

Инвестиционный обзор



№259
17 ноября 2022

Фондовый рынок США:

От разочарования к надежде

Фондовые биржи в начале ноября встретили падением жесткую риторику главы ФРС, но взлетели к сентябрьским максимумам после данных о замедлении инфляции

Рынок Казахстана: В ожидании IPO КазМунайГаза

Российский рынок: Уверенно вверх!

Рынок Узбекистана: Под давлением внешних рисков

Рынок Германии: Рекорд на стайерской дистанции

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Содержание



Рынок США. От разочарования к надежде.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Как извлечь максимум из рождественского ралли.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 14 ноября.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. Delta Air Lines. К взлету готова!.....	11-12
Оptionная идея. BULL PUT SPREAD ON LITE.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. Новый способ достать прибыль из-под земли.....	15
Рынок Казахстана. В ожидании IPO КазМунайГаза.....	16-17
Инвестиционная идея. Казахтелеком. Распродажа затянулась – время покупать.....	18
Российский рынок. Уверенно вверх!.....	19-21
Инвестиционная идея. X5 Group. Отличник российской торговли.....	22-23
Рынок Узбекистана. Под давлением внешних рисков.....	24
Инвестиционная идея. Кварц. Прозрачный бизнес – прочные перспективы.....	26-28
Рынок Германии. Рекорд на стайерской дистанции.....	29-30
Среднесрочная идея. Hugo Boss AG. Инвестиции от-кутю.....	31
Новости Freedom Holding Corp.....	32
Контакты.....	33

Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global

Фондовый рынок США

От разочарования к надежде

Фондовые индексы ведущих площадок мира отреагировали падением на жесткую риторику Джерома Пауэлла по итогам ноябрьского заседания ФРС, однако данные инфляции за октябрь, зафиксировавшие ее замедление, позволили котировкам взлететь на сентябрьские максимумы



Новости одной строкой:

- 02.11.2022** По итогам заседания FOMC ключевая ставка в США была поднята на 0,75 п.п., до 4%
- 04.11.2022** Число новых рабочих мест в США в октябре серьезно превысило ожидания на уровне 200 тыс. и составило 261 тыс.
- 08.11.2022** По итогам промежуточных выборов демократы сохранили большинство в Сенате, а республиканцы получили преимущество в палате представителей
- 10.11.2022** Потребительская инфляция в США в октябре замедлилась с сентябрьских 8,2% до 7,7% г/г

По состоянию на 11.11.2022

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	5,89%	11,40%
QQQ	Индекс NASDAQ100	8,80%	9,59%
DIA	Dow Jones Industrial 30	4,21%	15,57%
UUP	Доллар	-3,96%	-5,91%
FXE	Евро	4,02%	6,58%
XLF	Финансовый сектор	5,78%	18,15%
XLE	Энергетический сектор	1,87%	17,17%
XLI	Промышленный сектор	4,69%	16,49%
XLK	Технологический сектор	10,04%	13,87%
XLU	Сектор коммунальных услуг	1,48%	6,98%
XLV	Сектор здравоохранения	1,77%	8,68%
SLV	Серебро	3,58%	12,84%
GLD	Золото	5,17%	6,06%
UNG	Газ	-7,97%	-15,30%
USO	Нефть	-3,18%	3,67%
VXX	Индекс страха	-2,13%	-21,97%
EWJ	Япония	8,00%	11,89%
EWU	Великобритания	3,68%	15,11%
EWG	Германия	11,30%	25,66%
EWQ	Франция	7,13%	21,62%
EWI	Италия	9,44%	27,26%
GREK	Греция	5,70%	19,46%
EEM	Страны БРИК	5,41%	10,32%
EWZ	Бразилия	-9,54%	-3,22%
RTSI	Россия	5,84%	20,07%
INDA	Индия	2,25%	9,04%
FXI	Китай	6,75%	2,33%



Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (01.11.2022 – 10.11.2022)

01.11.2022

Johnson & Johnson (JNJ) анонсировала покупку производителя медицинского оборудования Abiomed (ABMD) по \$380 за акцию с премией к рынку 50,7%, что соответствует капитализации \$16,6 млрд



10.11.2022

В октябре индекс потребительской инфляции (за исключением продовольствия и топлива) вырос на 0,3% м/м, оказавшись вдвое ниже сентябрьских 0,6% при консенсусе 0,5%. В годовом сопоставлении рост цен замедлился с 6,6% за сентябрь до 6,3%

08.11.2022

По итогам промежуточных выборов республиканцы получили большинство в палате представителей, а в Сенате преимущество удержали демократы. Изменение расстановки сил в нижней палате Конгресса затруднит проведение законодательных инициатив для Белого дома

3856

1

3759

2

3719

3

3770

4

3806

7

3828

8

3748

9

3956

10

02.11.2022

ФРС подняла ключевую ставку на 75 б.п. в четвертый раз подряд, доведя ее до 14-летнего максимума на уровне 4%. На заседании 13-14 декабря ставка может быть повышена еще на 50 б.п.

04.11.2022

Число новых рабочих мест в США вне сельского хозяйства за октябрь составило 261 тыс. при консенсусе 200 тыс. Почасовая оплата труда увеличилась на 0,4% м/м, хотя ожидался рост на 0,3%, как и в сентябре. Безработица повысилась с 3,5% до 3,7%

09.11.2022

После публикации слабого квартального отчета Meta Platforms (META) объявила о сокращении штата на 13% и продлении периода полной остановки найма до первого квартала 2023-го



Как извлечь максимум из рождественского ралли

В периоды высокой неопределенности в экономике и на фондовом рынке инвесторам стоит не забывать о традиционных трендах. В конце года одним из таких трендов остается предпраздничный сезон распродаж, стартующий с «черной пятницы» и проходящий параллельно с рождественским ралли на биржах. Статистика сезонной доходности показывает, что ноябрь – это наиболее успешный для S&P 500 месяц, в котором индекс прибавлял в среднем 2,6% за последние 11 лет. Декабрьский среднестатистический рост за тот же период не слишком впечатляет – всего +0,8%, и тем не менее это позитивный результат. Но, какой бы ни была статистика доходности, она не гарантирует, что за последние два месяца текущего года рынок вырастет более чем на 3%. Чтобы выявить актуальные тенденции, нужно разобрать фундаментальную составляющую.

В первую очередь стоит оценить данные розничных продаж, вышедшие 16 ноября. Рост показателя за октябрь заметно превысил консенсус на уровне 0,9% м/м и составил 1,3% м/м. Это указывает на устойчивость потребительского спроса в условиях высокой инфляции. Частично продажи в прошлом месяце выросли за счет увеличения объемов реализации автомобильного топлива на 4,1% м/м. В то же время продажи автомобилей увеличились всего на 1,5%, а поставки от производителей в натуральном выражении выросли сразу на 9,8%, что указывает на благополучное состояние реального потребления. Продажи без учета автотранспорта, газа, строительных материалов и продовольственных услуг увеличились на 0,7% м/м, а их динамика за сентябрь пересмотрена с +0,4% до +0,6%. Некоторое снижение покупательской активности отмечено в сегменте товаров общего потребления, на которое в ходе телефонной конференции с инвесторами 16 ноября указал и CEO Target (TGT). Однако это было с лихвой компенсировано увеличением продаж товаров для дома и повышением объемов реализации в розничных магазинах. Мы прогнозируем ускорение темпов реального потребления в четвертом квартале до 3% г/г по сравнению с 1,4% в третьем.

По данным Adobe Digital, объем онлайн-продаж в предпраздничном сезоне составит около \$209,7 млрд, что подразумевает замед-

ление роста с прошлогодних 8,6% до 2,5%, минимума с 2015 года. Частично это объясняется снижением индекса онлайн-цен в октябре: в прошлом году около 3–3,5% общего роста продаж онлайн было обусловлено повышением цен, а 4,9–5,4% пришлось на активизацию потребления. Базовая инфляция в этом году составляет 6,3%. Если принять в расчет именно это значение, то выходит, что реальный объем онлайн-продаж сократится.

Реагируя на замедление экономики, FedEx (FDX) в дополнение к анонсированным антикризисным мерам сократит количество авиационных грузоперевозок, чтобы поддержать операционную рентабельность. Этот шаг объясняется тем, что компания ориентируется на сокращение общих грузоперевозок товаров год к году в четвертом квартале. Кроме того, с 1 декабря в неоплачиваемый отпуск будет отправлена часть водителей, работающих на FedEx. Компания United Parcel Service (UPS) пока не делала подобных заявлений, она, напротив, планирует нанять до 100 тыс. сезонных сотрудников, что усиливает ее конкурентоспособность. Однако UPS также фиксирует сокращение объема грузоперевозок с начала года.

С учетом неоднозначной ситуации в экономике в целом и в ретейле в частности оптимальным решением для инвестора выглядят не покупки акций отдельных крупных розничных игроков, таких как Target (TGT), Walmart (WMT), Costco (COST), Amazon (AMZN), а вложения в потребительские фонды XLP и/или XLY. Акции UPS с фундаментальной точки зрения выглядят привлекательнее для инвестиций до конца года, чем бумаги FDX. Однако с учетом последних данных инфляции стоит присмотреться к скорректировавшимся бумагам технологических компаний с высокой beta или к акциям «роста», которые с высокой вероятностью будут следовать в русле рождественского ралли.

Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 3850–4100 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Важные новости

Комитет по открытым рынкам (FOMC) ФРС США по итогам заседания 2 ноября повысил ключевую ставку на 75 базисных пункта, до 4%. В результате шестого изменения ставки на протяжении текущего года она достигла максимума с января 2008 года. Это привело к удорожанию ипотеки и снижению спроса на жилье. Последнее в 2022-м заседание FOMC состоится 13-14 декабря. Ожидается, что ФРС может поднять ставку еще на 0,5 процентного пункта.

Представленный 4 ноября отчет по рынку труда США за октябрь зафиксировал увеличение количества рабочих мест вне сельского хозяйства на 261 тыс. при консенсусе 200 тыс. В сентябре показатель составлял 315 тыс. Рост почасовой оплаты труда замедлился с сентябрьских 5% г/г до 4,7%, однако в помесечном исчислении показатель вырос с 0,3% до 0,4%. Безработица увеличилась с 3,5% до 3,7% при консенсусе 3,6%.

8 ноября в США состоялись промежуточные выборы в Конгресс. По состоянию на 15 ноября демократы сохраняют большинство в Сенате, набрав 50 мест из 100 против 49 у Республиканской партии (в штате Джорджия состоится второй тур голосования). При этом республиканцы смогли вернуть себе большинство в палате представителей (217 мест на 206). Нераспределенными пока остаются еще 10 мест.

10 ноября были опубликованы данные потребительской инфляции в США за октябрь. Показатель замедлился до минимальных с января 7,7% при консенсусе 8%. Инфляция за исключением волатильных компонентов (продукты питания и энергоносители) снизилась с сентябрьских 6,6% до 6,3% г/г, притом что общерыночные ожидания закладывали результат 6,5%. В помесечном исчислении инфляция осталась на уровне 0,4%, хотя консенсус предполагал рост до 0,6%.

Актуальные тренды

Обзор на 14 ноября

Глобальная картина

За последние 14 дней индекс S&P 500 прибавил 2,3%, хотя ноябрь для фондового рынка США начался с распродаж. Главным фактором давления в начале месяца стало выступление главы ФРС Джерома Пауэлла, которое оказалось более жестким, чем ожидали инвесторы. Данные о росте безработицы в конце первой недели ноября смогли частично стабилизировать настроения, поскольку появилась надежда на смягчение монетарной политики. Вторая неделя месяца завершилась на мажорной ноте: индекс потребительской инфляции оказался лучше ожиданий как в годовом, так и помесечном выражении. Эти данные позволили рынку рассчитывать, что пиковые значения ключевой ставки вскоре будут достигнуты, а позиция регулятора смягчится. Эти ожидания спровоцировали волну покупок.

Финансовые результаты, опубликованные в рассматриваемый период американскими корпорациями, носят смешанно-негативный характер, не оказывая поддержки «бычьим» настроениям. По состоянию на 14.11.2022 за третий квартал отчитались 466 эмитентов из состава S&P 500. Их EPS, согласно данным FactSet, демонстрируют рост в среднем на 2,4% против предварительных оценок, предполагавших повышение на 1,85%. Прогнозируется, что по итогам сезона отчетности увеличение показателя составит 2,1%. При этом оценки роста на следующий квартал и полный 2022 год были понижены: консенсус-прогноз FactSet предполагает ухудшение динамики EPS на уровне -1,94% и +5,3% соответственно против более ранних оценок +8,7% и +9,2% по состоянию на 30 июня 2022 года.

Среди компаний, которые представили сильные результаты за последние две недели, можно отметить Pfizer Inc. (PFE), CVS Health Corporation (CVS),

DuPont de Nemours, (DD), ConocoPhillips (COP) и Starbucks Corporation (SBUX), EPS которых превзошли общерыночные ожидания на 28,3%, 4,7%, 2,3%, 5,3% и 12,1% соответственно. Слабые показатели опубликовали Warner Bros. Discovery (WBD) и Walt Disney Company (DIS). В первом случае компания отчиталась об убытке на акцию на уровне \$0,95 против ожиданий \$0,18, прибыль второго из упомянутых эмитентов оказалась на 46% ниже прогнозов. EPS компании Advanced Micro Devices, (AMD) также недотянула до консенсуса заметные 34,3%.

В течение ближайших двух недель в фокусе внимания инвесторов будет отчетность, Applied Materials (AMAT), Dollar Tree (DLTR), Deere & Company (DE).

