд, а в 2025-м – на \$8-10 млрд. Это будет сделано за счет снижения числа продуктовых единиц, оптимизации затрат, в том числе на маркетинг, а также на взаимодействие с партнерами и клиентами. Кроме того, ранее Bloomberg писал о возможном сокращении штата корпорации.

Собственный прогноз Intel на четвертый квартал предполагает выручку в пределах \$14-15 млрд с валовой маржей на уровне 45% и EPS в размере \$0,2. Гайденс по выручке за весь 2022 год снижен с представленных в июне \$65-68 млрд до \$63-64 млрд, что предполагает сокращение продаж на 15% г/г. Объем реализации ПК и ноутбуков в натуральном выражении прогнозируется на отметке 295 млн. Свободный денежный поток, как предполагает руководство Intel, по итогам года будет отрицательным в пределах \$2-4 млрд.

CEO корпорации предположил, что давление на результаты сохранится и в будущем году продажи компьютерной техники могут составить 270-295 млн единиц (-4,23%).

В целом мы оцениваем результаты Intel нейтрально: динамика прибыли оказалась лучше

ожидааний, без учета эффекта от снижения налога EPS составила бы \$0,37 (на 8,8% выше консенсуса). Давление на показатели, в том числе на маржу, на наш взгляд, сохранится до второго квартала 2023 года. Операционная рентабельность испытает негативное влияние снижения продаж, ужесточения конкуренции с AMD, а также дополнительных расходов по выводу на рынок ряда продуктов, в том числе тех, что будут поставляться с отставанием от графика. Положительным моментом является усиление интереса участников рынка к Gaudi2 2 (7-нм-ускоритель для ИИ-задач, который продемонстрировал неплохой результат по сравнению с лидером рынка NVIDIA A100 в ИИ-бенчмарке MLPerf Training). Прогнозируем сохранение негативных трендов на серверном рынке в ближайшие два-три квартала, что не позволит его представителям активно наращивать прибыль.

Целевая цена по акции Intel – \$31, рекомендация – «держаться».



Amazon (AMZN) представил смешанные результаты за третий квартал: EPS превзошла прогнозы аналитиков, выручка немного недотянула до ожиданий рынка, а гайденс на следующий квартал оказался слабее предварительных оценок экспертов. Публикация отчета привела к сильным распродажам.

Выручка Amazon увеличилась на 15% г/г, до \$127,1 млрд, оказавшись на 0,5% ниже консенсус-прогноза Factset. Без учета эффекта валютных курсов (ВК) продажи выросли на 19% (далее оцениваем именно этот показатель). EPS снизилась на 9,6% г/г, до \$0,28, превысив общерыночные ожидания на 27,3%.

Важно отметить, что видимое ускорение динамики продаж в отчетном периоде по сравнению с 2021 годом искажено тем фактом, что Prime Day (день распродаж для подписчиков Amazon Prime) в 2022 году пришелся именно на третий квартал, а не на второй, как это было годом ранее. Чистый вклад поступлений от Prime Day в динамику выручки менеджмент оценивает на уровне 4 п.п. То есть без учета этого фактора рост составил бы 11% в целом и 15% за вычетом эффекта ВК соответственно.

Сегменты собственных и партнерских онлайн-продаж продемонстрировали существенное улучшение: выручка поднялась на 13% г/г и 23% г/г после 0% и 13% во втором квартале соответственно. На собственные продажи значительное влияние оказал упомянутый Prime Day. Компания стремится стимулировать приток сторонних продавцов: в рамках Amazon Accelerate были представлены новые инструменты, в том числе дополнительные маркетинговые возможности, бесплатное ПО для организации доставки, подразумевающее скидки за нее, а также



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

новый аналитический функционал. Поступления от сегмента подписки стабильны: темп роста остался на уровне прошлого квартала (+14%) благодаря успеху сериала по произведениям Толкиена и расширению доступа к трансляциям популярных спортивных соревнований.

Слабым моментом отчета стали результаты облачного сегмента AWS. Его выручка увеличилась лишь на 28% после 33% в прошлом квартале и на 3,6 п.п. недотянула до общерыночных ожиданий. С учетом замедления роста показателей ближайшего конкурента AWS – Microsoft Azure очевидно, что облачный бизнес Amazon следует общему для сектора тренду, но при этом теряет рыночные позиции. Между тем менеджмент компании в очередной раз отметил преимущества собственных Graviton3 по сравнению с x86-чипами.

Хотя операционная прибыль компании сократилась с прошлогодних \$4,5 млрд до \$2,5 млрд, результат оказался неплохим в сравнении с первоначальным прогнозным диапазоном \$0–3,5 млрд. Достаточно слабую динамику продолжают демонстрировать сегменты North America и International, зафиксировавшие операционный убыток на уровне \$0,4 млрд и \$2,5 млрд соответственно, притом что годом ранее первый сгенерировал прибыль в объеме \$0,9 млрд, а убыток второго составил только \$0,9 млрд. Во многом это обусловлено расходами на промоакции перед запуском сериала «Властелин колец: Кольца власти» и на покупку прав на показ NFL Thursday Night Football. Также негативное влияние на финансовые метрики оказало закрытие проектов Amazon Care, fabric.com и Amazon Explore. Кроме того, маржинальность сегмента AWS снизилась с 30,3% до 26,3% (с учетом влияния ВК рост операционной прибыли AWS составил лишь 1%). Это указывает на заметное усиление конкурентного давления в нише. Однако менеджмент подчеркивает, что компания демонстрирует положительные результаты в части операционной эффективности: в сегментах North America и International операционные расходы снизились на \$1 млрд, планируется их дальнейшее сокращение в четвертом квартале. Согласно прогнозу менеджмента, в октябре-декабре рост выручки может составить 2–8%, негативный эффект от ВК ожидается на уровне 4,6 п.п., без его учета продажи могут повыситься на 6,6–12,6%. При этом консенсус аналитиков, опрошенных Factset, предполагает, что выручка эмитента в последнем квартале 2022 года увеличится на 13,3%, до \$155,76 млрд. Проблемы с операционной прибылью сохраняются: в октябре-декабре она прогнозируется в пределах \$0–4 млрд, тогда как годом ранее составляла \$3,5 млрд. Выручка Amazon в третьем квартале традиционно увеличивается быстрее, чем в четвертом, поэтому замедление ее роста с 19% в июле-сентябре до 13,3% в октябре-декабре мы считаем вполне закономерным.

Объем капзатрат по итогам 2022 года, вероятнее всего, составит \$60 млрд, что соответствует уровню 2021-го, логистические расходы сократятся на \$10 млрд в годовом исчислении, а затраты на AWS, напротив, вырастут на те же \$10 млрд.

Мы оцениваем квартальную отчетность Amazon негативно, в первую очередь потому, что

собственный прогноз менеджмента на октябрь-декабрь оказался очень слабым. Это можно объяснить тем, что сокращение бюджетов на AWS и усиление опасений по поводу предстоящей рецессии негативно влияют на динамику онлайн-покупок. Как мы отмечали ранее, одной из точек уязвимости Amazon остается операционная маржинальность. С учетом гайденса на четвертый квартал мы по-прежнему не исключаем, что маржа достигла низшей точки, но давление в период восстановления показателя окажется достаточно длительным. По итогам года операционную прибыль прогнозируем на уровне \$10–14 млрд. Целевые показатели общей операционной маржи на 2023-й и 2024 годы снижены до 4,2% и 6,5% соответственно. Наши ориентиры незначительно скорректированы вниз. Таргет по бумаге AMZN – \$135, рекомендация – «покупать».



Результаты Apple (AAPL) за третий календарный квартал оказались лучше ожиданий рынка, но отказ от прогноза на оставшиеся три месяца текущего года стал серьезным разочарованием для инвесторов.

Выручка Apple выросла на 8% г/г, до \$90,1 млрд, после повышения на 2% за апрель-июнь. Рост показателя на 1,5% превысил консенсус FactSet. Негативный эффект валютных колебаний оценивается в 6 п.п. EPS корпорации увеличилась на 4%, что оказалось на 2,3% лучше среднерыночных ожиданий.

Положительно на продажах сказался не критичный, по словам CEO Apple, дефицит чипов. Благодаря этому доходы от реализации iPhone повысились на 10% г/г. По оценкам Canalys, продажи этой продукции корпорации в натуральном выражении выросли на 9,2% при общем по рынку снижении продаж смартфонов на 9%. Потребительская лояльность сохранилась на отметке 98%.

Объемы реализации Mac также показали ожидаемо сильный результат: их увеличение составило 25% г/г, что обусловлено усилением востребованности обновленных моделей на базе чипа M2, а также реализацией отложенного со второго квартала из-за логистических проблем спроса. Продажи iPad между тем сократились на 13%. Это объясняется как негативным влиянием валютных курсов, так и переносом сроков покупки перед релизом нового продукта.

