

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Банковский сектор держит удар

Банкротство Silicon Valley и Signature вызвало распродажи в финсекторе и привело к поглощению Credit Suisse со стороны UBS

Казахстан

Рост перекрыла двойная волна негатива

Узбекистан

Голубые фишки в красном секторе

Россия

В предвкушении дивидендов

Германия

Равнение на банки

svb

Silicon Valley
Bank

Содержание



Рынок США. Банковский сектор держит удар	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Финансовая система: пан или пропал?	5
Актуальные тренды. Обзор на 21 марта.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. AT&T. Всегда на связи.....	11
Оptionная идея. BULL PUT SPREAD ON CPRI	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. IPO ZKH Group Limited. Сервис для сервисов.....	15
Рынок Казахстана. Рост перекрыла двойная волна негатива.....	16
Инвестиционная идея. Народный банк. Превосходя ожидания.....	18
Российский рынок. В предвкушении дивидендов.....	19
Рынок Узбекистана. Голубые фишки в красном секторе	23
Рынок Германии. Равнение на банки.....	25
Среднесрочная идея. BMW AG. Заряжает прибылью.....	27
Новости Freedom Holding Corp.....	28
Контакты.....	29

Инвестиционный
обзор №266

23 марта 2023

ffin.global

Фондовый рынок США

Банковский сектор держит удар

Банкротство американских Silicon Valley Bank и Signature вызвало распродажи акций банковского сектора в США и Европе и привело к поглощению второго по величине швейцарского банка Credit Suisse его конкурентом UBS



Новости одной строкой:

- 10.03.2023** Количество занятых в американской экономике за февраль выросло на 311 тыс. при консенсусе 205 тыс.
- 10.03.2023** Федеральная корпорация по страхованию депозитов США прекратила деятельность Silicon Valley Bank
- 14.03.2023** Потребительская инфляция в США в феврале замедлилась до минимальных с сентября 2021-го 6% г/г
- 15.03.2023** Розничные продажи в Штатах в прошлом месяце сократились на 0,4% м/м при прогнозе 0,05% после роста на 3,2% в январе

По состоянию на 21.03.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	1,06%	-4,24%
QQQ	Индекс NASDAQ100	5,83%	1,39%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-0,38%	-5,85%
UUP	Доллар	-0,53%	0,39%
FXE	Евро	0,25%	-0,29%
XLF	Финансовый сектор	-5,92%	-14,87%
XLE	Энергетический сектор	-6,85%	-8,90%
XLI	Промышленный сектор	-2,35%	-6,17%
XLK	Технологический сектор	5,66%	2,60%
XLU	Сектор коммунальных услуг	3,96%	-2,21%
XLV	Сектор здравоохранения	1,38%	-4,64%
SLV	Серебро	9,38%	3,10%
GLD	Золото	5,69%	7,30%
UNG	Газ	-2,99%	0,52%
USO	Нефть	-12,63%	-12,47%
VXX	Индекс страха	5,72%	19,88%
EWJ	Япония	-1,88%	-2,30%
EWU	Великобритания	-3,61%	-7,25%
EWG	Германия	-3,15%	-6,07%
EWQ	Франция	-2,66%	-6,39%
EWI	Италия	-5,23%	-8,83%
GREK	Греция	-4,12%	-10,24%
EEM	Страны БРИК	-0,61%	-5,22%
EWZ	Бразилия	-2,37%	-8,05%
RTSI	Россия	0,66%	3,13%
INDA	Индия	-2,44%	-4,81%
FXI	Китай	0,88%	-6,50%