Макроэкономическая статистика

Опубликованные за последние две недели макроданные в целом способствовали позитивной динамике фондовых рынков. Так, октябрьский уровень безработицы (3,7% против ожиданий в 3,6%) указывает на признаки охлаждения рынка труда. Октябрьские данные инфляции также оказались существенно лучше прогнозов: общий и базовый индексы цен выросли на 7,7% (консенсус: +8%) и 6,3% (консенсус: +6,5%) соответственно. Негативным моментом стало снижение предварительного ноябрьского индекса ожиданий от Мичиганского университета до 52,7 пункта (консенсус: 56 пунктов). Композитный индекс деловой активности от S&P Global за октябрь составил 48,2 пункта при общерыночных ожиданиях 47,3.

В течение следующих 14 дней в центре внимания инвесторов будут данные о заказах на товары длительного пользования.

Монетарная политика ФРС

После заседания Федерального резерва 2 ноября глава регулятора отметил, что говорить о паузе в ужесточении ДКП пока преждевременно. Кроме того, Джером Пауэлл указал, что для избегания закрепления высокой инфляции будет необходимо поднять ставки до более значительных предельных уровней, чем предполагалось ранее. Однако при чрезмерном ужесточении монетарных условий ФРС имеет возможность принять меры для поддержки роста ВВП. Комментируя состояние экономики США, Джером Пауэлл указал на снижение вероятности «мягкой посадки», что говорит в пользу усиления рисков рецессии в 2023 году.

Техническая картина

В течение последних двух недель индекс S&P 500 двигался в рамках локального позитивного тренда после тестирования отметки 3500 пунктов. Бенчмарк достиг верхней границы нисходящего канала вблизи 4000 пунктов, что указывает на вероятность коррекции. При этом в отсутствие сигналов о перепроданности со стороны осциллятора RSI повышательный тренд может сохраниться в краткосрочной перспективе. Если S&P 500 сумеет закрепиться выше 4000 пунктов, возможен дальнейший рост котировок широкого рынка.

Инвестиционный обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



Johnson & Johnson

1 ноября фармацевтический гигант Johnson & Johnson (JNJ) объявил, что покупает производителя медицинского оборудования Abiomed (ABMD) по \$380 за акцию. Эта цена предполагает премию к рынку в размере 50,7% и соответствует капитализации приобретаемой компании на уровне \$16,6 млрд.

Основной продукт Abiomed – линейка сердечных имплантатов для вспомогательного кровообращения под брендом Impella. 81% выручки от продаж этих продуктов компания генерирует в США. Johnson & Johnson планирует финансировать поглощение за счет комбинации собственных денежных средств и краткосрочного займа. Ожидается, что сделка будет завершена до конца первого квартала будущего года, и это достаточно сжатые сроки для такой крупной покупки. Впрочем, появление нового претендента на этот актив маловероятно, так как J&J предлагает высокую премию к его цене.

Акционерам Abiomed будет предоставлено право на получение дополнительно до \$35 за акцию в случае достижения определенных коммерческих и клинических результатов. Условия выплат предусматривают, что выручка от продуктов Abiomed должна в обозримом будущем достичь \$3,7 млрд. В 2022 финансовом году, окончившемся для нее в марте, компания сгенерировала \$1032 млн выручки, а средний темп ее роста за последние пять лет равнялся 18,3%. Следовательно, менеджмент J&J допускает, что после поглощения доходы Abiomed будут увеличиваться на 20–24% в год. Очевидно, инфраструктура и клиентская база J&J будет способствовать ускорению роста выручки Abiomed.

Стоимость сделки предполагает, что компания оценена в 16,1 P/S LTM, то есть ее стоимость завышена. При реализации планов по достижению ее выручкой \$3,7 млрд в 2028 фискальном году форвардный P/S будет равняться 2,3, а текущий консенсус в отношении выручки Abiomed на 2028 фискальный год при текущих условиях сделки предполагает значение этого мультипликатора на уровне 7,32. Такая разница в ориентирах в отношении финансовых показателей компании вызвала скептическую реакцию инвесторов, а акции J&J в день выхода новости опустились в цене на 0,51%.

Среди условий для выплат акционерам также получение дополнительного одобрения FDA на использование Impella у пациентов с инфарктом миокарда с подъемом сегмента ST (STEMI) без кардиогенного шока и получение рекомендации первого класса для использования этих продуктов при высокорискованном чрескожном коронарном вмешательстве (PSI) или STEMI с кардиогенным шоком или без него.

Abiomed – стабильно прибыльная компания, поэтому ее поглощение со стороны Johnson & Johnson ускорит рост выручки и прибыли сегмента MedTech. Менеджмент рассчитывает, что в 2023 году воздействие соответствующих затрат на скорректированную EPS будет незначительным, а в 2024-м прогнозирует положительный вклад в прибыль на акцию в размере \$0,05 с последующим ростом. Несмотря на достаточно высокую стоимость сделки, мы оцениваем ее позитивно, поскольку Impella – это успешный и перспективный продукт, который обогатит портфель MedTech компании-покупателя.

После завершения сделки Abiomed будет функционировать как самостоятельный бизнес в составе сегмента MedTech под руководством Эндрю Гринфилда, 17 лет проработавшего в Abiomed и в последнее время занимающего должность ее главного коммерческого директора.

Мы сохранили целевую цену по акции JNJ на отметке \$190.



Bloomberg сообщил о введении в китайском Чжэнчжоу жесткого недельного локдауна со 2 ноября. Находящийся в Чжэнчжоу завод Foxconn был закрыт на карантин с октября по собственной инициативе руководства и на основе рекомендаций местных органов власти. Повышение стимулирующих выплат и введенный властями города жесткий карантин создают выгодное для Foxconn положение. В то же время риск для компании связан с увеличением заболеваемости среди ее сотрудников: на прошлой неделе в китайских соцсетях появилась информация о 20 тыс. заразившихся, которая, впрочем, была опровергнута.

По данным аналитического агентства TrendForce, завод Foxconn в Чжэнчжоу на сегодня задействует около 70% мощностей, хотя в среднем этот показатель составляет 85%, а кроме того, быстро нарастить загрузку площадка не в состоянии. Учитывая это, TrendForce снизило прогноз в отношении поставок iPhone в четвертом квартале с 80 млн до 77–78 млн. При этом на предприятии Foxconn Technology в Чжэнчжоу собирают около 50% всех производимых сборочной компанией iPhone, в линейке четыре из пяти ведущих моделей.

Учитывая снижение загрузки производственных мощностей Foxconn и оборачиваемость запасов лишь на уровне 2,34 (по данным за второй квартал показатель вырос на 46% г/г, но данный факт частично может быть нивелирован ускорением роста выручки компании в последние месяцы), полагаем, что на ближайшие две-две с половиной недели Foxconn обеспечен достаточным для бесперебойной работы объемом комплектующих. Отсутствие возможности вывозить готовую продукцию может оказать небольшой эффект на поставки iPhone на рынок, так как задержку

Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

можно компенсировать за счет более интенсивных отгрузок в будущем. В последнем отчете Maersk указывает на улучшение ситуации с контейнерными перевозками.

Предполагаем, что из-за нового локдауна в Чжэнчжоу поставки iPhone в четвертом квартале сократятся на 2 млн штук. Если же режим жестких ограничений будет вскоре снят, то снижение поставок может оказаться меньше указанного объема. Если карантин продлится более трех недель, а предприятие лишится возможности вывозить готовую продукцию и получать новые комплектующие, сокращение отгрузки с октября по декабрь может достичь 3–5 млн единиц. В то же время Foxconn планирует компенсировать недостающие объемы продукции за счет других сборочных площадок.



Meta Platforms* (META) объявила о сокращении штата на 13% (11 тыс.). Это решение было анонсировано после шквала критики со стороны инвесторов, разочарованных квартальными результатами и прогнозами компании. В частности, неприятным сюрпризом для рынка стали планы менеджмента резко увеличить расходы при неопределенных перспективах роста выручки в следующем году. После публикации отчета за третий квартал акции соцсети упали с \$129,8 до \$88,1 (-32%), достигнув минимума с 2015 года, прежде чем нащупали поддержку и отскочили до \$114. Масштабное сокращение штата в этом году не повлечет за собой пересмотра планов в отношении расходов, которые должны составить \$85–87 млрд, но в 2023-м позволит сократить их. Средняя точка ориентира компании в отношении затрат на будущий год сдвинулась на \$1,5 млрд – с \$98,5 млрд до \$97 млрд. При этом до первого квартала следующего года новых сотрудников корпорация нанимать не будет, небольшое исключение сделано только для критически важных команд. Экономить планируется и на второстепенных издержках. Мы полагаем, что частично это отразится на маркетинговых бюджетах. Капитальные вложения также планируется совершать более взвешенно. Так, пересматриваются планы по расширению офисных площадей. Менеджмент рассчитывает, что CAPEX в 2023 году составят не \$36,5 млрд, а \$35,5 млрд (по средней точке гайденса).

Мы полагаем, что потенциально анонсированные инициативы позволят увеличить свободный денежный поток компании примерно на \$2–3 млрд в годовом выражении. Масштабы оптимизации персонала оказались несколько больше, чем ожидали инвесторы после выхода посвященной этой теме статьи в WSJ. Марк Цукерберг в письме сотрудникам взял всю ответственность за эти действия на себя и извинился, признав, что чрезмерно оптимистично оценивал перспективы роста выручки, поэтому и планировал интенсивное увеличение расходов и инвестиций. Глава компании

также отметил, что стремится повысить эффективность и оптимизировать работу как основного подразделения Family of Apps, так и сегмента Reality Labs, который занимается развитием VR/AR-технологий и идеи метавселенной. Акцентировав внимание на стремлении к эффективности, миллиардер начал восстанавливать доверие разочарованных инвесторов. Мы по-прежнему позитивно оцениваем перспективы акций компании, наша целевая цена по ним – \$150.



В октябре для Walt Disney (DIS) начался 2023 финансовый год (ФГ), в котором компания отметит свое столетие. Стартовал юбилейный год на минорной ноте из-за неожиданно слабого прогноза менеджмента: акции Disney отреагировали на эти новости падением сразу на 13% всего за один торговый день. В последующие дни часть потерь удалось компенсировать за счет общей позитивной динамики рынка.

За прошедший квартал выручка Disney выросла на 9% г/г, до \$20,15 млрд, но это оказалось заметно ниже и общерыночного консенсуса, и наших ожиданий, предполагавших рост почти на 15% г/г. Скорректированная EPS упала на 19% г/г, до \$0,30, тогда как инвесторы закладывали в прогнозы показатель на уровне \$0,56.

Операционная прибыль сегмента парков развлечений и брендовых потребительских товаров росла на 19% медленнее, чем предполагали общерыночные ожидания, и составила \$1,51 млрд, притом что выручка в соответствии с ожиданиями увеличилась на 36% г/г, а менеджмент отметил высокий спрос. Этот результат, очевидно, вызван необходимостью увеличения затрат в условиях высокой инфляции. Вклад данного направления бизнеса Disney в его скорректированную операционную прибыль составил 95%.

Сегмент Direct-to-Consumer, в который входят стриминг-сервисы Disney+, ESPN+ и Hulu, продолжающий демонстрировать очень активное расширение аудитории, сталкивается с давлением на ARPU (средняя выручка на одного пользователя). Кроме того, увеличиваются расходы на создание контента. Под давлением этих факторов выручку стримингового направления удалось увеличить лишь на 8% г/г, хотя ожидался рост на 17–18%. Операционный убыток сегмента удвоился, достигнув \$1,47 млрд, что на 35% превысило консенсус. Развитие и экспансия стриминг-сервисов компании по-прежнему требуют существенных затрат из-за сильной конкуренции с Netflix, HBO Max, Apple TV+ и др. Количество подписчиков главного стриминг-сервиса компании Disney+ выросло на 12,1 млн, до 164,2 млн, в основном благодаря активному расширению аудитории за пределами США, в которых зрительская база увеличилась на скромные 1,9 млн. Результаты спортивного стриминг-сервиса ESPN+ также оказались достаточно уверенными: количество под-



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

писчиков выросло с 22,3 млн до 24,3 млн. Если учесть динамику этого показателя у сервисов Hulu и ESPN+, то совокупное число подписок составило 235,7 млн, что оказалось выше консенсус-прогноза на уровне 230,6 млн.

Disney зафиксировал сокращение доходов от телевизионного бизнеса (кабельное ТВ, реклама), что привело к снижению выручки сегмента Linear Networks на 5% г/г при прогнозе 1% г/г. Долгосрочная тенденция к переходу зрителей с традиционного ТВ на стриминг продолжает уменьшать привлекательность телевидения для рекламодателей, которым к тому же приходится урезать маркетинговые бюджеты в условиях макроэкономической неопределенности.

Главным разочарованием для инвестсообщества стали комментарии менеджмента Disney, из которых следует, что в следующем финансовом году выручка и операционная прибыль компании увеличатся менее чем на 10%. Это намного ниже ожиданий инвесторов и аналитиков. Корпорация планирует нарастить капитальные вложения с \$5 млрд до \$6,7 млрд, или на 34%. Кроме того, судя по намекам руководства Disney, затраты на контент будут повышены с \$30 млрд до \$31–33 млрд. На фоне всех перечисленных негативных аспектов отчета мы скорректировали целевую цену по акциям Disney с \$144 до \$105 и пересмотрели прогноз по ним с позитивного на нейтральный. Если ранее мы считали, что скорректированная EPS в 2024 ФГ может составить \$6,55, а акции будут торговаться с форвардным P/E около 22x, то теперь наши предположения гораздо более консервативны. Согласно пересмотренным ориентирам, EPS должна составить \$5, а мультипликатор P/E NTM через год может колебаться около 21x. Впрочем, эта оценка продолжит отражать премию к широкому рынку благодаря более высоким ожидаемым долгосрочным темпам роста EPS по мере выхода стриминг-направления в прибыль.