Как мы и прогнозировали, сильные результаты продемонстрировал сегмент Wearables, Home and Accessories после старта продаж Apple Watch 8-й серии и Apple Watch Ultra. Глава корпорации отмечает сильный спрос на новые AirPods Pro с чипом H2.

Рост сервисной выручки замедлился до 5% г/г, что обусловлено снижением рынка мобиль-



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

ных приложений на базе iOS на 2,3% г/г, негативной динамикой валютных курсов на уровне 6 п.п. (без учета последнего фактора рост составил 11% г/г) при одновременном увеличении платных сервисов по подписке, число пользователей которых достигло 900 млн (+20,8% г/г). Сдерживал темп увеличения доходов в этом сегменте и эффект высокой базы прошлого года: в аналогичном периоде выручка от сервисов повысилась на 26%.

Двузначный рост доходов руководство Apple зафиксировало в Индии, Латинской Америке, Юго-Восточной Азии. Сильный спрос наблюдался и в КНР, где выручка увеличилась на 6,3%. Валовая маржа корпорации снизилась на 1 п.п. кв/кв в первую очередь под влиянием неблагоприятных курсовых разниц, а также ввиду расширения доли менее маржинальных продуктов в структуре продаж. Операционная прибыль повысилась лишь на 4,6% из-за увеличения операционных расходов на 15,9%. Половину этого прироста обусловили компенсации сотрудникам акциями. Инвесторы Apple восприняли как главный негативный фактор отказ менеджмента от представления прогноза на следующий квартал, что связано с высокой неопределенностью макроэкономических перспектив. Руководство корпорации отметило, что в целом ожидает замедления

роста основных показателей в четвертом квартале по сравнению с третьим. Давление на результаты будут оказывать в первую очередь неблагоприятные валютные колебания (10 п.п.), а также эффект высокой базы в сегменте Mac и негативные для сервисного, игрового и рекламного направления макроэкономические тенденции.

Мы оцениваем квартальный отчет Apple нейтрально-негативно. Ее фактические результаты оказались лучше прогнозов и средних по рынку показателей. В то же время значительно усилилась неопределенность. По-прежнему предполагаем, что бизнес Apple пройдет текущую фазу экономического цикла намного успешнее, чем ее основные конкуренты, однако полностью избежать воздействия негативных трендов не удастся. Прогнозируем изменение продаж за четвертый квартал от снижения на 2% до роста на 4% при сокращении EPS в пределах 1-5%. Давление на бизнес, на наш взгляд, будет сохраняться в ближайшие два-три квартала.

Целевая цена по акции Apple – \$134, рекомендация – «держат».

Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global



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



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
PG	PROCTER & GAMBLE COMPANY	Бытовые товары	319 127	2022-10-28	134	165	2023-10-28	23%	Покупать
LI	LI AUTO	Автомобилестроение	11 793	2022-10-14	14	33	2023-10-14	142%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	2 110	2022-10-03	8	14,2	2023-10-03	76%	Покупать
MDLZ	MONDELEZ INTERNATIONAL, INC.	Производство продуктов питания	84 262	2022-09-19	61	72	2023-09-19	17%	Покупать
CME	CME GROUP INC.	Рынки капитала	62 290	2022-09-05	173	219	2023-09-05	26%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	16 535	2022-08-23	74	93	2023-08-23	25%	Покупать
X	UNITED STATES STEEL CORP.	Металлы и горнодобывающая промышленность	4 770	2022-07-12	20	29	2023-07-12	42%	Покупать
LUV	SOUTHWEST AIRLINES CO.	Авиалинии	21 583	2022-06-26	36	51	2023-06-26	40%	Покупать
QRVO	QORVO INC.	Производство полупроводников	8 884	2022-08-10	86	134	2023-08-10	55%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	18 308	2022-05-27	80	122	2023-05-27	53%	Покупать
BAC	BANK OF AMERICA CORP.	Банковская деятельность	289 128	2022-07-18	36	40	2023-07-18	11%	Покупать
CRM	SALESFORCE INC.	Производство программного обеспечения	162 590	2022-08-26	163	226	2023-08-26	39%	Покупать
MA	MASTERCARD INC.	Услуги в сфере информационных технологий	313 019	2022-07-28	328	384	2023-07-28	17%	Покупать
ADBE	ADOBE INC	Программное обеспечение	148 071	2022-09-16	319	448	2023-09-16	41%	Покупать
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	41 708	2022-09-15	160	239	2023-09-15	49%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	142 386	2021-11-25	92	120	2022-11-25	31%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	313 844	2022-08-01	62	104	2023-08-01	69%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	12 283	2022-10-18	10	12	2023-10-18	14%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	27 210	2022-01-27	32	46	2023-01-27	44%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	4 774	2022-08-04	23	45	2023-08-04	100%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	13 522	2022-08-26	83	124	2023-08-26	49%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	194 229	2022-05-31	107	144	2023-05-31	35%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	45 007	2022-10-08	247	292	2023-10-08	18%	Покупать
PTON	PELTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	2 843	2022-05-31	8	18	2023-05-31	108%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	19 750	2022-08-09	118	170	2023-08-09	43%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	2 726	2022-09-05	22	24	2023-09-05	9%	Держать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	13 871	2022-10-02	102	115	2023-10-02	13%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	7 907	2022-05-31	15	40	2023-05-31	168%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	15 986	2022-07-22	10	17	2023-07-22	72%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	3 234	2022-05-31	8	13	2023-05-31	47%	Покупать

Инвестиционный обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global



Инвестиционная идея

Procter & Gamble. Чистая победа

Сильные конкурентные преимущества и благоприятные перспективы развития служат драйверами роста для акций P&G

Тикер	PG-US
Цена акций на момент анализа	\$134,00
Целевая цена акций	\$165,00
Потенциал роста	23,13%

The Procter & Gamble Company – американская транснациональная компания, один из лидеров мирового рынка потребительских товаров, занимающий 34-е место в списке Fortune 500. Корпорация является крупнейшим в мире рекламодателем: ее расходы на рекламу превышают \$8 млрд в год. Штаб-квартира компании расположена в Цинциннати (штат Огайо). Акции P&G входят в расчет промышленного биржевого индекса Dow Jones. В Америке компания генерирует 49,6% выручки, в Азии – 26,4%, в Европе – 18,5%, в Африке и на Ближнем Востоке – 5,5%.

Причины для покупки

- Чистая прибыль P&G в первом квартале 2023 финансового года (соответствует третьему календарному кварталу) сократилась с \$4,11 млрд за тот же период годом ранее до \$3,94 млрд, или с \$1,61 до \$1,57 на акцию. При этом консенсус FactSet закладывал EPS на отметке \$1,54 (GAAP). Чистые продажи выросли на 1%, до \$20,61 млрд, при общерыночных ожиданиях на уровне \$20,28 млрд. Органическая выручка компании увеличилась на 7%, хотя объем продаж в натуральном выражении снизился на 3%. Этот результат достигнут благодаря повышению отпускных цен на 9%.
- Положение P&G на рынке позволяет ей при необходимости повышать цены на свою продукцию, что дает возможность обгонять кон-

курентов по темпам роста основных финансовых показателей и генерировать более высокую прибыль, чем другие игроки сектора. Снижение маржи P&G под влиянием инфляции в июле-сентябре оказалось меньше, чем у такого конкурента, как Kimberly Clark. Средние цены повысились за счет усиления спроса на широкую линейку продуктов компании. Приоритетом для P&G являются те позиции из ее продуктового портфеля, которые наиболее позитивно влияют на рентабельность бизнеса.

- P&G полагает, что основные риски для ее деятельности в текущем финансовом году будут связаны с повышением затрат на сырье и транспортировку, а также с замедлением роста ВВП в некоторых регионах присутствия. Гайденс компании предполагает итоговое увеличение объема продаж на 2–4% в 2023-м после 7% в 2022 финансовом году, тогда как прогноз Kimberly Clark закладывает в ориентир на 2022 календарный год нулевую динамику органических продаж. Наиболее устойчивое восстановление показателей в постпандемийный период фиксируется в сегментах товаров для здравоохранения и гигиены, а также в направлении товаров для дома. Это дает основания рассчитывать, что P&G сохранит за собой статус лидера отрасли. Дополнительным фактором инвестиционной привлекательности служит регуляторное повышение дивиденда и объемов обратного выкупа акций.

Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №258
4 ноября 2022

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
PG-US	0,2%	3,1%	6,8%	(5,6%)	(5,4%)
S&P 500	(0,4%)	(0,1%)	7,5%	(6,4%)	(16,4%)
Russell 2000	0,2%	3,1%	11,2%	(1,7%)	(21,5%)
DJ Industrial Average	(0,2%)	2,6%	13,7%	(0,4%)	(9,1%)
NASDAQ Composite Index	(0,9%)	(2,8%)	3,0%	(12,0%)	(30,2%)

Динамика котировок PG-US



Инвестиционная идея

В 2023 финансовом году Procter & Gamble планирует вернуть акционерам около \$8,5 млрд в виде дивидендов и за счет buy back.

Несмотря на определенные трудности, связанные с инфляционным давлением, у Procter & Gamble остаются перспективы для активного роста. Компании удастся поддерживать более высокую, чем у конкурентов, рен-

табельность за счет инвестиций в качество продукции. Дополнительные издержки в объеме \$160 млн из-за увеличения стоимости сырья и транспортировки уже включаются в стоимость продукции, поэтому их давление на маржу будет несущественным.

Целевая цена по акции P&G – \$165, рекомендация – «покупать».

**Инвестиционный
обзор №258**

4 ноября 2022

ffin.global



Финансовые показатели, \$ млн	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Выручка	70 950	76 118	80 187	79 601	82 548	86 209	89 897	93 617	96 426
Основные расходы	31 623	34 239	39 168	60 496	56 132	47 415	49 443	51 490	53 034
Валовая прибыль	39 327	41 879	41 019	19 104	26 415	38 794	40 454	42 128	43 392
SG&A	19 922	20 552	20 299	3 052	9 365	20 611	21 390	22 329	22 998
ЕБИТДА	19 405	21 327	20 720	18 664	17 546	18 527	19 285	19 918	20 462
Амортизация	3 013	2 735	2 807	2 612	3 385	3 362	3 367	3 396	3 445
ЕБИТ	16 392	18 592	17 913	16 052	14 161	15 165	15 917	16 522	17 018
Процентные выплаты (доходы)	310	457	388	396	356	324	300	263	225
ЕВТ	15 834	17 615	17 995	15 657	13 804	14 841	15 617	16 259	16 793
Налоги	2 731	3 263	3 202	3 288	2 899	3 117	3 280	3 414	3 526
Чистая прибыль	13 027	14 306	14 742	12 318	10 854	11 674	12 287	12 794	13 215
Dilluted EPS	\$4,96	\$5,50	\$5,81	\$4,93	\$4,41	\$4,83	\$5,17	\$5,47	\$5,76
DPS	\$2,97	\$3,18	\$3,45	\$2,91	\$2,60	\$2,85	\$3,05	\$3,23	\$3,40



Анализ коэффициентов	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ROE	31%	25%	20%	19%	19%	18%	17%
ROA	12%	10%	11%	16%	16%	15%	15%
ROCE	21%	19%	24%	44%	39%	35%	32%
Выручка/Активы	0,68x	0,62x	1,18x	1,18x	1,13x	1,07x	1,02x
Коеф. покрытия процентов	40,80x	36,67x	31,27x	33,49x	35,15x	36,49x	37,58x

Маржинальность, в %	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Валовая маржа	55%	55%	51%	51%	52%	52%	53%	52%	52%
Маржа по EBITDA	27%	28%	26%	23%	21%	21%	21%	24%	24%
Маржа по чистой прибыли	18%	19%	18%	15%	13%	14%	14%	14%	14%

Опционная идея

BULL PUT SPREAD ON AMZN



Инвестиционный тезис

Мировой лидер в сегменте электронной торговли Amazon (AMZN) представил смешанные результаты за июль-сентябрь. Хотя EPS превзошла консенсус, выручка и собственный прогноз менеджмента на следующий квартал, напротив, недотянули до общерыночных ожиданий, что обусловило сильные распродажи в акциях эмитента после релиза финансовых данных. Самым негативным моментом отчета стали результаты облачного сегмента AWS, продажи которого увеличились лишь на 28% (против роста на 33% в прошлом квартале), недотянув до ожиданий аналитиков заметные 3,6%. Мы оцениваем последний квартальный отчет Amazon негативно: хотя эмитент продемонстрировал неплохую фактическую динамику продаж, прогноз на следующие три месяца сильно разочаровал инвесторов. Менеджмент объясняет это сокращением бюджетов на AWS и усилением рецессионных настроений, что в совокупности оказывает значительное давление на динамику онлайн-покупок. Однако, на наш взгляд, реакция инвесторов на релиз результатов компании была чрезмерно негативной. Как следствие, мы ожидаем, что 16 декабря 2022 года бумага будет торговаться выше \$100.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on AMZN
Страйки	Long PUT 95; Short PUT 100
Покупка	+AMZN*CCG95
Продажа	+AMZN*CCG100
Дата экспирации	16 декабря 2022 г.
Маржинальное обеспечение	\$500,00
Максимальная прибыль	\$165,0
Максимальный убыток	\$335,0
Ожидаемая прибыль	33%
Точка безубыточности	\$98,35

Управление позицией

Если цена актива на дату экспирации будет ниже страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль \$165. Если цена базового актива составит \$95–100, убыток будет варьироваться. При этом придется купить эквивалентное количество лотов (100 акций) AMZN для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже проданного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$335. 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	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
AMZN	Покупать	PUT \$95	16.12.2022	3,050	\$165,00	-0,267	0,019	0,130	-0,055	45,22%	51,92%	46,45%	53,03%	47,20%
	Продавать	PUT \$100	16.12.2022	4,700		-0,376	0,023	0,146	-0,060	43,34%				

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

BILT 

Bilt Rewards

Платформа основанной в 2021 году компании Bilt Rewards позволяет оптимизировать процесс сдачи жилья в наем. Данные об оплате клиентами аренды отсылаются напрямую в кредитное бюро, что позволяет улучшить их кредитный рейтинг. За свою историю компания привлекла \$213,3 млн, включая \$150 млн в последнем раунде, получив статус «единорога» с оценкой \$1,5 млрд. Основные инвесторы Bilt Rewards – Left Lane Capital, Smash Capital, Wells Fargo, Greystar, Invitation Homes, Camber Creek, Fifth Wall и Prosus Ventures. По данным компании, менее чем за год объем обработанных 12-месячных арендных платежей достиг более \$3 млрд.

Uniswap Labs

Основная разработка основанной в 2018 году Uniswap Labs – децентрализованная биржевая платформа, работающая на блокчейне Ethereum. Протокол компании облегчает автоматические транзакции между токенами криптовалют в блокчейне Ethereum за счет использования смарт-контрактов. Согласно открытым данным, объем торгов в приложении Uniswap Labs достиг \$1,2 трлн, а число транзакций превысило 117 млн. За свою историю компания привлекла \$176 млн, включая \$165 млн в последнем раунде серии B. В стартап инвестируют Polychain Capital и Andreessen Horowitz.



LanzaTech

LanzaTech занимается созданием и внедрением технологий по переработке углеродных соединений, выделяемых на производственных площадках. В итоге вредные выбросы различных заводов и фабрик становятся пригодными для вторичного использования. За свою историю компания привлекла \$810,4 млн в ходе девяти раундов от Khosla Ventures, Novo Holdings, Qiming Venture Partners, ARPA-E, Malaysian Life Sciences Capital Fund и других инвесторов. В октябре LanzaTech получила \$500 млн от Brookfield Renewable для финансирования будущих проектов.

LanzaTech

Ascend Elements

Компания Ascend Elements производит экологичные батареи из отработанных аккумуляторов, из которых за счет применения технологий компании получают не только графит высокой чистоты, но также литий и кобальт. Батареи Ascend Elements быстрее заряжаются и меньше загрязняют окружающую среду, чем традиционные. За свою историю компания привлекла \$921,9 млн. Раунд финансирования серии C объемом \$200 млн, возглавленный Fifth Wall Climate, также включал долговую линию в размере \$100 млн. В стартап инвестируют National Science Foundation, US Department of Energy, Massachusetts Clean Energy Center, Fifth Wall, Orbia Ventures и другие.



IPO Fogo Hospitality Inc.

ИНВЕСТИЦИИ СО ВКУСОМ

16 ноября 2021 года заявку на IPO подала компания Fogo Hospitality Inc., управляющая сетью стейк-хаусов. Андеррайтеры размещения – Morgan Stanley, BofA Securities, Jefferies, Credit Suisse, Piper Sandler, Raymond James, Stephens, Inc., Truist Securities

Чем интересна компания:

- **О компании.** Fogo Hospitality управляет сетью бразильских стейк-хаусов под названием Fogo de Chao. Всего у компании 67 точек, 59 из которых находятся в собственности, а восемь принадлежат франчайзи. В среднем каждый ресторан компании ежегодно принимает 142 тыс. гостей. Менеджмент планирует в течение 20 лет расширить сеть до 300 ресторанов, а в 2022-м открыть 8-10 собственных и 1-2 международных франчайзинговых точек.
- **Потенциальный рынок.** Согласно отчету Research And Markets, в 2020 году мировой рынок ресторанов оценивался в \$1,2 трлн с

прогнозируемым ростом до \$1,7 трлн к 2027-му. Основным позитивным драйвером выступает восстановление после пандемии.