Инвестиционный
обзор №266

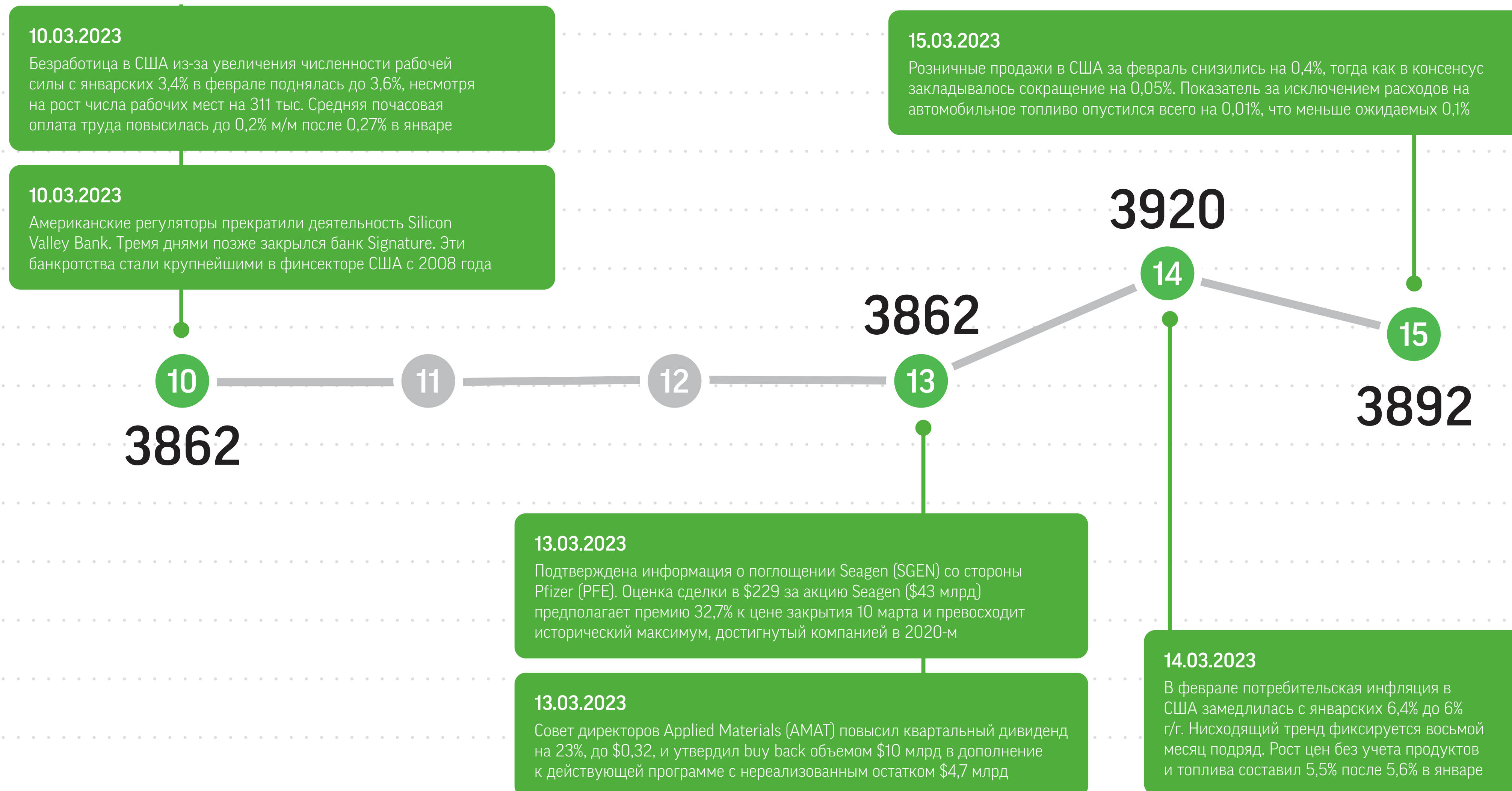
23 марта 2023

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (10.03.2023 – 15.03.2023)



Финансовая система: пан или пропал?

Silicon Valley Bank (SVB) был достаточно заметным игроком американской финансовой индустрии. По объему активов он занимал 16-е место в США, поэтому его банкротство привлекло всеобщее внимание. Основные причины краха SVB:

- Вывод держателями депозитов \$42 млрд всего за сутки (такой «набег» способен обрушить даже более стабильный банк)
- Клиенты – компании из Кремниевой долины «сжигали» наличные средства, выводя их с депозитов весь прошлый год, в результате чего их объем сократился на 35% – с \$125,8 млрд до \$80,7 млрд
- Структура активов, которые были сосредоточены в «длинных» гособлигациях США. На эти бумаги приходилось 57% всех активов при средней по сектору доле 42%. Это указывает на более высокий процентный риск, который реализовался в 2022 году

Банкротство SVB вызвало закономерный вопрос по поводу состояния финансовой системы США в целом. Однако нервничать по поводу ее устойчивости на данный момент не приходится. Действия ФРС, Федеральной корпорации по страхованию депозитов (FDIC) и Минфина спасли вкладчиков, а не акционеров. Банкам, у которых много активов до погашения, была предоставлена ликвидность по программе Bank Term Funding Program (BTFP). В результате баланс ФРС за неделю увеличился на \$300 млрд. Более того, при поддержке регуляторов крупнейшие американские банки инвестировали \$30 млрд в проблемный First Republic Bank (FRC). В свою очередь, министр финансов Джанет Йеллен заявила о готовности правительства помочь столкнувшимся с трудностями банкам и их вкладчикам. Таким образом, потенциальные риски возьмет на свой баланс ФРС, что позволяет не беспокоиться по поводу угрозы банкротства финансовой системы США.