Акции Disney остаются интересной инвестиционной идеей на долгосрочную перспективу. В случае дальнейшего падения их котировок может появиться привлекательная точка для покупки, но пока мы видим слишком много рисков, поэтому занимаем выжидательную позицию.

ASML

ASML 11 ноября провела день инвестора, на котором представила обновленный долгосрочный прогноз по рынку и своим ключевым метрикам. Тогда же был анонсирован старт новой программы обратного выкупа акций на 12 млрд евро (около 5% капитализации компании) до конца 2025 года, пришедшей на смену досрочно реализованному buy back на 2021–2023 годы в объеме 9 млрд евро.

ASML пересмотрела прогноз по выручке на 2025 год до 30–40 млрд евро при консенсусе FactSet на уровне 32,5 млрд евро. Ориентир в отношении валовой маржи оставлен без изменений – в пределах 54–56%. Также компания ожидает, что к 2030 году ее выручка может достигнуть 44–60 млрд евро при валовой марже 56–60%. Рост этих показателей будет обеспечен за счет дополнительных CAPEX в объеме 0,5 млрд евро ежегодно (+0,2 млрд евро D&A в год) в ближайшие пять лет.

Представленные компанией прогнозы и расчеты придали участникам рынка уверенности в среднесрочных и долгосрочных перспективах не только самой ASML, но и полупроводниковой индустрии в целом. ASML исторически дает достаточно консервативные прогнозы и в большинстве случаев превосходит их. Важным фактором уверенности в будущем является активный приток денег в развитие полупроводниковой отрасли во многих странах благодаря национальным программам, направленным на развитие независимого производства чипов (CHIPS Act, FABS ACT и другие). Также реалистичность достижения заявленных целей поддерживают масштабные программы капитальных затрат на ближайшие годы, принятые такими производителями микрочипов, как Intel, TSMC и Samsung.

Мы оцениваем новые прогнозы ASML положительно, но сохраняем опасения относительно макроэкономических рисков, которые оказывает давление на кратко- и среднесрочные оценки компаний сектора. Также фактором неопределенности выступают финансовые результаты 2023 года, ожидания в отношении которых после квартального отчета остались неоднозначными. Представленный менеджментом прогноз по выручке на 2025 год значительно превосходит наш первоначальный ориентир на уровне 30 млрд евро при валовой рентабельности на уровне 54%. Мы рассчитываем, что монопольные позиции компании в сегменте EUV-систем и прочего оборудования позволят снизить негативный эффект текущей фазы цикла и достичь поставленных целей по рентабельности и продажам в среднесрочной перспективе. Этому будут способствовать масштабные госпрограммы и агрессивные планы крупнейших игроков полупроводниковой индустрии (Intel, TSMC, Samsung) на повышение CAPEX в перспективе нескольких лет.

С учетом глобальных краткосрочных рисков сегмента в нашей оценке мы исходим из значений мультипликатора P/E NTM на уровне 27,5x. При осуществлении прогнозов менеджмента и полной реализации заявленной программы обратного выкупа мы видим целевую цену акций ASML на горизонте 12 месяцев на уровне \$510. Рекомендация – «держаться».



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
DAL	DELTA AIR LINES, INC.	Авиалинии	22 243	2022-11-15	35	42	2023-11-15	21%	Покупать
PG	PROCTER & GAMBLE COMPANY	Бытовые товары	334 080	2022-10-28	141	165	2023-10-28	17%	Покупать
LI	LI AUTO	Автомобилестроение	15 840	2022-10-14	18	33	2023-10-14	84%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	2 245	2022-10-03	8	14,2	2023-10-03	68%	Покупать
MDLZ	MONDELEZ INTERNATIONAL, INC.	Производство продуктов питания	87 536	2022-09-19	64	72	2023-09-19	12%	Покупать
CME	CME GROUP INC.	Рынки капитала	62 556	2022-09-05	174	219	2023-09-05	26%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	17 151	2022-08-23	77	93	2023-08-23	21%	Покупать
X	UNITED STATES STEEL CORP.	Металлы и горнодобывающая промышленность	5 667	2022-07-12	24	29	2023-07-12	20%	Покупать
LUV	SOUTHWEST AIRLINES CO.	Авиалинии	22 414	2022-06-26	38	51	2023-06-26	35%	Покупать
QRVO	QORVO INC.	Производство полупроводников	9 572	2022-08-10	94	134	2023-08-10	42%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	16 993	2022-05-27	74	122	2023-05-27	66%	Покупать
CRM	SALESFORCE INC.	Производство программного обеспечения	158 660	2022-08-26	159	226	2023-08-26	42%	Покупать
MA	MASTERCARD INC.	Услуги в сфере информационных технологий	323 692	2022-07-28	339	384	2023-07-28	13%	Покупать
ADBE	ADOBE INC	Программное обеспечение	158 238	2022-09-16	340	448	2023-09-16	31%	Покупать
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	45 476	2022-09-15	175	239	2023-09-15	37%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	145 610	2022-11-15	94	120	2023-11-15	28%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	371 376	2022-08-01	73	104	2023-08-01	43%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	28 749	2022-01-27	34	46	2023-01-27	37%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	6 323	2022-08-04	30	45	2023-08-04	52%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	13 680	2022-08-26	84	124	2023-08-26	47%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	171 878	2022-11-09	94	105	2023-11-09	11%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	45 106	2022-10-08	244	292	2023-10-08	19%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	3 720	2022-05-31	11	18	2023-05-31	60%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	16 762	2022-08-09	100	170	2023-08-09	70%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	14 239	2022-10-02	104	115	2023-10-02	10%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	8 751	2022-05-31	16	40	2023-05-31	143%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	18 212	2022-07-22	11	17	2023-07-22	51%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	3 661	2022-05-31	10	13	2023-05-31	30%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	135 417	2022-08-05	121	191	2023-08-05	58%	Покупать

Инвестиционный
обзор №259
17 ноября 2022
ffin.global



Инвестиционная идея

Delta Air Lines. К взлету готова!

Ввиду уверенного восстановления авиаотрасли и нормализации форвардных мультипликаторов бумаги DAL интересны для покупок с таргетом \$42

Тикер	DAL
Цена акций на момент анализа	\$34,69
Целевая цена акций	\$42,00
Потенциал роста	21,07%

Американская Delta Air Lines, Inc. (DAL) осуществляет регулярные авиаперевозки пассажиров и грузов в США и за рубежом. Кроме того, она предоставляет услуги техобслуживания, инженерной поддержки и ремонта самолетов, а также сервис фрахта воздушных судов. Согласно данным BTS, доля DAL на американском рынке внутренних авиаперевозок составляет 17%.

Инвестиционные тезисы:

- Сезон отчетности показал, что авиакомпания чувствуют себя уверенно на фоне растущего спроса, особенно это касается международных направлений. Авиатрафик активно восстанавливается после обвального падения в 2020 году, при этом некоторые компании даже смогли нарастить перевозки относительно показателей 2019-го. Трафик DAL пока отстает на 18% от результата третьего квартала 2019 года, однако компания сумела увеличить квартальную выручку в денежном выражении (+9,8% за три года) за счет существенного роста цен на билеты. Во многом это связано с тем, что на международные рейсы в перевозках компании приходится всего лишь около 30%. Согласно данным Hopper Price Tracker, стоимость международных перелетов продолжает расти по мере снятия ограничений в различных странах, при этом цена внутренних перевозок консолидируется на уровне 2018 года, когда она была выше, чем в 2019-м. Как следствие, компания способна продолжать повышать операционные результаты за счет включения в

расписание дополнительных рейсов по мере восстановления спроса. 14 декабря эмитент планирует провести презентацию для инвесторов, где менеджмент поделится своими прогнозами на 2023 финансовый год. Возможно, даже будет представлен позитивный гайденс.

- Согласно данным Statista, лоукостеры постепенно отбирают долю рынка у перевозчиков, предлагающих премиум-тарифы. В итоге конкуренция в сегменте постепенно слабеет, что выгодно Delta, которая, наоборот, в последние несколько лет увеличивала долю премиальных мест в операциях, что стало основным драйвером роста выручки эмитента. Однако, по данным FT, все больше компаний добавляют в рейсы гибридные места (premium economy) ввиду наличия спроса на такие решения, а также того факта, что они генерируют больше выручки, чем обычный эконом-сегмент. Рентабельность бизнеса в таком случае повышается. Из этого можно сделать вывод, что, несмотря на резкое увеличение стоимости перелета, пассажиры все равно готовы платить за комфорт на борту, а Delta является одним из лидеров сегмента в предложении гибридных сервисов.
- Компания владеет собственным НПЗ. В отличие от ближайших конкурентов UAL и AAL, которые не хеджируют топливные риски, DAL менее подвержена давлению в связи с турбулентностью на рынке углеводородов, поскольку излишки топлива она продает третьей стороне. Это способствует улучшению рентабельности,

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



Инвестиционный
обзор №259
17 ноября 2022

ffin.global

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
DAL	(2,1%)	8,2%	22,9%	4,4%	(18,4%)
S&P 500	(0,9%)	5,9%	11,3%	(5,1%)	(14,1%)
Russell 2000	(1,1%)	4,6%	11,2%	(4,7%)	(21,9%)
DJ Industrial Average	(0,6%)	4,1%	15,4%	1,2%	(6,1%)
NASDAQ Composite Index	(1,1%)	8,1%	8,6%	(11,4%)	(27,9%)



Динамика котировок DAL



Инвестиционная идея

поскольку топливо является одной из основных статей прямых расходов авиакомпаний.

- Эмитент активно инвестирует в перспективные решения для бизнеса. В марте текущего года Delta подписала соглашение с производителем экологически чистого топлива (SAF) Gevo, что, в свою очередь, может привлечь ESG-инвесторов. В рамках этого договора компания рассчитывает получать примерно 75 млн галлонов SAF ежегодно в течение семи лет начиная с 2026 года. Также эмитент активно инвестирует в технологию летающего такси, чтобы в будущем осуществлять доставку пассажиров до и от аэро-

портов быстрее и удобнее, что может обеспечить преимущество при выборе потребителями авиалиний для деловых поездок.

- Сейчас форвардные мультипликаторы P/S и P/E вернулись к нормальным диапазоном уровням и выглядят привлекательно с учетом устойчивого потребительского спроса на авиаперевозки. Прогнозные P/S и P/E на год вперед составляют 0,45x и 7,8x соответственно против медиан за пять лет 0,76x и 8,4x.
- Наша целевая цена акции DAL с учетом оценки будущих денежных потоков составляет \$42. Рекомендация – «покупать».

Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global



Финансовые показатели, \$ млн	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	47 007	17 095	29 899	49 543	55 369	59 117	63 256	66 503
Операционные расходы	40 389	29 564	28 013	46 298	50 216	52 833	55 380	58 278
EBIT	6 634	-8 189	-2 528	3 188	5 114	6 243	7 833	8 179
Амортизация	2 581	2 312	1 998	2 080	2 452	2 532	2 605	2 652
EBITDA	9 215	-5 877	-530	5 268	7 567	8 775	10 438	10 831
Процентные выплаты (доходы)	63	-1 155	1 014	748	716	696	673	655
EBT	6 198	-15 587	398	1 339	3 828	4 938	6 508	6 838
Налоги	1 431	-3 202	118	422	894	1 153	1 519	1 597
Чистая прибыль	4 767	-12 385	280	917	2 935	3 785	4 988	5 242
Dilluted EPS	\$7,30	-\$19,47	\$0,44	\$1,43	\$4,74	\$6,32	\$8,64	\$9,42
DPS	\$1,50	\$0,41	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-



Анализ коэффициентов	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	10%	21%	47%	39%	36%	27%
ROA	0%	1%	4%	5%	6%	6%
ROCE	-4%	6%	9%	11%	13%	12%
Выручка/Активы	0,37x	0,66x	0,70x	0,71x	0,72x	0,71x
Кэф. покрытия процентов	-1,98x	3,12x	5,01x	6,12x	7,67x	8,01x

Маржинальность, в %	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Валовая маржа	14%	-73%	6%	7%	9%	11%	12%	12%
Маржа по EBITDA	20%	-34%	-2%	11%	14%	15%	17%	16%
Маржа по чистой прибыли	10%	-72%	1%	2%	5%	6%	8%	8%