- **Финансовые показатели.** По итогам 2021 финансового года (ФГ) темпы роста компании замедлились на 41% г/г на фоне введения локдаунов, после чего в 2022 ФГ ускорились до 110%. В первом полугодии 2023 ФГ этот показатель составил 37%. Маржа EBIT улучшилась с -24% в 2021 ФГ до 13% по результатам 2022 ФГ – первого полугодия 2023 ФГ. Отношение долговых обязательств к совокупным активам составляло 43% на конец первого полугодия 2023 ФГ.



Обзор перед IPO

Эмитент	Fogo Hospitality Inc.
Тикер	FOGO
Биржа	NYSE
Диапазон на IPO	\$-
Объем к размещению	\$100 млн
Андеррайтеры	Morgan Stanley, BofA Securities, Credit Suisse, Raymond James, Truist Securities, Stephens, Inc., Jefferies, Piper Sandler

FOGO DE CHÃO

Российский рынок

Отскоку не хватает сил стать ралли

Положительная динамика на отечественных фондовых площадках сохраняется

На российском фондовом рынке самая сильная с августа волна роста. Основным драйвером стал приток средств от дивидендов Газпрома и Татнефти. При этом инвесторы преимущественно тратили деньги на акции других компаний. Далеко не все котировки восстановились до уровня середины сентября. Лучшую динамику продемонстрировали акции ЛУКОЙЛа, Газпром нефти, компаний черной металлургии, ретейла. Акции Русала, Полюса и Норникеля далеки от уровней двухмесячной давности.

Банк России ожидаемо сохранил ключевую ставку на уровне 7,5%. Обновленный макроэкономический прогноз по-прежнему предусматривает снижение инфляции к 4% в 2024 году и существенное ее замедление в 2023 году. Однако в краткосрочном плане проинфляционные факторы могут усилить свое действие на фоне снижения деловой активности, поэтому регулятор принял решение поставить смягчение денежно-кредитной политики на паузу. Ориентиры по ставке в декабре не обозначены, решение будет приниматься исходя из ситуации в экономике.

Банки накопили огромный запас ликвидности на фоне поступлений от вкладов, ценных бумаг и кредитов, при этом объемы выдаваемых займов и покупки коммерческих бумаг сокращаются.

Накопленный запас успешно размещается в ОФЗ, аукционы которых Минфин стал проводить без лимита. Доходность «длинных» бумаг в районе 10%, что делает их привлекательными для удержания до погашения.

Подъем на фондовом рынке нельзя назвать полноценным ралли. Приток средств – разовый фактор. Долгосрочный инвестиционный интерес к акциям остается на пониженном уровне, несмотря на привлекательные для покупки уровни. Физические лица сейчас предпочитают депозиты. Интерес к акциям, вероятнее всего, вернется нескоро. Это может произойти либо по мере снижения ставок по депозитам, либо, наоборот, в случае резкого скачка инфляции, если доходность вкладов начнет заметно отставать от ее уровня.



Георгий Ващенко,
заместитель директора
аналитического департамента
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	17.10.22	31.10.22	
MOEX	2 012	2 166	7,65%
PTC	1 027	1 111	8,18%
Золото	1 659	1 637	-1,33%
Brent	92,32	93,56	1,34%
EUR/RUB	61,00	60,84	-0,26%
USD/RUB	62,10	61,47	-1,02%
EUR/USD	0,9860	0,9904	0,45%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи поднялся выше 2100 пунктов, PTC преодолел психологически значимую отметку 1100. Пара USD/RUB вернулась в диапазон 61–62.

Ожидаем

Мы полагаем, что динамика на российских фондовых площадках будет определяться новостным фоном и технической картиной. Считаем, что в ноябре равновероятны рост Индекса МосБиржи в диапазон 2200–2400 пунктов и разворот вниз к 2000–2200 пунктам. Пара USD/RUB, скорее всего, будет торговаться в пределах 60–62. Равновесие достигнуто благодаря стабилизации ситуации с ликвидностью. При отсутствии рисков прекращения биржевых торгов валютой можно ожидать боковой динамики рубля к доллару.

Наша стратегия

Советуем фиксировать прибыль в бумагах компаний черной металлургии, а при отсутствии роста их котировок на горизонте недели возможно открытие коротких спекулятивных позиций. Для спекулятивных покупок подойдут акции Норникеля, Полюса, Роснефти, Банка ВТБ, Московской Биржи.



Норникель выпустил операционные результаты за июль-сентябрь. Компания увеличила производство никеля на 22% кв/кв, до 59 тыс. тонн. Объем выплавки меди и палладия остался на прошлогоднем уровне 113 тыс. тонн и 712 тыс. унций соответственно. Производство платины выросло на 8% г/г, до 171 тыс. унций. ГК подтвердила прогноз на год, предполагающий выпуск 205–215 тыс. тонн никеля, 365–385 тыс. тонн меди, 2,4–2,7 млн унций палладия и 600–670 тыс. унций платины. В Забайкалье будет произведено около 70 тыс. тонн меди и около 250 тыс. унций золота.

Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global



Лента отчиталась за третий квартал ростом выручки на 7,2% г/г, до 126,8 млрд руб., с EBITDA на уровне 7,5 млрд руб., что соответствует рентабельности 6%. Прибыль ретейлера сократилась на 70% г/г, до 1285 млн руб. Капитальные затраты составили 1,9 млрд руб. Долговая нагрузка оказалась на уровне 1,8x EBITDA. Сопоставимые продажи увеличились на 1,3%. Торговая площадь составила 1780 тыс. кв. м.



Fix Price раскрыла основные показатели за третий квартал, сообщив о росте выручки на 21,2% г/г, до 70,1 млрд руб., и увеличении сопоставимых продаж на 12,9% на фоне роста среднего чека на 18,1% г/г. Совокупная торговая площадь магазинов ретейлера составила 1180 тыс. кв. м. EBITDA оказалась равна 13,1 млрд руб., что соответствует рентабельности 18%. Прибыль увеличилась на 36% г/г, достигнув 7 млрд руб., чистая маржа составила 10%. Долговая нагрузка оказалась равна 0,2x EBITDA при капитальных затратах в объеме 1,8 млрд руб.



X5 Group представила результаты по МСФО за июль-сентябрь. За отчетный период выручка компании увеличилась на 19,2% г/г, до 647 869 млн руб. Скорректированная EBITDA (IFRS 16) поднялась на 11,3% г/г, достигнув 77 496 млн руб., что соответствует рентабельности 11,9%. Чистая прибыль составила 13 844 млн руб. с маржей 2,1%. Ранее компания сообщала, что общая торговая площадь ее сетей достигла 8 755 тыс. кв. м.



Акция	17.10.2022	31.10.2022	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	655,4	786,8	20,05%
НЛМК	87,72	103,08	17,51%
ММК	28,135	31,17	10,79%
ГМК Норникель	13246	13758	3,87%
Распадская	223,6	240,2	7,42%
Алроса	69,11	66,07	-4,40%
Полюс	5352	6047	12,99%
Мечел, ао	99,42	99,57	0,15%
Мечел, ап	143,8	137,5	-4,38%
ОК РУСАЛ	34,23	37,115	8,43%
Polymetal	270,4	297	9,84%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	112,44	126,72	12,70%
Сбербанк, ап	108,3	120,56	11,32%
ВТБ	0,015795	0,01684	6,62%
АФК Система	11,498	12,77	11,06%
МосБиржа	79,34	85,8	8,14%
Сафмар	443,2	455,8	2,84%
TCS, гдр	2702	2620	-3,03%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	163,24	170,27	4,31%
НОВАТЭК	1008,4	1104	9,48%
Роснефть	313,45	333,9	6,52%
Сургут, ао	19,55	21,71	11,05%
Сургут, ап	24	26,035	8,48%
ЛУКОЙЛ	4212,5	4695,5	11,47%
Башнефть, ао	884	922	4,30%
Башнефть, ап	622	662	6,43%
Газпром нефть	387,55	430,5	11,08%
Татнефть, ао	365,6	387,4	5,96%
Татнефть, ап	344,7	366,5	6,32%

Акция	03.10.2022	17.10.2022	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	2,886	3,088	7,00%
РусГидро	0,7137	0,7733	8,35%
ОГК-2	0,4834	0,5202	7,61%
Юнипро	1,253	1,406	12,21%
ТГК-1	0,00766	0,00801	4,57%
Энел	0,447	0,4948	10,69%
Мосэнерго	1,67	1,783	6,77%
ФСК ЕЭС	0,08434	0,08734	3,56%
Россети, ао	0,53	0,5728	8,08%
Потребительский сектор			
Магнит	5060,5	5237	3,49%
X5	1511,5	1595	5,52%
Лента	750	759	1,20%
Детский мир	73,38	74,8	1,94%
М.видео	164	175,8	7,20%
OZON, адр	1279,5	1338	4,57%
Fix Price	349,2	366,4	4,93%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	218,65	225,8	3,27%
Ростелеком, ао	56,79	57,71	1,62%
Ростелеком, ап	55,7	57,7	3,59%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	24,22	25,36	4,71%
НМТП	4,57	4,755	4,05%
ДВМП	36,21	37,46	3,45%
GLTR, гдр	297,65	290,85	-2,28%
Совкомфлот	35,31	38,49	9,01%

Котировки широкого спектра отечественных бумаг продолжили восходящую динамику. Лидерами роста стали акции металлургического сегмента: котировки Северстали за последние две недели поднялись на 20%. Аутсайдерами стали Алроса, Мечел (ап) и TCS Group.