А что же делать инвесторам, чтобы заработать на таком волатильном рынке? В первую очередь, необходимо помнить об осторожности. И в то же время уже можно выделить некоторые финансовые компании, незаслуженно подвергшиеся распродаже или вовсе не затронутые сложившейся

в секторе ситуацией. Интересной для покупки выглядит финансовая корпорация Charles Schwab (SCHW). В числе ее плюсов сильные рыночные позиции, хороший баланс и высокая достаточность капитала, поэтому массовый выход биржевых игроков из этих акций не был оправдан. Еще одним привлекательным активом в фининдустрии мы считаем Cboe Global Markets (CBOE) – биржу, которая только косвенно зависит от ситуации в банковском секторе. Поддержку котировкам CBOE способно оказать наблюдаемое усиление волатильности, на фоне которой у инвесторов повышается интерес к хеджированию своих позиций. Это означает, что объемы торговли опционами должны существенно возрасти. Более того, на популярный продукт биржи ODTE (опционы с экспирацией в тот же день) приходится половина всех текущих опционных контрактов. Внимания инвесторов также заслуживает Goldman Sachs (GS), который, невзирая на некоторые сложности, в начале марта провел выгодную сделку: за несколько дней до череды банкротств корпорация выкупила за \$21,45 млрд портфель гособлигаций США со скидкой 11%. На банк, способный приобрести безрисковый актив с подобным дисконтом в конце цикла ужесточения монетарной политики, определенно можно положиться. К сожалению, нам неизвестна дюрация этого портфеля, но если она больше двух лет, то, вероятно, GS удастся заработать еще на восстановлении актива. Замыкает наш список перспективных эмитентов финсектора NY Community Bancorp (NYCB), который поглотит \$38 млрд активов и \$36 млрд обязательств Signature Bank. Все эти активы высокого качества: они не включают связанные с криптовалютой депозиты в объеме \$4 млрд. Бизнес NY Community развивается по похожей на стратегию обанкротившегося конкурента модели, поэтому без особого труда сможет интегрировать его активы и пассивы в свою инфраструктуру.

Ожидаем

- **Движения индекса S&P 500 в диапазоне 3800–4100 пунктов**

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Важные новости

По данным, опубликованным 10 марта, рост числа занятых вне сельскохозяйственного сектора США в феврале замедлился до 311 тыс. после 504 тыс. за январь, однако этот результат в полтора раза превзошел консенсус на уровне 205 тыс. Безработица повысилась с 3,4% до 3,6% из-за увеличения численности рабочей силы. Рост средней почасовой оплаты труда составил 0,2% м/м после 0,27% месяцем ранее, сигнализируя о замедлении инфляции.

10 марта Федеральная корпорация по страхованию депозитов США закрыла Silicon Valley Bank. SVB с активами на \$209 млрд стал вторым по величине обанкротившимся банком после закрытия в кризисном 2008 году Washington Mutual Bank, располагавшего \$307 млрд. 13 марта состоялось третье по величине банкротство американской финансово-кредитной организации: прекратил деятельность Signature Bank с активами \$110 млрд. Напомним, что с 2008-го по 2014 год в США было закрыто более 500 банков.

Опубликованная 14 марта статистика зафиксировала замедление потребительской инфляции в феврале на 0,4%, до 6% г/г. Снижение темпов роста цен продолжается непрерывно из месяца в месяц с июньского пика 2022-го на уровне 9,1%. Базовая инфляция, исключая стоимость продуктов питания и энергоносителей, уменьшилась до 5,5% (5,6% в январе), однако в помесячном исчислении рост показателя ускорился с 0,4% до 0,5%.

Данные розничных продаж за февраль, вышедшие 15 марта, отразили сокращение показателя на 0,4% м/м при консенсусе снижения на 0,05%. В январе показатель увеличился на 3,2%. Без учета расходов на топливо продажи в розницу снизились лишь на 0,01% м/м при ожидавшемся сокращении на 0,1%.