Опционная идея

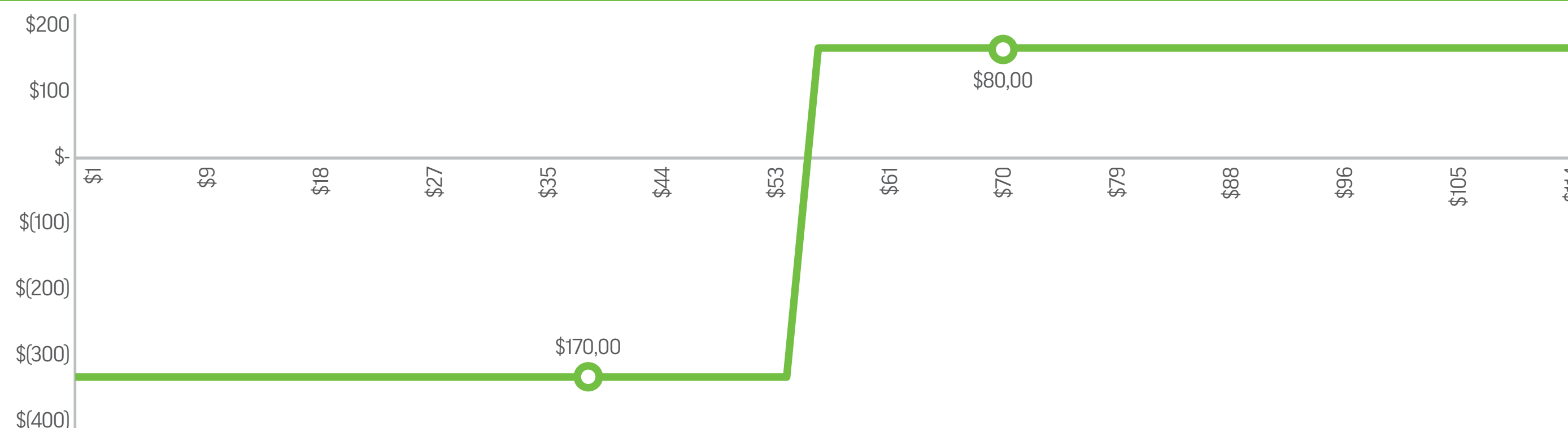
BULL PUT SPREAD ON LITE



Инвестиционный тезис

Lumentum Holdings Inc (LITE) – производитель оптических и фотонных продуктов для ряда конечных рынков, включая сети передачи данных (Datacom) и телекоммуникации (Telecom), а также коммерческих лазеров для предприятий медико-биологической промышленности. Котировки эмитента сильно просели после публикации 8 ноября отчета за первый квартал 2023 финансового года, хотя прибыль и продажи компании оказались лучше консенсус-прогнозов. В частности, скорректированная EPS и выручка составили \$1,69 и \$506,8 млн против ожидавшихся \$1,56 и \$503,6 млн соответственно. Однако прибыль, рассчитанная по стандартам GAAP, оказалась отрицательной, при этом валовая маржа снизилась на 12%, в то время как операционная маржа сократилась на 23%, до незначительных 2,7%. Самым слабым моментом отчета стал прогноз руководства, который предполагает, что показатели маржи в следующем квартале будут примерно соответствовать текущим. Однако мы оцениваем коррекцию в бумагах LITE как чрезмерную и ожидаем, что к 16 декабря акции Lumentum будут торговаться выше \$57,5 за единицу.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on LITE
Страйки	Long PUT 55; Short PUT 57,5
Покупка	+LITE*CCG55
Продажа	+LITE*CCG57,5
Дата экспирации	16 декабря 2022 г.
Маржинальное обеспечение	\$250,00
Максимальная прибыль	\$80,0
Максимальный убыток	\$170,0
Ожидаемая прибыль	32%
Точка безубыточности	\$56,70

Управление позицией

Если цена базового актива на дату экспирации будет выше страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль \$80. Если цена актива составит \$55–57,5, убыток будет варьироваться. При этом придется продать эквивалентное количество лотов (100 акций) LITE для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$170. В позицию необходимо заходить до 30.11.2022 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии и соотношении 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
LITE	Покупать	PUT \$55	16.12.2022	1,550	\$80,00	-0,316	0,051	0,063	-0,034	39,58%	66,70%	48,04%	43,51%	43,93%
	Продавать	PUT \$57,5	16.12.2022	2,350		-0,455	0,063	0,070	-0,034	35,87%				

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global

Yassir

Приложение основанной в 2017 году компании Yassir позволяет более 8 млн пользователей из 45 городов Алжира, Канады, Франции, Марокко и Туниса получать различные услуги: вызов такси, доставку готовой еды и продуктов и т.д. За свою историю компания привлекла почти \$193 млн, включая \$150 млн в рамках последнего раунда финансирования во главе с Bond. В стартап также инвестируют Y Combinator, Stanford Alumni Ventures, DN Capital, Dorsal Capital, Quiet Capital. Полученные средства будут потрачены на расширение бизнеса и повышение узнаваемости бренда.



ConnexPay

Финтех-платформа ConnexPay обрабатывает платежи пользователей, параллельно снижая издержки и облегчая процесс совершения сделок благодаря прямому взаимодействию поставщиков с заказчиками. После основания в 2017 году компания вначале работала в туристическом секторе, а затем приложение стали использовать и другие корпоративные заказчики, включая интернет-магазины и службы доставки. За свою историю стартап привлек \$145 млн, в том числе \$110 млн, полученных в ходе последнего раунда финансирования, возглавленного FTV Capital. К другим крупным инвесторам компании относятся F-Prime Capital, VIP Capital, Tamiami Angel Funds, Marqeta. По оценке менеджмента, за последний год ConnexPay удвоила клиентскую базу, однако конкретных данных компания не предоставляет.



Human Immunology Biosciences

Основная цель основанного в 2021 году биотех-стартапа Human Immunology Biosciences (HI-Bio) – разработка терапии для пациентов с тяжелыми иммуноопосредованными заболеваниями. На данный момент существует лишь ограниченное количество целевых методов лечения ауто-иммунных, аллергических и воспалительных заболеваний (IMD), поэтому успехи HI-Bio могут обеспечить прорыв в данной отрасли. В ходе раунда финансирования серии A компания привлекла \$120 млн от MorphoSys, Monograph Capital, Jeito Capital, ARCH Venture Partners и других инвесторов.



Emalex Biosciences

Биотехнологический стартап Emalex Biosciences специализируется на разработке препаратов для лечения заболеваний центральной нервной системы. В данный момент специалисты компании фокусируются на исследовании синдрома Туретта и болезни Уиллиса-Экбома. За свою историю Emalex Biosciences привлекла \$300 млн, включая \$250 млн в ходе раунда серии D. Основные инвесторы Emalex Biosciences – Horizon Technology Finance, Bain Capital Life Sciences, Paragon Biosciences, Valor Equity Partners и Fidelity Management and Research Co. Привлеченные средства будут направлены на клинические исследования разрабатываемых препаратов. В случае успеха лекарство для лечения синдрома Туретта может быть коммерциализировано.



IPO Bounty Minerals

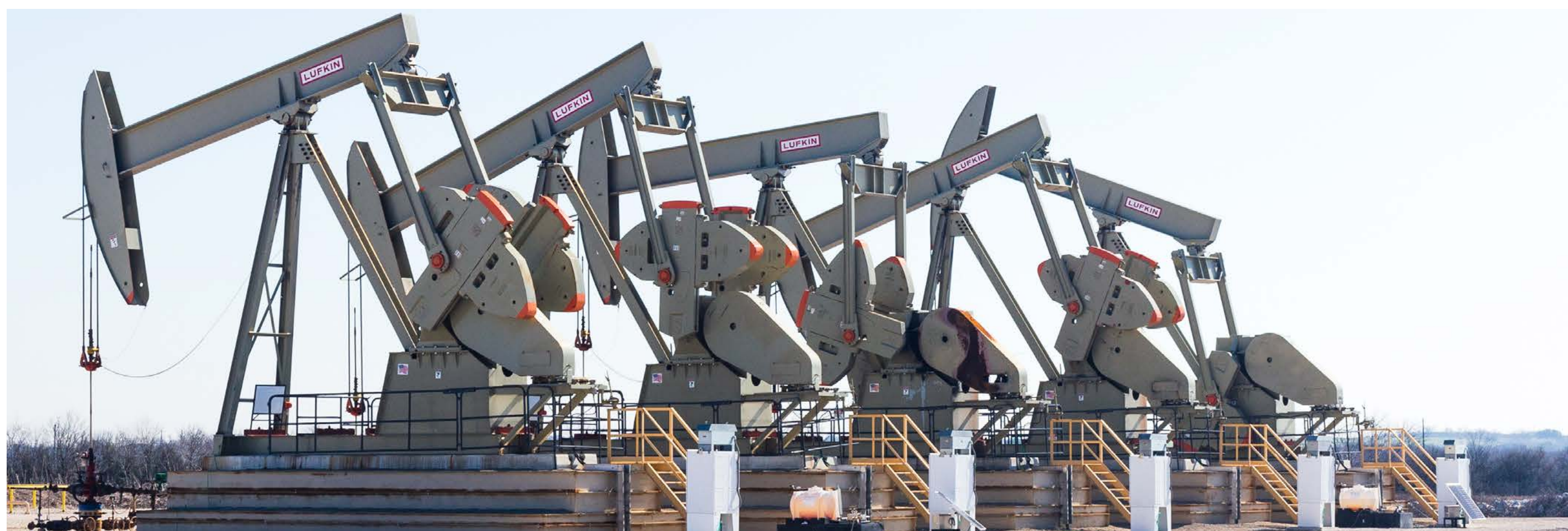
Новый способ достать прибыль из-под земли

9 ноября заявку на IPO подала Bounty Minerals, владеющая и управляющая долями в месторождениях полезных ископаемых в Аппалачском бассейне. Андеррайтерами размещения станут Raymond James, Stifel и Stephens

Чем интересна компания:

- **О компании.** Bounty Minerals специализируется на приобретении долей в месторождениях полезных ископаемых, главным образом сланцевого природного газа, в Аппалачском бассейне, а также на управлении этими долями с целью увеличения денежного потока в своем портфеле и распределения заработанных средств среди акционеров. Компания была основана в 2012 году. За прошедшие десять лет она провела более 1200 сделок, в результате которых приобрела приблизительно 65 тыс. акров на месторождениях в трех штатах и 30 округах США. Более 21 тыс. акров из общего числа компания сдает в аренду. По состоянию на 30 июня 2022 года 39% действующих буровых установок в Юго-Западных Аппалачах работали на принадлежащих Bounty Minerals участках.

- **Стратегия компании.** В отличие от традиционных представителей нефтегазовой отрасли, покупающих для бурения горизонтальных скважин крупные участки, прилегающие к месторождению, Bounty Minerals благодаря своей стратегии по приобретению долей участков имеет возможность получать в собственность небольшие площадки в наиболее экономически выгодных районах Юго-Западных Аппалачей. Чтобы стать владельцем доли в месторождении, Bounty Minerals делает первоначальные инвестиции, но не вкладывается в разработку участка и его дальнейшую эксплуатацию. Это позволяет компании защитить свои доходы от инфляции стоимости услуг и материалов.
- **Финансовые показатели.** Выручка Bounty Minerals за 2021 год увеличилась на 151%, а в первом полугодии 2022-го выросла уже на 135,4%. Маржа EBIT с 19,63% в 2019 году поднялась до 60,45% по итогам 2021-го.



Обзор перед IPO

Эмитент	Bounty Minerals
Тикер	BNTY
Биржа	NYSE
Объем к размещению	\$100 млн
Андеррайтеры	Raymond James, Stifel, Stephens Inc.



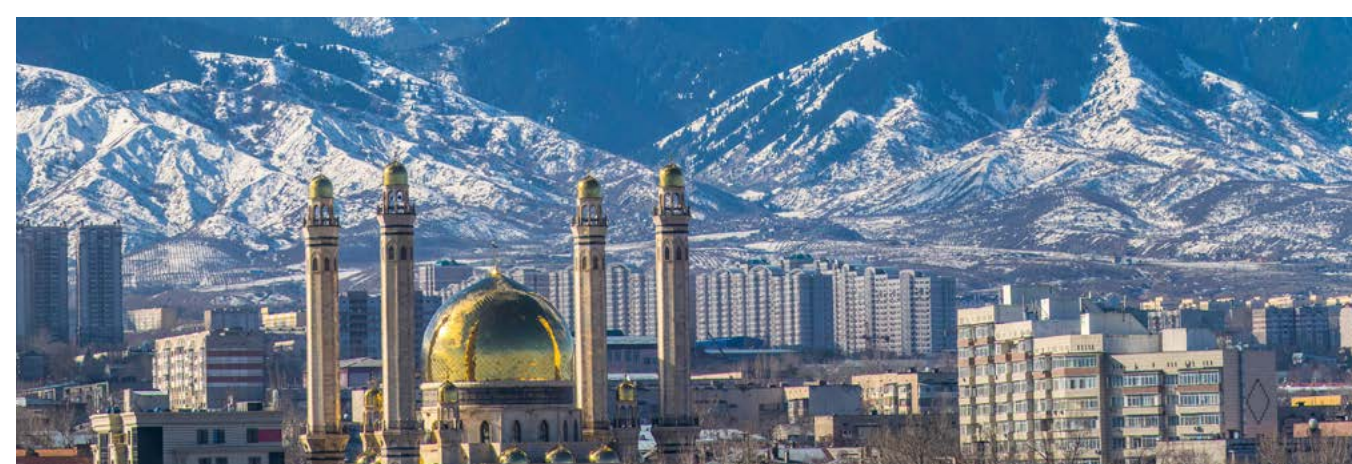
В ожидании IPO КазМунайГаза

В сравнении с динамикой на внешних площадках KASE остается «тихой гаванью», несмотря на небольшое усиление волатильности на фоне проходящего сезона отчетов и фиксации прибыли после получения дивидендов

В рассматриваемый период боковая динамика индекса KASE сменилась негативной. Основными драйверами снижения выступили распродажи в бумагах Халык Банка и Казахтелекома на фоне фиксации прибыли после дивидендных выплат. В то же время казахстанский рынок остается достаточно стабильным в сравнении с ведущими мировыми фондовыми площадками, где в последнее время внутрисуточные колебания индексов могут превышать 3%. Аутсайдером последних двух недель среди акций в составе индекса KASE стал Казахтелеком. Постдивидендная коррекция превзошла доходность, зафиксированную на момент объявления даты проведения ВОСА. В первый день снижения акции телекома привели к коррекции бенчмарка на заметные 1,8%. Затем были зафиксированы менее объемные, хотя и довольно ощутимые остаточные продажи. Мы считаем такое снижение котировок неоправданным ввиду уверенного роста выручки эмитента в первом полугодии. Размер дивидендных выплат составил 38,4 млрд тенге, что соответствует лишь примерно 15% накопленных денежных средств компании во втором квартале. Как следствие, дно для этой бумаги, на наш взгляд, уже довольно близко.