Инвестиционная идея

Полюс. Золотое дно

На фоне благоприятной для продукции компании внешней конъюнктуры и сильной перепроданности отраслевых бумаг акции Полюса интересны для покупки с таргетом 7700 руб.

Полюс	
Тикер	PLZL
Цена на момент анализа	6000 ₺
Целевая цена акций	7700 ₺
Потенциал роста	28,33%
Стоп-аут	77,00 ₺
Капитализация, \$ млн	13 715

Негативная динамика на протяжении года. В августе 2020-го котировками эмитента был достигнут исторический максимум на фоне сильных финансовых результатов и притока средств на фондовый рынок. Однако с ноября прошлого года акции Полюса потеряли более 60% стоимости.

Операционные и финансовые показатели за 2021 год. Добыча и продажи в натуральном выражении сократились до 2717 тыс. (-2% г/г) и 2736 тыс. унций (-3% г/г) соответственно. Средневзвешенная цена реализации золота оказалась на уровне 2020 года в \$1798 за унцию. Выручка и чистая прибыль также практически не изменились с 2020-го, составив \$4996 млн и \$2287 млн. Скорректированная EBITDA уменьшилась до \$3518 млн (-5% г/г), что соответствует рентабельности 71%. Чистый долг снизился на 11% г/г, до \$2197 млн, долговая нагрузка упала до 0,6х 12М EBITDA. При этом денежные и общие затраты выросли до \$405 и \$715 на унцию соответственно.

Производственные показатели за январь-июнь 2022 года. Добыча и продажа золота уменьшились до 1068 тыс. (-15% г/г) и 1015 тыс. унций (-19% г/г). EBITDA составила \$1215 млн (-26% г/г), маржа снизилась до 66%. Чистая прибыль сократилась до \$1387 млн (-27% г/г). Денежные и общие затраты увеличились до \$435 (+12%) и \$825 на унцию (+26%). Чистый долг оказался равен \$2452 млн при долговой нагрузке 0,8х 12М EBITDA. Капитальные затраты повысились до \$384 млн на фоне увеличения объема в рамках ключевых проектов. Компания не раскрывала детальную информацию о факторах, оказавших влияние на динамику производственных и финансовых показателей.

Конъюнктура рынков. Котировки золота сейчас примерно на 20% ниже пиковых значений 2020-го и весны 2022 года. Эти цены позволяют производителям сохранять высокую рентабельность производства даже в условиях внешних ограничений. В настоящее время золотодобытчики не могут напрямую поставлять на мировой рынок слитки, произведенные в России в последние месяцы, из-за отзыва у аффинажных заводов международных сертификатов качества.

Драйверы роста и факторы риска. Несмотря на ряд сложностей и ухудшение операционных и финансовых показателей в первом полугодии, акции эмитента сохраняют привлекательность для покупок как на средний, так и на длительный срок. Котировки в этом году упали на минимум с 2019-го, что создает отличную возможность для входа в позицию. Существенных проблем со сбытом не ожидается, производство будет восстанавливаться к докризисным уровням. Конъюнктура внешних рынков остается благоприятной для золотодобытчиков. Долговая нагрузка Полюса невелика, то есть компания не столкнется с проблемами при финансировании программы капзатрат.

Наши оценки и прогнозы. Акции PLZL подходят как для спекулятивных покупок, так и для долгосрочных инвестиций. Неопределенность в вопросе дивидендов сохраняется, однако не исключено, что компания ищет способы возобновить выплаты акционерам. Эмитент торгуется очень дешево по основным мультипликаторам (P/E 2022П: 5,9х). Драйвером роста котировок, на наш взгляд, выступает сильная перепроданность акций производителей цветных и драгоценных металлов.



Инвестиционная идея

Финансовые показатели	2020	2021	2022П	2023П
Выручка, \$ млн	5 061	4 955	5 134	4 885
Изменение, %	41%	-2%	4%	-5%
EBITDA, \$ млн	3 336	3 518	3 582	3 470
EBITDA маржа, %	65,9%	71,0%	69,8%	71,0%
Чистая прибыль, \$ млн	1 705	2 287	2 278	2 255
Чистая маржа, %	33,7%	46,2%	44,4%	46,2%

Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global

	2020	2021	2022П	2023П
P/B	5,6	4,8	2,6	2,6
P/S	11,8	6,8	3,1	2,3
P/E	17,2	10,6	5,9	5,5
ROA	22,6	29,4	-	-
ROE	83,3	77,2	-	-

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
PLZL:RX	-0,50%	-1,60%	19,90%	-29,50%	-57,30%
IMOEX	0,20%	1,90%	11,10%	-0,40%	-48,60%
RTS	0,17%	2,20%	6,00%	-2,10%	-40,30%



Сохраняя баланс

В ожидании сезона отчетности индекс KASE продолжает движение в боковом коридоре

В течение двух последних недель основной казахстанский бенчмарк консолидировался в рамках 3100–3150 пунктов. Котировки KASE торгуются чуть выше уровней 50- и 200-дневных средних, однако пока не спешат отскакивать от текущих значений. Несмотря на спокойную динамику индекса широкого рынка, бумаги входящих в него компаний демонстрировали значительно более высокую волатильность. Самый существенный прирост за рассматриваемый период показали акции и ГДР Kaspi. После многочисленных ретестов котировки эмитента на LSE наконец пробрили вверх сопротивление на отметке \$60. Напомним, что ранее ГДР торговались между 200-дневной скользящей средней (сверху) и 50-дневной средней (снизу). Выход из этого коридора вверх мы оцениваем как позитивный сигнал для Kaspi. Еще одним драйвером роста стала неплохая отчетность, выпущенная эмитентом в конце октября. Важным фактором, определившим движения ряда акций на KASE, стали новости, связанные с дивидендами, выплата которых была перенесена с весны на осень. Так, бумаги Казахтелекома прибавили в рассматриваемый период 7,3% в преддверии утверждения выплат в размере 3590,39 тенге на акцию. Напомним, что котировки эмитента выросли на 12% с момента объявления даты ВОСА и на 19% в сравнении с июньскими минимумами. Худшую динамику во второй половине октября продемонстрировали бумаги Халык Банка на фоне активных распродаж после фиксации реестра акционеров для получения выплат в размере 12,71 тенге на

бумагу. Более спокойно на дивидендные новости отреагировали котировки KEGOC. Акционеры компании получают 65,44 тенге на бумагу после 20 декабря. Важным событием стало повышение базовой ставки до 16%. Мы считаем, что это решение негативно отразится на результатах многих эмитентов за четвертый квартал, однако не станет слишком сильным «медвежьим» фактором, поскольку в целом ужесточение монетарной политики уже было заложено в котировки. После подъема ставки казахстанским регулятором доллар начал слабеть к тенге, пробив вниз 200-дневную среднюю.



Ожидания и стратегия

Как мы прогнозировали ранее, до разгара сезона отчетности казахстанский рынок будет находиться в режиме консолидации. Полагаем, что активную динамику можно будет наблюдать после того, как квартальные результаты представят больше эмитентов. Kaspi уже опубликовал достаточно уверенный отчет, однако некоторое давление на котировки оказало повышение базовой ставки. Более активному росту индекса широкого рынка воспрепятствовала постдивидендная коррекция в акциях Халык Банка. Аналогичное влияние на бенчмарк могут оказать бумаги Казахтелекома, после чего факторы отсечек перестанут воздействовать на динамику рынка.



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	17.10.22	31.10.22	
Индекс KASE	3 127,18	3 132,87	0,2%
Халык Банк (GDR)	57,10	65,50	14,7%
Казахтелеком (KASE)	27 876,00	30 600,00	9,8%
Халык Банк (KASE)	29 250,00	31 379,96	7,3%
Kaspi (KASE)	1 530,08	1 535,00	0,3%
Банк Центр Кредит (KASE)	1 581,15	1 580,01	-0,1%
KEGOC (KASE)	13 369,25	13 163,00	-1,5%
Kcell (KASE)	697,00	684,97	-1,7%
Kaspi (GDR)	645,87	620,00	-4,0%
Казтрансойл (KASE)	27,76	26,40	-4,9%
Казатомпром (GDR)	10,88	10,10	-7,2%
Казатомпром (KASE)	129,75	118,13	-9,0%

Важные новости

- **Нацбанк Казахстана повысил базовую ставку до 16%.** Это решение регулятора было обусловлено совокупностью факторов, указывающих на растущее ценовое давление. В сентябре 2022 года годовая инфляция составила 17,7%, существенно отклонившись от прогнозной траектории. Ожидания населения и экономистов в отношении темпов роста цен также существенно ухудшились. Так, в том же месяце казахстанцы считали, что через год инфляция будет составлять 16,9%.
- **Kaspi.kz запустит очередной buy back.** Совет директоров казахстанского финтеха утвердил новую четырехмесячную программу обратного выкупа ГДР на сумму до \$100 млн. С начала года уже были завершены две программы объемом \$51 млн и \$45 млн соответственно.
- **KCell представил финансовые результаты за январь-сентябрь 2022 года.** В третьем квартале совокупная выручка и EBITDA эмитента выросли до 58 293 млн и 24,45 млн тенге, на 16,0% г/г и 18,4% г/г соответственно. Рентабельность по EBITDA достигла 42,0%. Операционная прибыль увеличилась на 32,1%, до 17 010 млн тенге.

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

Инвестиционная идея

Kaspi.kz. Все только начинается!

Несмотря на вероятность коррекции после активного роста, акции Kaspi.kz сохраняют уверенный позитивный потенциал на средне- и долгосрочном горизонте

Причины для покупки:

- **Позитивная динамика доходов и реализация прогнозов в отношении прибыли.** Отчет Kaspi.kz за третий квартал мы оцениваем как умеренно позитивный. Основная часть прогнозов реализовалась, некоторые операционные и финансовые показатели ускорили рост в поквартальном сравнении. Процентные доходы компании увеличились на 35% г/г и 15% кв/кв, достигнув 152 млрд тенге. Общий объем комиссионных и транзакционных доходов повысился на 39% г/г и 20% кв/кв во многом благодаря активизации роста комиссий за продажу в сегменте Marketplace. Чистая прибыль Kaspi.kz за июль-сентябрь составила 170 млрд тенге, увеличившись на 26% кв/кв и 30% г/г в соответствии с гайденсом руководства.
- **Уверенный рост операционных показателей.** Объем доходных транзакций в сегменте Payments Kaspi.kz вырос на 17% кв/кв и 54% г/г, немного превысив собственные прогнозы руководства финтеха на текущий год, предполагавшие повышение показателя в пределах 50%. В обновленный гайденс заложено увеличение доходов от платежных операций темпами выше 50%. Основным драйвером роста денежных поступлений компании остаются Kaspi QR и транзакции по картам, доля которых в сегменте составляет 76%. Суммарная стоимость проданных на Marketplace товаров выросла на 58% г/г (при прогнозе +55%) и на 30% кв/кв. Позитивным импульсом для увеличения доходов на платформе стала акция Kaspi Жума: во время ее проведения общая стоимость проданных товаров выросла на 175% к уровням за предыдущее аналогичное событие. Количество

активных продавцов в этом сегменте увеличилось на 218% г/г, а число активных покупателей стало больше на 34% г/г. Кредитный портфель компании вырос на 40% г/г, средняя процентная ставка немного уменьшилась по сравнению с предыдущими отчетными периодами и составила 26,7%.

- **Влияние роста базовой ставки и программа выкупа ГДР.** Благодаря повышению базовой ставки Kaspi.kz удалось нарастить стоимость собственного капитала. Рост объема депозитов клиентов на 9% обеспечил повышение процентных расходов на 16% кв/кв по итогам июля-сентября. В противовес этому можно отметить, что укрепление тенге позитивно повлияло на программу выкупа ГДР, что благоприятно сказалось на финальной оценке бумаг эмитента.
- **Техническая картина.** Акции Kaspi.kz стали лидерами роста последних двух недель. Котировки смогли пробить сопротивление на уровне \$60 на LSE и в районе 28200 тенге на KASE, что стало отправной точкой для ралли в последней декаде октября. От июльского дна на отметке 21000 тенге акции эмитента выросли на 46%! Мы допускаем реализацию сценария, при котором локальный перегрев в бумагах Kaspi.kz вызовет их коррекцию после активного роста. Однако позитивным драйвером на средне- и долгосрочную перспективу продолжат выступать фундаментальные факторы, такие как продолжающееся увеличение выручки. Технические графики ГДР на LSE отражают среднесрочный восходящий канал, берущий начало в конце июля.



АО Kaspi.kz

Тикер на KASE	KSPI
Цена на момент анализа	30 777 тг
Целевая цена	39 600 тг
Потенциал роста	27%

Динамика акций на KASE



Рынок Узбекистана

В ожидании новых драйверов

Если EqRe Blue сможет закрепиться выше 1800 пунктов, возможен перелом нисходящего тренда

Рост широкого рынка в течение двух недель подтвердил наше предположение о том, что EqRe Blue мог достичь локальной поддержки. Техническая картина сейчас указывает на вероятность формирования паттерна «двойное дно» на данном уровне. В случае реализации этого сценария можно будет говорить о переломе тренда. При этом необходимо, чтобы EqRe Blue закрепился выше 1800 пунктов.

В течение первой и второй рассматриваемой недели котировки индекса широкого рынка на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» поднялись на 3,3% и 4,35% соответственно. Лидером роста в период с 14 по 28 октября стал Хамкорбанк (НМКВ), увеличивший рыночную капитализацию на 23,95%. Кроме того, достаточно сильную динамику продемонстрировали акции УзРТСБ (URTS) и Узметкомбината (UZMK), подорожавшие на 14,68%

и 12,86% соответственно. Наиболее глубокое падение среди голубых фишек показали бумаги Узвторцветмета (UVCM), потерявшие за две недели 13,31%. Среди компаний второго эшелона худшую динамику показал Средазэнергосетьпроект (A005900), скорректировавшийся на 28,57%, в то время как падение акций Тошкентвино комбината (A028090) за этот период составило 4,55%.

27 октября Центральный банк Республики Узбекистан принял решение сохранить ключевую без изменений на уровне 15%, что, возможно, способствовало улучшению настроений инвесторов. Главное событие первой недели ноября – заседание ФРС. Кроме того, участники рынка будут внимательно отслеживать выпуск макроданных (включая показатели инфляции), свидетельствующих о состоянии ведущих экономик мира, а также обращать внимание на возможное изменение геополитических условий.



Текущие рекомендации по акциям

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

Тимур Норматов,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global

Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	14.10.22	28.10.2022	
EqRe Blue	1622,43	1749,3	7,82%
KVTS	2999,99	3095	3,17%
QZSM	3197,98	3350	4,75%
SQBN	11	10,21	-7,18%
URTS	17001	19497	14,68%
UZMK	6999,99	7900	12,86%
KSCM	290000	265064	-8,60%
НМКВ	75,03	93,00	23,95%
IPTB	0,79	0,78	-1,27%
UVCM	10498	9100	-13,32%
KUMZ	856	925	8,06%
A028090	44000	41999,96	-4,55%
A005900	7000	5000	-28,57%



Макростатистика

- Девальвация узбекского сума по отношению к доллару составила 4,65% г/г, спред между депозитами в USD и UZS находится в пределах 14-20%. С 14 по 28 октября сум в паре с долларом снизился на 0,44%.
- Средняя ставка по размещениям «коротких» гособлигаций за последние две недели оказалась равна 16,25% и 16,44% соответственно. Ставка овернайт на межбанковском рынке с 14 по 21 октября сохранялась на отметке 14,00%, а затем выросла до 14,12%. Государственный облигационный долг к концу октября оценивался в \$4,821 млрд.
- Доходность евробондов Узбекистана с погашением в 2029 году составила 8,8115% в первую из рассматриваемых недель и снизилась до 8,6736% к концу месяца на фоне уменьшения доходности по евробондам рейтинговой группы BB-/BB/BB+.
- Темпы роста ВВП Узбекистана за январь-сентябрь 2022 года составили 5,8%.
- За тот же период в стране было произведено промышленных товаров на сумму 391 трлн сумов (+105% г/г), а экспорт увеличился на 35,7% г/г, до \$14,05 млрд, в то время как импорт вырос на 22,3% г/г, до \$21,97 млрд.
- Центральный банк сохранил ключевую ставку на уровне 15%.
- Золотовалютные резервы на конец сентября оценивались в \$33,5 млрд. Это самый низкий уровень за последние 18 месяцев.