Негативную динамику также продемонстрировали акции Казтрансойла: котировки не смогли пробить вверх сопротивление нисходящей трендовой линии в октябре и ушли ниже шестилетних минимумов. После публикации результатов за третий квартал падение составило 6,4%. Прибыль компании в отчетном периоде

снизилась на 40%, что, вне всяких сомнений, окажет неблагоприятное влияние на дивиденды. Также наблюдается снижение свободного денежного потока. В то же время выпущенные показатели свидетельствуют, что компания имеет возможность значительно увеличить дивидендные выплаты по сравнению с 2021 годом. Так, совместные предприятия Мунайтас и Казахстанско-Китайский трубопровод перечислили эмитенту 7,6 млрд тенге дивидендов, что чуть меньше выплат Казтрансойла в 2022 году (10 млрд тенге). Лидерами рынка по результатам первых двух недель ноября оказались Kaspi и Казатомпром. Однако, несмотря на 11,7-процентный прирост, ГДР Казатомпрома продолжают движение в боковом тренде внутри закрывающегося треугольника, тестируя сопротивления на уровне 50- и 200-дневных скользящих средних. Драйверами роста для бумаг Kaspi выступили позитивные квартальные результаты. ГДР финтех-банка вышли вверх из восходящего канала, благодаря чему были обновлены максимумы с февраля текущего года.



Ожидания и стратегия

В конце второй декады ноября драйверами роста для рынка могут стать дивиденды Казахтелекома и Халык Банка, а также отставание котировок акций на KASE от ГДР на LSE. Тем не менее, как показывает динамика бумаг Казтрансойла и Kaspi.kz, движение котировок конкретных эмитентов будет во многом определяться их квартальными отчетами.



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	31.10.22	14.11.22	
Индекс KASE	3 132,87	3 061,22	-2,3%
Халык Банк (GDR)	26,40	29,50	11,7%
Казахтелеком (KASE)	65,50	71,80	9,6%
Халык Банк (KASE)	30 600,00	32 072,50	4,8%
Kaspi (KASE)	118,13	119,00	0,7%
Банк Центр Кредит (KASE)	10,10	10,16	0,6%
KEGOC (KASE)	1 535,00	1 528,95	-0,4%
Kcell (KASE)	1 580,01	1 570,00	-0,6%
Kaspi (GDR)	620,00	614,50	-0,9%
Казтрансойл (KASE)	13 163,00	12 962,97	-1,5%
Казатомпром (GDR)	684,97	601,00	-12,3%
Казатомпром (KASE)	31 379,96	26 443,97	-15,7%

- **Компания KEGOC представила финансовые результаты за третий квартал 2022 года.** Рост выручки был обеспечен за счет некоторого увеличения операционных показателей и сохранения прежних повышенных тарифов. Прибыльность компании немного снизилась относительно уровня прошлого года, при этом величина свободного денежного потока позволила эмитенту погасить значительную часть валютного долга с плавающей ставкой.
- **Появилась более детальная информация об IPO КазМунайГаза.** Планируется разместить на бирже 5% общего количества акций по цене 8406 тенге за бумагу. Прием заявок от инвесторов, стартовавший 9 ноября, завершится для организаций и частных лиц 30 ноября и 2 декабря соответственно. Дивидендные выплаты будут зафиксированы на уровне 200–250 млрд тенге. После размещения и начала торгов акции будут включены в индекс KASE.
- **Нефтедобыча на Кашаганском месторождении восстановлена в полном объеме.** Об этом заявил глава КазМунайГаза Магзум Мирзагалиев. Приостановка производства была обусловлена аварией на заводе.

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

Казахтелеком. Распродажа затянулась – время покупать

Постдивидендная коррекция акций Казахтелекома была неоправданно глубокой, что создает удачную точку для входа в длинные позиции

Причины для покупки:

- **Коррекция как возможность купить.** С пика 1 ноября акции Казахтелекома скорректировались уже на 22,4%, и это почти вдвое больше дивидендной доходности на момент объявления даты ВОСА 21 сентября. Мы считаем такую реакцию рынка чрезмерной, поскольку финансовое состояние компании не ухудшалось, а в предыдущих отчетах отразился стабильный рост доходов и свободного денежного потока. Кроме того, последние выплаченные дивиденды составляют лишь около 15% накопленных компанией денежных средств на момент окончания второго квартала этого года. Это свидетельствует о продолжающемся улучшении дивидендного профиля эмитента и позволяет предположить, что к следующему сезону акции Казахтелекома способны стать номером один среди дивидендных фишек. Спекулятивным фундаментальным моментом остается лишь открытый вопрос о продаже Kcell, однако пока не были анонсированы даже приблизительные даты сделки и ее цена, а также не названы кандидаты в покупатели. Техническая картина сигнализирует о наличии у акции Казахтелекома поддержки на уровне 25670 тенге, от которого может последовать отскок. При развитии неблагоприятного сценария восстановление котировок может начаться с отметки 24700 тенге.
- **Стабильные финансовые показатели.** Два последних квартальных отчета эмитента мы оцениваем как нейтральные. В январе-марте рост прибыльности и маржинальности замедлился, но уже в следующие три месяца Казахтелеком сумел нарастить выручку на 10,5% кв/кв и 10% г/г, доведя показатель до 157 млрд тенге. Лидером роста доходов стал сегмент услуг передачи данных (+12,5% кв/кв, +12,5% г/г). Уверенную позитивную динамику демонстрируют и продажи оборудования и мобильных устройств (+75% г/г.) В то же время прибыльность

телеком-оператора ввиду повышения операционных расходов, в том числе из-за роста себестоимости мобильных устройств на 65% г/г, а также увеличения затрат на персонал на 25% г/г, оказалась под давлением.

- **Продолжающийся рост свободного денежного потока (FCF).** Во втором квартале свободный денежный поток увеличился с прошлогодних 53,5 млрд тенге до внушительных 66,6 млрд, притом что по итогам января-марта было зафиксировано отрицательное значение показателя на отметке 6,9 млрд тенге. Столь уверенная позитивная динамика free cash flow во многом объясняется сокращением капитальных затрат с 19 млрд до 10 млрд тенге. На этом фоне, а также в связи с отказом от выплаты дивиденда за второй квартал чистый долг Казахтелекома со 138 млрд тенге в конце марта сократился до минимума со времени покупки Kcell в 2018 году на уровне 94 млрд тенге.



КАЗАКТЕЛЕКОМ

АО «Казахтелеком»

Тикер на KASE	KZTK
Цена на момент анализа	26 443 тг
Целевая цена	31 460 тг
Потенциал роста	19%

Динамика акций на KASE



Российский рынок

Уверенно вверх!

Драйвером роста котировок отечественных компаний выступают повышающиеся цены на сырьевые товары

За последние две недели Индекс МосБиржи поднялся на максимум с 20 сентября, при этом рост за месяц составил более 15%. Вопреки пессимистичным ожиданиям разворота вниз (к отметке 2100 пунктов) не произошло. Основным позитивным драйвером стало завершение частичной мобилизации. Инвесторы восприняли это как окончание полосы негативных новостей, оказывавших давление на рынок, и использовали просадку как повод для покупок. В итоге рублевому бенчмарку удалось отыграть более половины снижения.

Оптимизму инвесторов также способствует ситуация на сырьевых рынках. Нефть торгуется выше \$90 за баррель. Введение «потолка цен» в рамках последнего пакета санкций создает предпосылку для формирования шоков на нефтяном рынке, которые могут быть спровоцированы сокращением экспорта из России на фоне низких температур зимой. Добыча в США при этом растет довольно медленными темпами, запасы находятся на низком уровне. Реализация шокового сценария выгодна российским экс-

портерам, поскольку повышение нефтяных цен сможет компенсировать сокращение объемов. Схожая ситуация складывается на газовом рынке. Спотовая цена голубого топлива в Европе падала до \$1000 за 1 тыс. куб. м, что близко к уровню начала года, но при этом впятеро выше значений последних лет. Кроме того, с начала месяца значительно подорожали серебро, золото, платина, палладий, а также промышленные металлы (никель, алюминий, медь). Инвестсообщество не ожидает ралли на отечественном рынке до конца года, однако при отсутствии негативных новостей возможен рост на 10–15%. Наиболее вероятными лидерами повышения могут стать сырьевые и финансовые компании. После возобновления Сбербанком публикации своих метрик (хотя и с некоторыми ограничениями) инвесторы полагают, что к практике раскрытия операционных и финансовых показателей могут вернуться и другие компании, которые были ранее освобождены от этого. Если данные ожидания оправдаются, это приведет к повышению доверия инвесторов и росту капитализации.

Ожидаем

Мы полагаем, что динамика на российском фондовом рынке будет определяться новостным фоном и технической картиной. Не исключен рост Индекса МосБиржи в диапазон 2200–2400 пунктов. Лидерами повышения при этом могут стать акции сырьевых компаний и представителей финансовой отрасли. В бумагах потребительского сектора возможна разнонаправленная динамика. В аутсайдерах, вероятнее всего, окажутся акции энергетических компаний. Пара USD/RUB, по всей видимости, будет торговаться в диапазоне 60–62. Равновесие на валютном рынке было достигнуто на фоне стабилизации ситуации с ликвидностью. При отсутствии рисков прекращения биржевых торгов валютой можно ожидать боковой динамики рубля к доллару.

Наша стратегия

Рекомендуем открывать длинные спекулятивные позиции в бумагах первого эшелона, однако целесообразно фиксировать их в случае, если Индекс МосБиржи опустится ниже 2200 пунктов. Лучше рынка могут торговаться акции ГМК, Полюса, Роснефти, ЛУКОЙЛа, Яндекса и МосБиржи.

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



Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	31.10.22	14.11.22	
MOEX	2 166	2 244	3,60%
PTC	1 111	1 170	5,31%
Золото	1 637	1 770	8,12%
Brent	93,56	92,73	-0,89%
EUR/RUB	60,84	62,32	2,43%
USD/RUB	61,47	60,54	-1,50%
EUR/USD	0,9904	1,0331	4,31%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс Московской Биржи пробил вверх 2200 пунктов. Индекс РТС торгуется выше психологически значимых 1100 пунктов. Пара USD/RUB вернулась к отметке 60.



Детский мир станет непубличной компанией. Эмитент отмечает негативные изменения в цепочках поставок и потребительском поведении. Иностранные акционеры, на долю которых приходилась значительная часть бумаг в свободном обращении, потеряли возможность участвовать в управлении, получать дивиденд и свободно им распоряжаться. В связи с этим совет директоров Детского мира представил собранию акционеров план преобразования компании в непубличное общество и программу выкупа долевых бумаг по цене 71,5 руб. за единицу (на первом этапе). Весной текущего года акции эмитента впервые опустились ниже стоимости первичного размещения. На новости о делистинге капитализация компании падала ниже \$600 млн.



Роснефть распределит дивиденды. Компания объявила о созыве внеочередного собрания акционеров, на котором будет рассмотрен вопрос выплаты промежуточных дивидендов в размере 20,39 руб. на бумагу. Прибыль эмитента за первое полугодие составила 432 млрд руб., или свыше 40 руб. на акцию.



Русагро опубликовало результаты за январь-сентябрь. Выручка увеличилась на 16% г/г, до 182 млрд руб. EBITDA составила 35,3 млрд руб., что соответствует рентабельности 19% (на уровне прошлого года). Чистая прибыль уменьшилась до 1,3 млрд руб. против 34 млрд руб. годом ранее.

Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global





Акция	31.10.2022	14.11.2022	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	795,2	786,8	1,07%
НЛМК	106,98	103,08	3,78%
ММК	30,99	31,17	-0,58%
ГМК Норникель	15456	13758	12,34%
Распадская	235,2	240,2	-2,08%
Алроса	68,59	66,07	3,81%
Полюс	6682	6047	10,50%
Мечел, ао	102,3	99,57	2,74%
Мечел, ап	138,35	137,5	0,62%
ОК РУСАЛ	40,22	37,115	8,37%
Polymetal	333,8	297	12,39%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	139,8	126,72	10,32%
Сбербанк, ап	134,5	120,56	11,56%
ВТБ	0,017425	0,01684	3,47%
АФК Система	13,027	12,77	2,01%
МосБиржа	86,53	85,8	0,85%
Сафмар	462	455,8	1,36%
TCS, гдр	2789,5	2620	6,47%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	169,6	170,27	-0,39%
НОВАТЭК	1118	1104	1,27%
Роснефть	350,85	333,9	5,08%
Сургут, ао	22,075	21,71	1,68%
Сургут, ап	25,63	26,035	-1,56%
ЛУКОЙЛ	4658,5	4695,5	-0,79%
Башнефть, ао	940,5	922	2,01%
Башнефть, ап	706	662	6,65%
Газпром нефть	458,2	430,5	6,43%
Татнефть, ао	384,4	387,4	-0,77%
Татнефть, ап	369,9	366,5	0,93%

Акция	31.10.2022	14.11.2022	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	3,182	3,088	3,04%
РусГидро	0,785	0,7733	1,51%
ОГК-2	0,5341	0,5202	2,67%
Юнипро	1,435	1,406	2,06%
ТГК-1	0,00779	0,00801	-2,75%
Энел	0,4894	0,4948	-1,09%
Мосэнерго	1,786	1,783	0,17%
ФСК ЕЭС	0,08954	0,08734	2,52%
Россети, ао	0,59	0,5728	3,00%
Потребительский сектор			
Магнит	4974,5	5237	-5,01%
X5	1587	1595	-0,50%
Лента	751,5	759	-0,99%
Детский мир	64,36	74,8	-13,96%
М.видео	171,2	175,8	-2,62%
OZON, адр	1518,5	1338	13,49%
Fix Price	356	366,4	-2,84%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	234,55	225,8	3,88%
Ростелеком, ао	57,57	57,71	-0,24%
Ростелеком, ап	58,3	57,7	1,04%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	25,58	25,36	0,87%
НМТП	4,875	4,755	2,52%
ДВМП	39,81	37,46	6,27%
GLTR, гдр	282	290,85	-3,04%
Совкомфлот	38,82	38,49	0,86%

За последние две недели большинство акций в нашем аналитическом покрытии продемонстрировали положительную динамику. Исключением стал потребительский сектор, в котором оказалось много аутсайдеров. Бумаги Детского мира потеряли более 10% даже с учетом существенного отскока. При этом лидерами роста в рассматриваемый период стали акции Ozon.

Инвестиционная идея

X5 Group. Отличник российской торговли

Потенциал роста котировок X5 Group превышает 24%

X5 Group	
Тикер	FIVE
Цена на момент анализа	1565,00 ₺
Целевая цена акций	1950,00 ₺
Потенциал роста	24,60%
Стоп-аут	1 350,00 ₺
Капитализация, \$ млн	7 900

Динамика котировок. Максимум в рублевом выражении акции X5 достигали в третьем квартале 2020 года, когда вверх была пробита психологически значимая отметка 3000 руб. Однако затем восходящий тренд сменился нисходящим, и в июне текущего года котировки ретейлера опустились до минимума в районе 750 руб. А уже к концу октября бумаги розничной сети подорожали вдвое. В результате с начала года депозитарные расписки X5 потеряли всего 20% стоимости, тогда как многие другие бумаги сектора скорректировались значительно глубже. После прекращения оборота расписок X5 на Лондонской бирже торговая активность в них упала в 5–10 раз.

Операционные показатели за третий квартал. Количество магазинов сети достигло 20,2 тыс. (+2,3% кв/кв, +8,5% г/г). Из них 93% приходится на формат «у дома»: число Пятерочек с июля по сентябрь выросло на 307, до 18,9 тыс. Торговая площадь составила 8,76 млн кв. м (+1,3% кв/кв, +7,7% г/г). Наиболее активно расширялась сеть жестких дискаунтеров: количество магазинов Чижик превысило 300, их доля в общей торговой площади ретейлера составляет 1,1%.

Сопоставимые продажи, средний чек. Сопоставимые продажи по группе увеличились на 12,4% г/г. Трафик вырос на 3,9% г/г, средний чек – на 8,2%. В сегменте Пятерочка объем сопоставимых продаж повысился на 13,7% г/г, в том числе за счет роста трафика на 4,4%. В сегменте Перекресток трафик сократился на 0,3% г/г, а средний чек увеличился на 6,6%, до 615 руб. По группе X5 в целом размер среднего чека составил 445 руб.

Онлайн-сегмент. Число заказов в магазинах сети Перекресток Vprok приблизилось к 2 млн при среднем чеке в размере 4,7 тыс. руб. Объем заказов сервиса экспресс-доставки достиг 6 млн, а средний чек составил 1,6 тыс. руб. Общая выручка в сегменте за июль-сентябрь осталась на уровне второго квартала 14,7 млрд руб., а за 12 мес. достигла 64,5 млрд руб. Доля этого направления в совокупной выручке X5 составила 3%.

Финансовые результаты. Выручка ретейлера в июле-сентябре сохранила темп роста второго квартала, поднявшись на 19,5% г/г, до 647,4 млрд руб. Скоррек-

тированная EBITDA (IAS 17) составила 48 млрд руб., что соответствует рентабельности 7,4%. Хотя этот результат уменьшился на 2 п.п. к показателю за второй квартал, он остается в диапазоне многолетних значений. Чистая прибыль составила 13,8 млрд руб., чистая маржа – 2,1%. Свободный денежный поток оказался на уровне 53,8 млрд руб., объем капвложений составил 26 млрд руб.

Драйверы роста. Финансовые мультипликаторы ретейлера, рассчитанные на 2022 год, ниже среднерыночных значений, а их целевые уровни, напротив, в несколько раз превышают текущие. Существенных краткосрочных рисков снижения акционерной стоимости, на наш взгляд, не наблюдается. Долговая нагрузка X5 остается комфортной: ее значение менее 2,2х 12М EBITDA. В этих условиях компания сохраняет возможность увеличивать торговые площади на 4–5% в год, причем темп роста выручки в период высокой инфляции может достигать до 20% г/г, в том числе за счет увеличения объема интернет-продаж.



Инвестиционная идея

Финансовые показатели	2020	2021	2022П	2023П
Выручка, \$ млн	1 974 522	2 199 564	2 634 563	3 222 540
Изменение, %	14%	11%	20%	22%
EBITDA, \$ млн	145 137	161 024	197 426	243 966
EBITDA маржа, %	7,4%	7,3%	7,5%	7,6%
Чистая прибыль, \$ млн	28 344	42 738	69 685	124 021
Чистая маржа, %	1,4%	1,9%	2,6%	3,8%

	2020	2021	2022П	2023П
P/B	0,4	0,2	0,2	0,1
P/S	7,7	5,7	2,8	1,7
P/E	25,9	12,5	6,2	3,5
ROA	2,4%	3,5%	5,2%	7,9%
ROE	29,9%	48,8%	44,3%	49,4%

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
FIVE:RX	-1,9%	-4,0%	2,7%	16,7%	-34,9%
IMOEX	-1,0%	0,6%	13,9%	0,6%	-46,3%
RTS	-0,5%	1,7%	17,4%	1,8%	-34,2%



Под давлением внешних рисков

Прогнозируем позитивную динамику EqRe Blue в краткосрочном периоде и движение в нисходящем тренде в среднесрочной перспективе

На протяжении последних двух недель акции на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» консолидировались после бурного роста во второй половине прошлого месяца. Котировки компаний, входящих в состав индекса EqRe Blue, демонстрировали смешанную динамику, в результате чего бенчмарк за две недели скорректировался на 1,64%. Лидером роста в рассматриваемый период стал Кварц (+11,05%), в аутсайдерах оказался КМЗ (KUMZ), потерявший 23,24% рыночной капитализации. Позитивную динамику демонстрировали бумаги Узвторцветмета (+8,77%), Узпромстройбанка (+7,74%) и Кизилкумцемента (+3,88%). Котировки Ипотека-банка (IPTB), Узметкомбината (UZMK) и Хамкорбанка (НМКВ) потеряли 8,97%, 7,59% и 3,23% соответственно. Среди компаний второго эшелона наиболее значительное движение отмечалось в бумагах Средаэнергопроект (A005900; +48%) и Тошкентвино комбината (A028090; -21,43%). В последнем случае падение наблюдалось на незначительных торговых объемах.

Техническая картина, отражающая движение EqRe Blue, остается неизменной с момента релиза прошлого инвестиционного обзора: пробой уровня 1800 пунктов станет подтверждением формирования паттерна двойного дна. Динамика котировок широкого узбекистанского рынка во многом определяется влиянием внешних факторов. Так, данные инфляции в США за октябрь, отразившие снижение темпов роста цен, спровоцировали активность покупателей на фондовых площадках. Кроме того, ожидание смягчения монетарной политики ФРС на следующем заседании усилило аппетит инвесторов к риску, что привело в росту индексов. Мы полагаем, что в краткосрочном периоде на узбекистанской фондовой площадке будет наблюдаться позитивная динамика, но в среднесрочной перспективе более вероятно сохранение нисходящего тренда, поскольку риски глубокой глобальной рецессии на фоне повышения ставок мировыми регуляторами продолжают оказывать давление на котировки широкого рынка.



Тимур Норматов,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	28.10.22	11.11.2022	
EqRe Blue	1749,3	1720,59	-1,64%
KVTS	3095	3437	11,05%
QZSM	3350	3480	3,88%
SQBN	10,21	11	7,74%
URTS	19497	19000	-2,55%
UZMK	7900	7300	-7,59%
KSCM	265064	260000	-1,91%
НМКВ	93,00	90,00	-3,23%
IPTB	0,78	0,71	-8,97%
UVCМ	9100	9897,98	8,77%
KUMZ	925	710	-23,24%
A028090	41999,96	33000	-21,43%
A005900	5000	7399,99	48,00%



Текущие рекомендации по акциям

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

Макростатистика

- Девальвация **узбекского сума** по отношению к доллару составила 4,42% г/г, спред между депозитами в USD и UZS находится в пределах 15–19%. С 28 октября по 11 ноября сум в паре с долларом снизился на 0,24%.
- **Средняя ставка** по размещениям «коротких» гособлигаций за последние две недели оказалась равна 16,392% и 16,962% соответственно. Ставка овернайт на межбанковском рынке сохранялась на отметке 14,12% с 28 октября по 3 ноября, а затем скорректировалась до 14,00%. Государственный облигационный долг к середине ноября оценивался в \$4,951 млрд.
- Доходность **евробондов Узбекистана** с погашением в 2029 году составила 8,689% в первую из рассматриваемых недель и снизилась до 7,695% к середине месяца.
- **Инфляция** в октябре увеличилась на 1,2% м/м (+12,2% г/г).
- Узбекистан стал вторым по величине **покупателем золота** на международных рынках, приобретя в третьем квартале 2022 года почти 26 тонн металла.
- Финансовый регулятор прогнозирует, что рост ВВП РУ в 2023 году составит 4,5–5%, а в 2024-м и 2025-м – 5–6% и 6–6,5% соответственно.
- По итогам января-сентября отрицательное **внешнеторговое сальдо** Узбекистана (-\$10,9 млрд) было полностью покрыто первичными и вторичными доходами на балансе (+\$11,2 млрд).
- **АБР** предоставит \$150 млн для финансирования зеленой ипотеки в стране.
- Правительство компенсирует до 70% **транспортных расходов на экспорт текстиля** в Европу, Турцию, Египет и Марокко.

По отдельным компаниям

- **УзРТСБ (URTS)** представила неаудированные результаты за девять месяцев 2022 года. Выручка, чистая прибыль и капитал эмитента выросли на 38%, 57,8% и 26,5% в годовом исчислении.
- **Алмалыкский ГМК (AGMK)** подписал договор на привлечение кредита от немецкого банка Helaba в размере 67,3 млн евро сроком на 13 лет.
- **AGMK** также утвердил бизнес-план на 2022 год. Выручка и чистая прибыль эмитента могут составить 28 173,1 млрд (-8,5% г/г) и 5 820,2 млрд сумов (+8,6% г/г) соответственно.
- **ОТП Банк** принял решение возобновить сделку по слиянию и поглощению Ипотека-банка (ИРТВ).
- **Узбекнефтегаз (UZNG)** согласовал с MUFG Bank финансирование проектов на \$500 млн.
- **Coca-Cola İçecek** инвестирует \$160 млн в строительство и развитие трех заводов в Узбекистане.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционная идея

Кварц. Прозрачный бизнес – прочные перспективы

Акции Кварца интересны для среднесрочных инвестиций с таргетом 5910 сумов

Факторы инвестиционной привлекательности:

- **Существенное сокращение долговой нагрузки.** Последний год Кварц активно погашает долгосрочные и краткосрочные кредитные обязательства. В результате размер долга компании в сравнении с собственным капиталом упал с 1,7х до 0,8х, а доля задолженности в сопоставлении с объемом активов сократилась с 58% до 41%. При этом компании на сегодня достаточно 1,3 EBITDA для выплаты по обязательствам, тогда как годом ранее это значение равнялось 7 EBITDA. За январь-сентябрь текущего года Кварц погасил краткосрочные кредиты и займы более чем на 180 млрд сумов, в третьем квартале на эти цели было направлено 50 млрд сумов. Объем долгосрочной задолженности уменьшился с 526 млрд сумов на конец третьего квартала 2021 года до 317 млрд за тот же период 2022-го. WACC эмитента увеличивается, так как привлечение долгового финансирования значительно менее рискованно, чем привлечение акционерного капитала. В то же время уменьшение

долга создает для компании возможность стабильно выплачивать дивиденды в будущем. Рекордная чистая прибыль (TTM) в объеме 102,1 млрд сумов сулит крупный дивиденд по итогам 2022 года.