По отдельным компаниям

- Агробанк (AGBA) привлек от Credit Suisse AG синдицированный кредит в размере почти \$150 млн.
- УзПСБ (SQBN) опубликовал неаудированные результаты по НСБУ за январь-сентябрь текущего года: активы расширились на 17,3% г/г, капитал и обязательства увеличились на 3,1% и 19,8% соответственно.
- Кизилкумцемент (QZSM) представил отчетность за девять месяцев 2022-го: выручка и чистая прибыль эмитента снизились на 15,95% г/г и 12,77%, в то время как капитал увеличился на 9,64% в сравнении с аналогичным периодом 2021-го.
- Chevrolet от UzAuto Motors (UZAM) пятый месяц подряд удерживает лидирующие позиции в продажах на локальном рынке. Рост в сентябре составил 71,1% г/г.
- Трастбанк (TRSB) выпустил неаудированные результаты по НСБУ за девять месяцев 2022 года: активы и обязательства организации выросли на 33,8% г/г и 34,7% соответственно, чистая прибыль увеличилась на 54%.
- Узметкомбинат (UZMK) отчитался за январь-сентябрь текущего года. Согласно данным неаудированной отчетности, выручка эмитента поднялась на 6,8% г/г, чистая прибыль и валовая маржа скорректировались на 34,3% и 4,4% в сравнении с тем же периодом 2021-го.
- Выручка и чистая прибыль Алмалыкского горно-металлургического комбината (AGMK) по итогам девяти месяцев текущего года увеличились на 3,6% г/г и 25,3%.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global



Инвестиционная идея

УзРТСБ. Уникальное торговое предложение

Устойчивое финансовое положение компании и ее предсказуемая дивидендная политики будут способствовать росту реализации 46%-го потенциала роста в бумагах УзРТСБ

Причины для покупки:

- **Уверенная динамика основных показателей.** Среднегодовые темпы роста выручки и чистой прибыли эмитента с 2016 года составили 30,6% и 39,4% соответственно. По итогам января-сентября текущего года данные финансовые метрики увеличились на 34%. Среднегодовой объем биржевых торгов за период с 2016-го по 2021 год расширился на 54,4%, до 87,3 трлн сумов (\$8,07 млрд). Совокупный оборот на УзРТСБ за три квартала 2022-го составил 97,4 трлн сумов, превысив объем за полный 2021 год.
- **Высокая рентабельность.** Валовая маржа УзРТСБ увеличилась с 72% в 2017-м до 91% по итогам третьего квартала текущего года. Операционная и чистая маржа компании постепенно восстанавливается после спада 2018–2021 годов, вызванного увеличением операционных расходов. По итогам третьего квартала данные показатели достигли 58% и 53% соответственно.

- **Устойчивое финансовое положение.** Объем денежных средств на балансе эмитента (\$23 млн) более чем вдвое превышает совокупные годовые расходы площадки. При этом компания не имеет ни краткосрочного, ни долгосрочного долга (за исключением обязательств в виде клиентских средств на расчетном счете биржи).
- **Стабильная дивидендная политика.** УзРТСБ – один из немногих узбекистанских эмитентов, стабильно выплачивающих дивиденды на протяжении более чем 13 лет. За последние три года компания в среднем распределяла между акционерами 84% чистой прибыли. Средняя дивдоходность за тот же период – 8,01%. В рамках консервативного сценария считаем, что по итогам 2022 года биржа распределит 65% чистой прибыли, что предполагает доходность к текущим котировкам на уровне 10,2%.



АО УзРТСБ

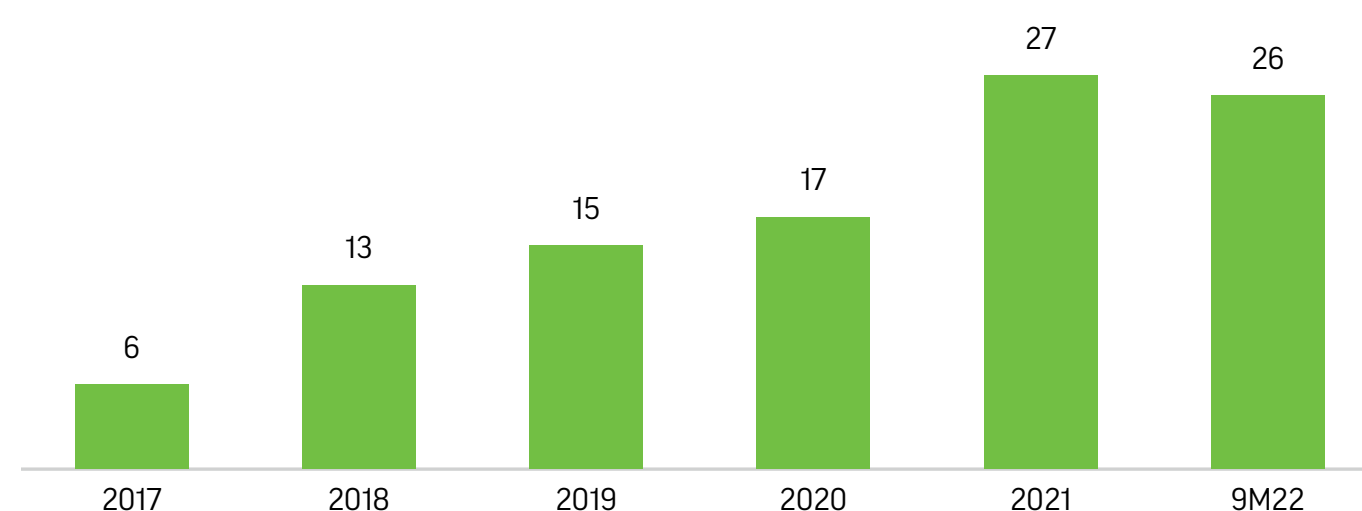
Тикер на UZSE	URTS
Цена на момент анализа	18 000 UZS
Целевая цена	26 300 UZS

Динамика акций URTS на UZSE, 1 год



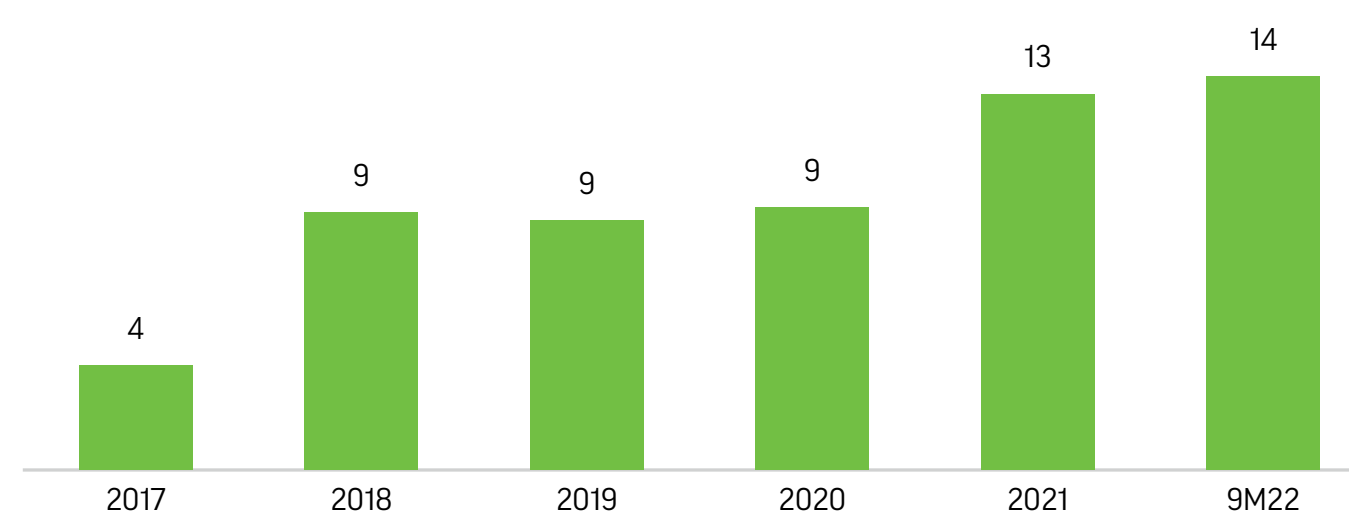
Финансовые показатели

Выручка, млн USD



Финансовые показатели

Выручка, млн USD



Шансы «быков» растут

Хотя пока более вероятно возвращение DAX к коррекции после уверенного отскока, не исключен и полноценный разворот тренда вверх

Период с 17 по 21 октября ведущий индекс фондового рынка Германии DAX завершил ростом на 2,4%, достигнув 12 731 пункта. Самый активный рост бенчмарк продемонстрировал в начале недели: в понедельник он прибавил 1,7%, во вторник – 0,9%. Главным позитивным драйвером стал отказ Великобритании от предложенного премьер-министром плана фискальных реформ. На фоне этой новости рост в парах с долларом США продемонстрировали ведущие европейские валюты. Напомним, что анонс изменений налогового законодательства в Соединенном Королевстве ранее вызвал резкое падение на британских фондовых площадках и на биржах континентальной Европы. Ощутимую поддержку рынок Германии получил и от начала сезона отчетности в США. Что касается наиболее динамично двигавшихся акций, то среди них выделяются бумаги Adidas, 21 октября обвалившиеся на 9,5% на новости об ухудшении собственных прогнозов на 2022 год. Так, ориентир в отношении операционной маржи пересмотрен с 7% до 3%, а гайденс по росту выручки снижен с 6–9% до 4–6%.