- **Высокая рентабельность бизнеса.** Рентабельность активов и капитала значительно увеличились после ввода в эксплуатацию второй производственной линии в текущем году. Рентабельность активов практически удвоилась, поднявшись с 5,8% за июль-сентябрь 2021 года до 10,6% за те же три месяца 2022-го. Рентабельность капитала в сопоставлении год к году за третий квартал текущего года увеличилась более чем в 1,5 раза.
- **Рост строительного рынка.** Строительный рынок Узбекистана стабильно растет на протяжении ряда лет. В третьем квартале общий объем строительных работ в денежном выражении увеличился с примерно 28 трлн сумов за тот же период

Искандар Шералиев,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционный обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global

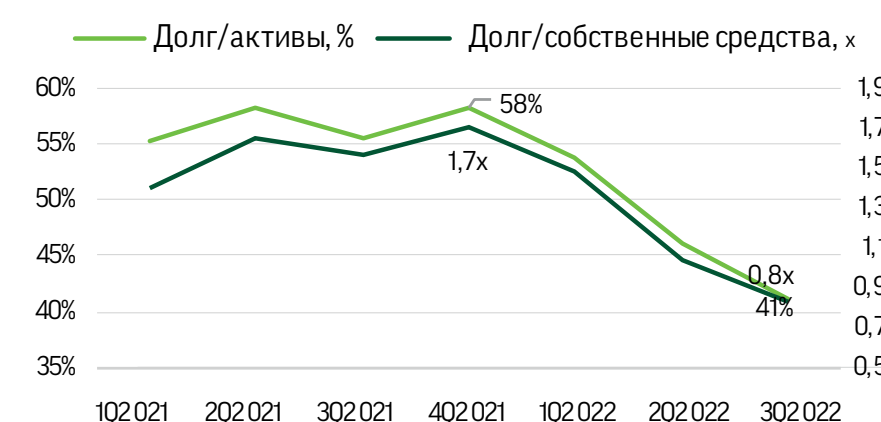


АО «Кварц»

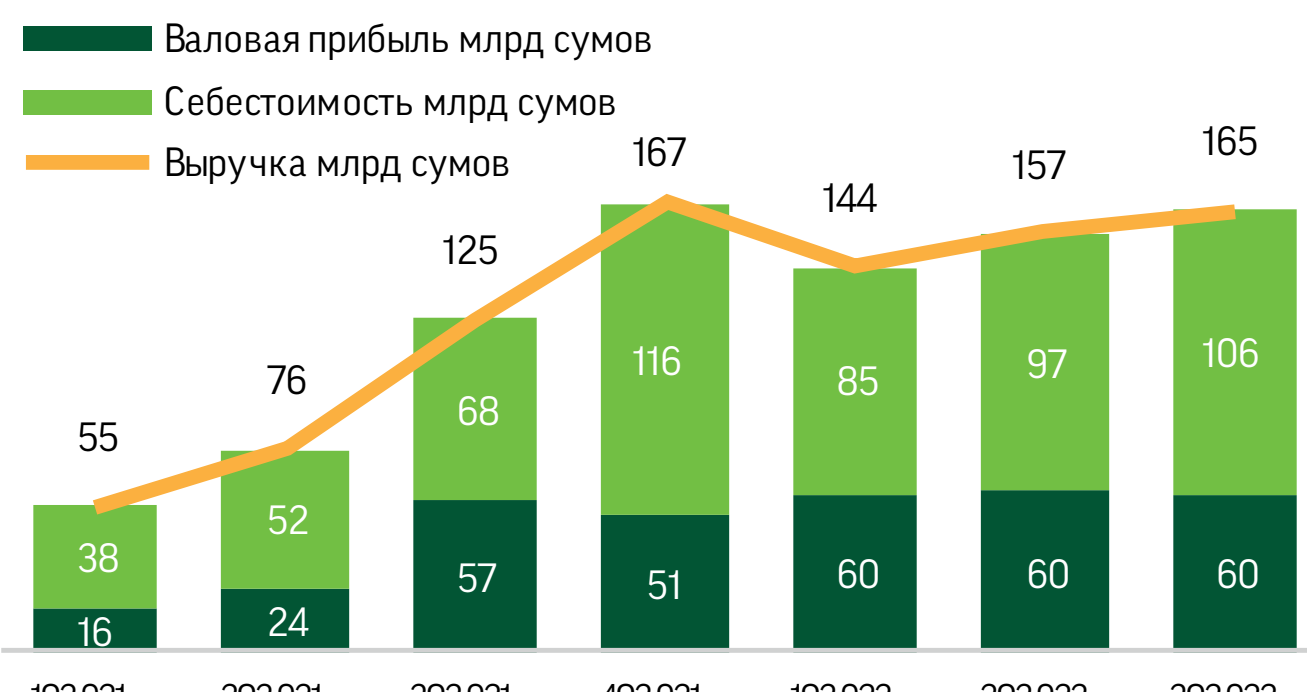
Тикер на UZSE	KVTS
Цена на момент анализа	3 300 UZS
Целевая цена	5 910 UZS



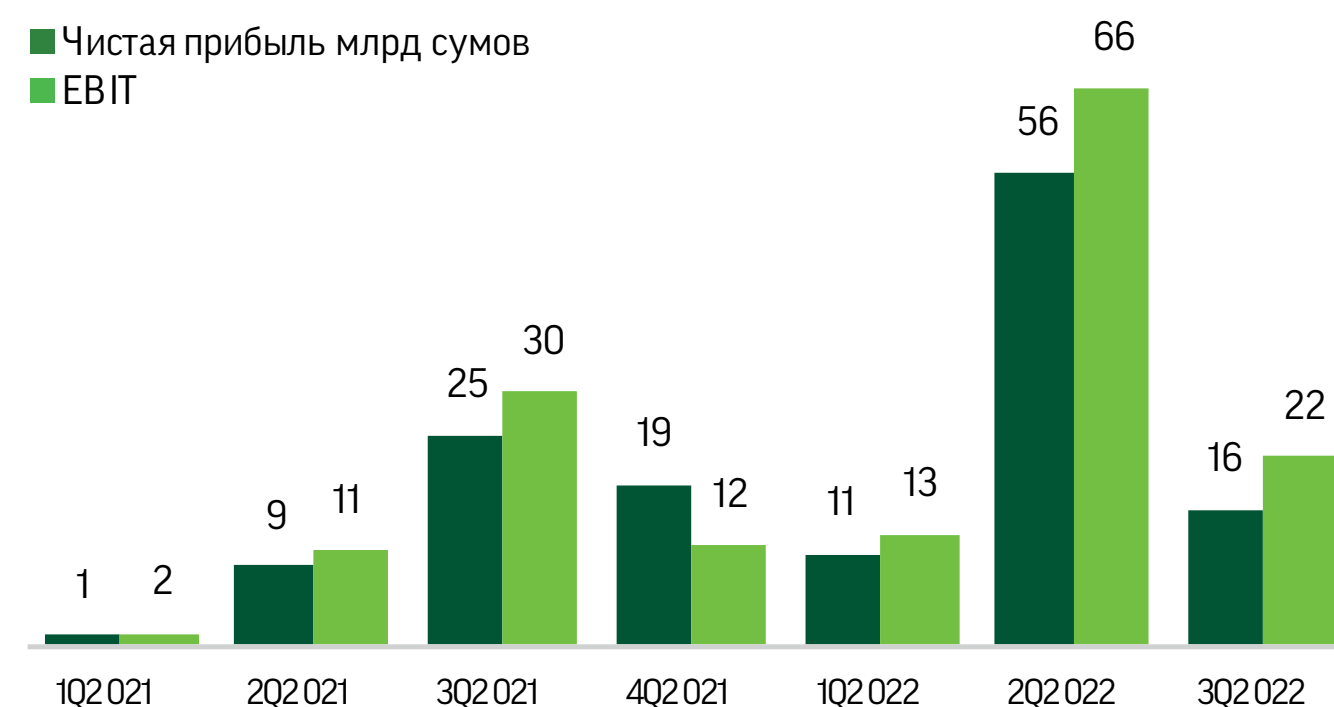
Динамика акций KVTS на UZSE, 1 год



Финансовые показатели



Финансовые показатели

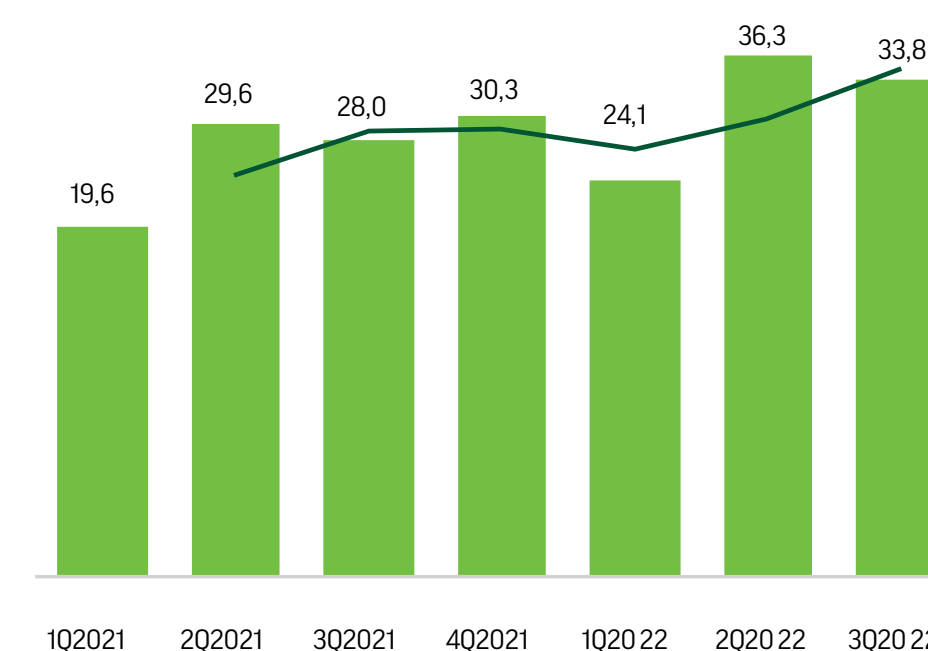


годом ранее до 33,8 трлн. Индустрия девелопмента циклична и подвержена сезонным факторам, а четвертый квартал исторически лидирует по объему строительных работ. Это дает основание рассчитывать на дополнительное увеличение выручки Кварца в связи с ростом объема реализованной продукции.

В качестве риска для эмитента стоит отметить последовательное снижение маржинальности. За третий квартал текущего года валовая маржа Кварца снизилась с прошлогодних 46% до 36%, маржа EBIT сократилась с 32% до 2%, NOPLAT упала с 28% до -2%, а чистая рентабельность уменьшилась вдвое и составила 10%. Приходится констатировать, что маржа чистой прибыли показывает меньший спад, чем EBIT-маржа, главным

образом благодаря доходам от курсовых разниц, поэтому ее динамику нельзя считать релевантным индикатором эффективности менеджмента.

- **Наши прогнозы.** Рассчитываем на высокий темп роста выручки компании в связи с увеличением объемов производства в 1,5 раза по окончании ремонтных работ. Доходы Кварца во многом зависят от высоковолатильных цен на стекольную продукцию, однако даже при исторически низкой стоимости стекла выручка компании может превышать 400 млрд сумов, если ее производственные мощности задействованы полностью. Считаем акции Кварца интересной идеей на среднесрочную перспективу. Целевая цена, рассчитанная по модели DCF, составляет 5910 сумов за бумагу.

Размер строительного рынка (трлн UZS)


Млрд UZS							
Отчет о прибыли	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022
Выручка	55	76,2	124,7	167,4	144,4	156,5	165,4
Себестоимость	-38,5	-51,9	-67,9	-116,2	-84,7	-96,7	-105,7
Валовая прибыль	16,5	24,3	56,7	51,2	59,7	59,8	59,7
Расходы по реализации	-2,5	-2,7	-4,1	-9	-6,4	-5,9	-6,2
Административные расходы	-3,7	-4,9	-4,4	-1,9	-6	-5,1	-5,2
Прочие опер. расходы	-4,4	-6,9	-8,1	-19,4	-9,5	-24,6	-45,9
Прочие опер. доходы	0,5	1	-0,1	63,5	3	-1,3	0,4
EBIT	6,4	10,8	40	84,4	40,9	22,9	2,8
Фин. доходы	29,6	42,1	7,5	16,6	8,4	55,8	27
Фин. расходы	-34,3	-41,7	-17,6	-89,1	-36,1	-13	-7,5
Доналоговая прибыль	1,6	11,2	29,9	11,9	13,2	65,7	22,2
Налог на сверхприбыль	-0,4	-1,8	-5	7,2	-2,2	-10	-6,1
Чистая прибыль	1,2	9,4	24,9	19,2	11	55,7	16,2

Балансовый отчет	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022
Запасы	123	145	147	142	140	137	117
Дебиторская задолженность	572	664	675	38	39	41	35
Денежные средства	3	2	1	1	0	1	1
Текущие активы	704	817	830	188	194	185	158
Основные средства	54	69	67	771	734	699	662
Прочие долгосрочные активы	157	173	179	27	30	28	28
Сумма активов	915	1 059	1 076	986	958	911	848
Кредиторская задолженность	64	67	97	75	96	88	79
Кредиты и займы	47	88	72	213	139	83	32
Текущие обязательства	111	155	169	287	234	171	111
Долгосрочная кредиторская задолженность							
Долгосрочные банковские кредиты	459	529	526	361	376	337	317
Долгосрочные обязательства	459	529	526	361	376	337	317
Собственный капитал	363	375	381	337	348	403	419
Обязательства и капитал	933	1 059	1 076	986	958	911	848

Инвестиционная идея

Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

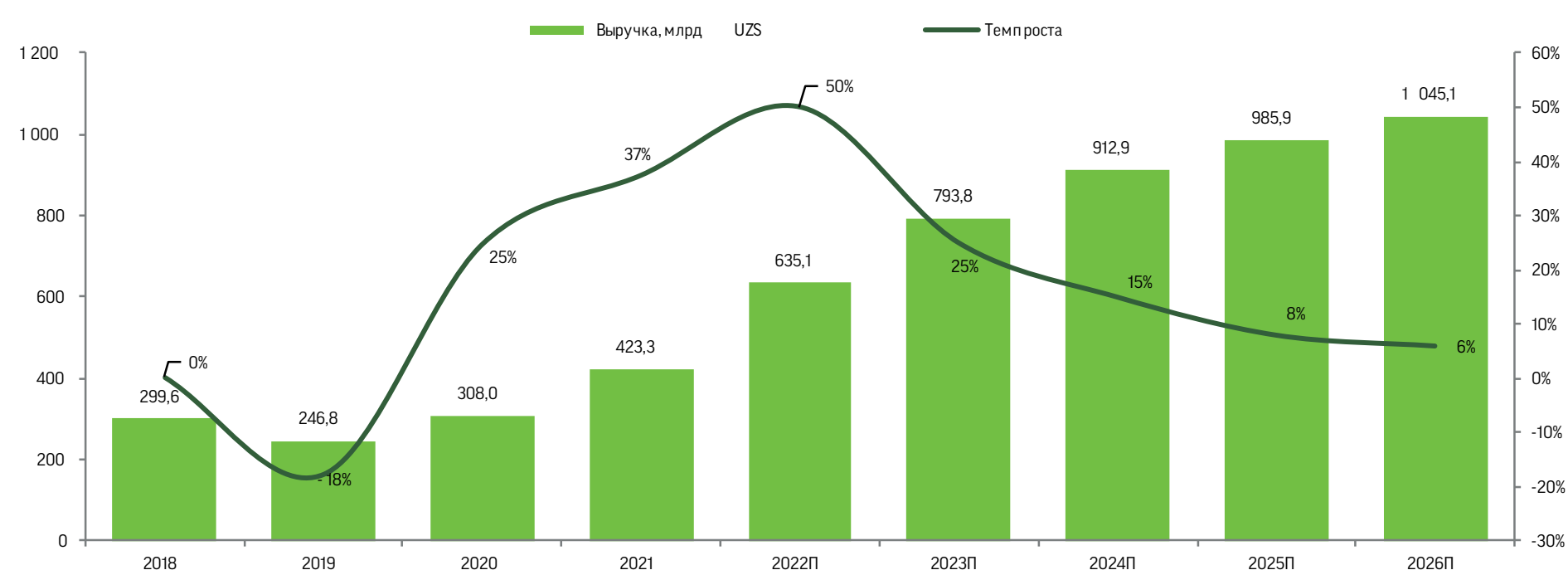
ffin.global

Рост и маржа (%)	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022
Темпы роста выручки	23%	2%	28%	84%	163%	105%	33%
Темпы роста EBIT	131%	-1%	68%	-57%	701%	485%	-26%
Валовая маржа	30%	32%	46%	31%	41%	38%	36%
EBIT маржа	12%	14%	32%	50%	28%	15%	2%
NOPLAT маржа	11%	12%	28%	55%	27%	8%	-2%
Маржа чистой прибыли	2%	12%	20%	11%	8%	36%	10%
EBITDA маржа	16%	18%	35%	82%	54%	38%	24%
Финансовая прибыль, % от выручки	-9%	1%	-8%	-43%	-19%	27%	12%
ROE, TTM	14%	13%	16%	16%	18%	28%	25%
ROA, TTM	7%	5%	6%	6%	7%	11,20%	10,60%

Ликвидность и структура капитала	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022
Текущая ликвидность, x	6,3x	5,3x	4,9x	0,7x	0,8x	1,1x	1,4x
Долг/общая капитализация, x	1,6x	1,5x	1,5x	1,4x	1,4x	1,3x	1,2x
Долг/активы, %	55%	58%	56%	58%	54%	46%	41%
Долг/собственные средства, x	1,4x	1,6x	1,6x	1,7x	1,5x	1,0x	0,8x
Долг/IC, %	58%	62%	61%	63%	60%	51%	45%
Собственные средства/активы, %	40%	35%	35%	34%	36%	44%	49%
Активы/собственный капитал, x	2,5x	2,8x	2,8x	2,9x	2,8x	2,3x	2,0x

Справочные данные	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022
Акции в обращении, млн штук	96	96	96	96	96	96	96
Балансовая стоимость акции, UZS	1 715	1 715	1 715	1 715	1 715	1 715	1 715
Рыночная стоимость акции, UZS	3 310	4 350	4 000	4 171	3 900	3 290	3 001
Рыночная капитализация	319	420	386	402	376	317	289
EV	823	1 035	982	975	891	737	638
Инвестированный капитал	869	992	979	911	862	824	768
EPS, UZS на акцию	496	494	600	567	668	1 149	1 058

Мультипликаторы	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022
P/E, x	6,68x	8,81x	6,67x	7,35x	5,83x	2,86x	2,84x
P/S, x	1,0x	1,3x	1,1x	1,0x	0,7x	0,5x	0,5x
EV/S, x	2,6x	3,2x	2,8x	2,3x	1,7x	1,2x	1,0x
EV/EBIT, x	14,1x	17,8x	14,0x	17,8x	13,4x	6,1x	5,6x
EV/EBITDA, x	11,3x	14,2x	11,5x	8,4x	5,5x	2,9x	2,3x



Рекорд на стайерской дистанции

В результате ралли, продолжавшегося около полутора месяцев, DAX удалось выйти из нисходящего канала, остававшегося актуальным с начала года

Торговая неделя с 31 октября по 4 ноября на фондовом рынке Германии стала пятой подряд завершившейся в плюсе. Последний раз столь продолжительный рост фиксировался в марте-апреле 2021 года. По итогам указанной пятидневки DAX поднялся на 1,64%, до 13 459 пунктов. Наиболее выраженный рост – на 2,5% индекс продемонстрировал в пятницу, 4 ноября. В предыдущие два торговых дня бенчмарк находился в небольшом минусе, реагируя на решение ФРС в отношении ключевой ставки, которая была ожидаемо повышена на 75 б.п. Наиболее значимыми для динамики мировых фондовых рынков, в том числе немецкого, стали комментарии представителей американского регулятора о повышении ориентира в отношении пикового значения ставки. В свою очередь, председатель Федрезерва Джером Пауэлл допустил уменьшение шага подъема ставки на последующих заседаниях Комитета по открытым рынкам. «Бычий» настрой на пятничных торгах обеспечила публикация слабых данных по рынку труда в США за октябрь. Эта статистика была воспринята как указание на более мягкую дальнейшую монетарную политику ФРС. Позитивно инвестсообщество встретило и сообщения о том, что КНР намерена ослабить карантинные ограничения, связанные с COVID-19. Среди отдельных акций, представленных на фондовом рынке Германии, отметим бумаги BMW: их котировки 3 ноября опустились на 4,5%, так

как менеджмент автогиганта предупредил об ослаблении спроса в Европе из-за инфляции и повышения ставок. Период с 7 по 11 ноября для немецкого фондового рынка стал лучшей пятидневкой с начала ноября 2020 года, когда стартовало ралли, продлившееся целый год и приведшее к росту индекса DAX на 41%. За указанную торговую неделю бенчмарк поднялся на 5,68%, достигнув 14 245 пунктов. Самый активный рост, составивший 3,5%, DAX продемонстрировал 10 ноября. Мощным позитивным драйвером стали данные инфляции в США за октябрь, которая оказалась заметно ниже ожиданий. Впервые за восемь месяцев американская инфляция ушла под отметку 8%, составив 7,7%. Незначительный рост числа первичных заявок на пособие по безработице (с 218 тыс. до 225 тыс.) также был положительно воспринят на рынке. Еще одной важной новостью недели стали промежуточные выборы в Америке, однако, несмотря на связанные с ними опасения, разворота вниз на фондовых площадках не произошло. Среди наиболее активно двигавшихся акций выделились бумаги Commerzbank, обвалившиеся на 7% на торгах 9 ноября после выхода отчетности за третий квартал. Несмотря на то, что банку удалось превзойти ожидания рынка по прибыли, прогнозы руководства в отношении расходов на 2024 год оказались намного выше консенсуса аналитиков.

Ожидания и стратегия

Индексу DAX наконец удалось выйти из нисходящего канала, в котором он находился с начала 2022 года. Котировки бенчмарка превысили предыдущие два «хая», что указывает на сильный позитивный тренд. Вместе с тем рост, скорее всего, будет ограничен горизонтальным уровнем сопротивления на отметке 14 750 пунктов. Сильная поддержка располагается на уровне 13 900 пунктов. В случае ее пробоя DAX может скорректироваться вниз до 13 300 пунктов.

Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	28.10.22	11.11.22	
DAX Index	13 243,33	14 224,86	7,4%
G1A GR Equity	100,00	136,24	36,2%
UN01 GR Equity	2,01	2,55	27,1%
SY1 GR Equity	22,40	28,14	25,6%
OSR GR Equity	6,88	8,44	22,7%
1COV GR Equity	3,14	3,82	21,8%
MRK GR Equity	52,08	61,80	18,7%
SAP GR Equity	355,10	419,40	18,1%
SIE GR Equity	25,20	29,31	16,3%
DB1 GR Equity	22,15	25,28	14,1%
BEI GR Equity	45,77	51,98	13,6%
SHL GR Equity	19,85	22,43	13,0%
MTX GR Equity	169,45	191,10	12,8%
HEN3 GR Equity	46,66	52,28	12,0%

Инвестиционный
обзор №259
17 ноября 2022

ffin.global



Рынок Германии

Важные новости

- **Гармонизированный индекс потребительских цен в Германии за октябрь вырос на 11,6% г/г.** Инфляция без учета волатильных компонентов составила 10,4%. Наиболее активно дорожали энергоносители (+43% г/г). Цены на продукты питания увеличились на 20,3%.
- **У Adidas сменилось руководство.** На пост главы компании назначен бывший гендиректор Puma Бьорн Гульден. На этом фоне акции Adidas на торгах 4 ноября продемонстрировали рост на 21,4%.
- **Доставщик еды Delivery Hero дал оптимистичный прогноз на будущий год.** Согласно ориентирам компании, ей удастся достичь положительной маржи прибыли за счет повышения доходов на 20–25%. Благодаря этому заявлению в ходе сессии 11 ноября котировки Delivery Hero показали максимальный за восемь месяцев результат, поднявшись на 8,8%.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиции от-кутюр

Активные маркетинговые вложения позволили эмитенту уверенно отчитаться за третий квартал и могут способствовать росту котировок BOSS до 60 евро

Причины для покупки:

- **Повышение прогнозов на год после сильных результатов третьего квартала.** В отчетном периоде выручка компании выросла на 18% г/г, до 933 млн евро, против ожиданий в 897 млн евро. EBIT составила 92 млн евро, превысив консенсус на уровне 85 млн евро. Согласно заявлениям менеджмента, уверенная позитивная динамика была обеспечена рекламными кампаниями бренда и маркетинговыми инвестициями, в том числе запуском осенне-зимних коллекций 2022 года. Руководство также повысило собственный ориентир годовой выручки до 3,5–3,6 млрд евро, то есть увеличение составит 25–30% против предполагавшихся ранее 20–25%. EBIT, по ожиданиям, вырастет на 35–45%, до 310–330 млн евро, чистая прибыль за год может составить 210 млн евро.
- **Целевые цены инвестбанков.** Средний таргет установлен на уровне 58,21 евро. Эксперты Berenberg, RBC Capital, Oddo BHF и Jefferies пересмотрели целевые цены по акции BOSS до 57,8, 58, 64 и 66 евро соответственно. Из 23 инвестбанков, покрывающих бумагу, 10 дают рекомендацию «покупать», 12 советуют «держаться» и один – «продавать».
- **Техническая картина.** Акции Hugo Boss тестируют локальный наклонный канал, при пробое которого возможен рост до 57–58 евро.



Среднесрочная идея

Hugo Boss AG

Тикер на Xetra	BOSS
Текущая цена	50,94 евро
Целевая цена	60 евро
Потенциал роста	17,64%
Дивидендная доходность	-%

Динамика акций BOSS на Xetra



Новости Freedom Holding Corp.



Freedom Holding Corp. заработал более \$27 млн чистой прибыли за июль-сентябрь 2022 года

Freedom Holding Corp. представил финансовые результаты за II квартал 2023 фискального года, который соответствует III календарному кварталу 2022 года (июль-сентябрь). Чистая прибыль холдинга в отчетном периоде составила \$27,2 млн. Прибыль на акцию FRHC, рассчитанная исходя из их средневзвешенного количества 59,5 млн штук, зафиксирована на отметке \$0,45.

Выручка холдинга снизилась до \$180 млн против \$317 млн в том же периоде прошлого года. Эта динамика объясняется тем, что во втором квартале 2022 фискального года в отношении прибыли от операций с ценными бумагами сформировался разовый эффект высокой базы, обусловленный доходом, который был получен в связи с переоценкой и реализацией крупной финансовой инвестиции в ПАО «СПБ Биржа».

«Наша команда уверенно справляется с вызовами, с которыми пришлось столкнуться в 2022 году. Мы были вынуждены принять непростое решение уйти из России, но продолжаем активно развивать бизнес в Казахстане и на европейских рынках. В частности, в прошедшем квартале был открыт офис в Афинах, и наш греческий бизнес демонстри-

рует существенный рост: уже совершено почти 150 тыс. транзакций через платформу Freedom24. Также рад сообщить, что в ноябре к нам присоединился Джон Роджерс, ранее возглавлявший аналитический департамент Citibank. Все вместе мы сможем сделать работу всех компаний в составе холдинга еще более эффективной», – подчеркнул Тимур Турлов, CEO Freedom Holding Corp.

По состоянию на 30 сентября 2022 года количество брокерских клиентских счетов холдинга составило 310 тыс., тогда как на 30 июня этот показатель был равен 479 тыс. Уменьшение клиентской базы обусловлено исключением клиентских счетов российского сегмента.

Freedom Broker начинает прием заявок на участие в IPO КазМунайГаз

Чтобы в числе первых стать акционером крупнейшей нефтегазовой компании Казахстана, достаточно подать заявку через приложение Tradernet в разделе IPO или обратиться с этим вопросом к персональному менеджеру. Сбор заявок от розничных инвесторов завершается 2 декабря.

Акции компании получат листинг на Казахстанской и Астанинской фондовых биржах и будут торговаться на них под тикерами KMGZ и KMG соответственно. Первоначальная стоимость одной бумаги – 8406 тенге, общий объем размещения обыкновенных акций – 30 505 974.

Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global





Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №259

17 ноября 2022

ffin.global

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

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев
capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов
vadim.merkulov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина
prglobal@ffin.kz

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