С 24 по 28 октября DAX поднялся сразу на 4%, достигнув 13 243 пунктов. В последний раз настолько сильный недельный рост индекс демонстрировал в марте этого года. Позитивную динамику бенчмарк показывал все пять торговых дней, но наиболее активной она была с понедельника по среду. В первый день рассматриваемого периода DAX вырос на 1,6%, отыгрывая движения американских фондовых площадок в конце предыдущей недели. Рынок США поддержали новости Wall Street Journal о том, что в ФРС обсуждают диапазон повышения ставки на ноябрьском засе-

дании. Эту информацию участники торгов расценили как сигнал к замедлению ужесточения денежно-кредитной политики в Штатах. Драйвером роста для DAX в ходе сессии 25 октября стали сильная финансовая отчетность и уверенные прогнозы ряда компаний. На следующий день индекс вырос еще на 1,1%, отреагировав покупками на более осторожное, чем ожидалось, повышение ставки Банком Канады. По итогам заседания 27 октября ЕЦБ, как и предполагал рынок, поднял ставку на 75 б.п., на этом фоне DAX прибавил 0,12%. Среди лидеров роста отметим софтверную компанию SAP, акции которой поднялись на 5,8% после публикации сильного отчета за третий квартал, в котором выручка эмитента превысила консенсус.



Ожидания и стратегия

Фондовый рынок Германии в прошедшие две недели продолжил отскок к верхней границе нисходящего канала. На данный момент более вероятно возвращение к негативной динамике в рамках этого тренда. Тем не менее благодаря укреплению евро шансы на полноценный разворот индекса DAX вверх заметно усилились, но для этого бенчмарку необходимо достичь 13600 пунктов.



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	14.10.22	28.10.22	
DAX Index	12 437,81	13 243,33	6,5%
G1A GR Equity	8,56	9,84	15,0%
UN01 GR Equity	40,75	46,66	14,5%
SY1 GR Equity	162,65	185,10	13,8%
OSR GR Equity	19,83	22,30	12,5%
1COV GR Equity	87,31	97,98	12,2%
MRK GR Equity	20,03	22,15	10,6%
SAP GR Equity	17,97	19,85	10,4%
SIE GR Equity	244,60	269,70	10,3%
DB1 GR Equity	55,70	61,38	10,2%
BEI GR Equity	95,22	104,75	10,0%
SHL GR Equity	7,57	8,30	9,6%
MTX GR Equity	4,90	5,37	9,6%
HEN3 GR Equity	167,10	182,34	9,1%

Рынок Германии

Важные новости

- По итогам заседания 27 октября ЕЦБ поднял ставку еще на 75 б.п. Также было решено изменить условия программы займов банкам на сумму в 2 трлн евро (TLTRO), ставки по которым субсидировались с начала пандемии. Глава европейского регулятора Кристин Лагард заявила, что повышение ставок продолжится, хотя большая часть мер в рамках ужесточения монетарной политики уже принята. Это дает основание предполагать, что далее ставку будут поднимать плавнее.
- Adidas прекратил партнерство с Канье Уэстом в связи с его скандальными высказываниями. Акции компании после этой новости упали на 3,2%.
- Индекс цен производителей в Германии за сентябрь вырос на 45,8% г/г. При этом консенсус аналитиков предполагал рост показателя только на 44,7%. В месячном выражении индекс поднялся на 2,3% при общерыночных ожиданиях 1,3%.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Только вперед!

Сильная динамика финансовых показателей, а также улучшение годовых ориентиров будут способствовать росту котировок BAYN к 66 евро

Причины для покупки:

- **Уверенная динамика двух ведущих бизнес-сегментов.** Во втором квартале финансовые метрики компании показали впечатляющий рост, что привело к повышению менеджментом годового прогноза. С учетом курсовых колебаний выручка эмитента увеличилась на 9,6%, до 12,819 млрд евро. EBITDA повысилась на 30%, до 3,349 млрд евро, чистый убыток составил 298 млн евро против 2,335 млрд евро годом ранее. Значительное улучшение продемонстрировал сельскохозяйственный дивизион (Crop Science), где выручка поднялась на 17,2%, до 6,461 млрд евро. Данный бизнес-сегмент зафиксировал двузначный рост в Латинской Америке, регионе EMEA (Европа, Ближний Восток и Африка), также увеличился объем продаж в Северной Америке и странах АТР. С учетом курсовых колебаний доходы косметического сегмента (Consumer Health) повысились на 6,8%, до 1,496 млрд евро, при этом общий рост наблюдался во всех регионах и почти во всех товарных категориях. После столь сильных результатов за первое полугодие менеджмент повысил собственный годовой гайденс для направлений Crop Science, Consumer Health и для всей компании в целом. Теперь ожидается, что в 2022 году выручка и EBITDA Bayer могут увеличиться до 47-48 млрд и 12,5 млрд евро соответственно против предыдущего прогноза, предполагавшего рост этих показателей до 46 млрд и 12 млрд евро.
- **Оценки аналитиков.** Недавно ряд ведущих инвестбанков обновил целевые цены для акции Bayer. Stifel, Morgan Stanley, Goldman Sachs установили таргет для этой бумаги на уровне 86, 81 и 80 евро соответственно. Эксперты Deutsche Bank и Credit Suisse считают, что котировки BAYN могут вырасти до 79 и 66 евро. Таким образом, средняя целевая цена составляет 79,3 евро. Из 29 инвестбанков, покрывающих бумагу, 24 советуют для покупки, а пять дают рекомендацию «держаться».
- **Техническая картина.** Котировки Bayer пробили наклонный канал и в данный момент торгуются вблизи сопротивления на уровне 54,5 евро. Если акции BAYN смогут подняться выше этой отметки, то возможен дальнейший рост к 60 евро.



Среднесрочная идея

Bayer AG

Тикер на Xetra	BAYN
Текущая цена	53,86 евро
Целевая цена	66 евро
Потенциал роста	22,53%
Дивидендная доходность	-%

Динамика акций BAYN на Xetra



Группа компаний Freedom поможет решить проблему с дефицитом пресной воды в Мангистауской области

Freedom Holding Corp. и акимат Мангистауской области в рамках национальной программы «Сильные регионы – драйвер развития страны» заключили меморандум о финансировании строительства насосной станции и сетей водоснабжения от опреснительного завода до центрального узла водоснабжения в Актау.

Группа компаний Freedom полностью профинансирует реализацию данного проекта в размере 2,12 млрд тенге. Строительство инженерных сооружений позволит обеспечить население города Актау и прилегающих к нему сел качественной питьевой водой. Окончание строительства запланировано на 2023 год.

«В этом году для страны началась новая глава. Мы считаем, что успех строительства нового Казахстана будет зависеть от каждого из нас. Надеюсь, наша благотворительная помощь региону станет своеобразным сигналом для предпринимательского сообщества, чтобы все вместе мы быстрее смогли решить безотлагательные проблемы. Мы очень гордимся тем, что приняли участие в проекте, который поможет сделать Казахстан более открытым для нужд граждан и даст надежду, что завтра наше будущее станет светлее», – комментирует событие Тимур Турлов, CEO Freedom Holding Corp.

Нехватка пресной воды – одна из главных проблем региона, в котором отсутствуют ее природные источники, поэтому питьевую воду получают из морской. Если ничего не предпринимать, то к 2025 году дефицит питьевой воды в области достигнет 100-110 тыс. куб. м в сутки.

Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 2022

ffin.global





Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №258

4 ноября 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.