Актуальные тренды

Обзор на 21 марта

Глобальная картина

В течение двух последних недель S&P 500 продолжил снижение, потеряв 3,2%. Начиная с 8 марта индекс широкого рынка находился под давлением преимущественно двух факторов: «ястребиной» риторики главы ФРС и шторма в банковском секторе. Выступление Джерома Пауэлла в Конгрессе обусловило негативную переоценку рынком ожиданий в отношении монетарной политики в ближайшей перспективе, а новости о закрытии Silvergate Capital Corp. и Silicon Valley Bank привели к масштабным распродажам бумаг практически всех региональных банков. Кроме того, инвесторы сильно опасались эффекта домино для всей финансовой системы США. Однако в ходе третьей недели марта рынок начал восстанавливаться на новостях о том, что ФРС, правительство США и крупнейшие финансовые корпорации готовы оказать поддержку всему сектору и предоставят ликвидность одному из наиболее заметных проблемных банков First Republic Bank. Наибольший прирост в течение прошлой недели рынок зафиксировал после сообщений о том, что Банк Швейцарии предоставил поддержку Credit Suisse, который будет выкуплен UBS.

Сезон отчетов за четвертый квартал практически завершен, однако отдельные релизы оказали заметное благоприятное влияние на рыночный сентимент в течение третьей недели марта. Так, инвесторы позитивно реагировали на более сильные в сравнении с ожиданиями результаты и прогнозы FedEx (FDX) и Adobe (ADBE). Значимость этих релизов обусловлена тем, что отчетные периоды компаний завершились в январе и феврале 2023 года, поэтому участники рынка рассматривали их как прокси на состояние спроса в соответствующих индустриях в первом квартале. Oracle (ORCL) представила смешанные фактические показатели, но прогноз прибыли оказался лучше предварительных оценок инвесторов. Среди слабых квартальных отчетов можно отметить релизы Dollar General Corporation (DG) и Jabil Inc. (JBL), после выхода которых котировки эмитентов снизились на 3% и 2,4% соответственно.

В ближайшие две недели инвесторы ждут публикации отчетов Cintas Corp. (CTAS), Constellation Brands (STZ), Paychex (PAYX).

Макроэкономическая статистика

В течение последних двух пятидневок наибольший интерес для участников торгов представляли данные рынка труда и инфляции. Февральская статистика указывает на сохранение устойчивого спроса на рабочую силу: прирост числа занятых в несельскохозяйственной сфере составил 311 тыс. (консенсус: +205 тыс.). Безработица по итогам февраля увеличилась на 0,2 п.п., до 3,6% (консенсус: 3,4%), при этом прирост был зафиксирован на фоне увеличения доли экономически активного населения. Данные инфляции за февраль оказались смешанными: общий индекс цен вырос на 0,4% м/м, совпав с общерыночными ожиданиями, а базовый компонент прибавил 0,5% при консенсусе +0,4%. Замедление темпов роста заработной платы в феврале до 0,2% м/м (консенсус: +0,3%) и снижение базового PPI

до 0% м/м (консенсус: +0,4%) позволили улучшить общую картину инфляции. В течение следующих двух недель в центре внимания участников торгов будут данные рынка жилья, а также динамика PMI, индекса PCE и заказов на товары длительного пользования.

Монетарная политика ФРС

Значимым событием для рынка стало выступление Джерома Пауэлла в Конгрессе США 7-8 марта. Глава ФРС отметил, что недавно вышедшие макроданные оказались лучше предварительных прогнозов, однако подчеркнул более стойкий в сравнении с ожиданиями характер инфляции и указал на готовность ФРС ускорить темпы ужесточения монетарных условий. При этом председатель Фредерика вновь заявил, что экономика США сможет пережить период повышения ставок без «резкого увеличения безработицы». Кроме того, реагируя на проблемы региональных банков, регулятор 12 марта представил новую программу Bank Term Funding Program (BTFP), которая позволит кредитным организациям получать ликвидность под залог высококлассных активов по их номинальной стоимости.



Техническая картина

Техническая картина по индексу S&P 500 носит смешанный характер: в течение второй декады марта котировки закрепились ниже октябрьского восходящего тренда и 200-дневной скользящей средней (МА). В начале третьей декады динамика улучшилась, но индекс широкого рынка не смог пробить верхнюю границу февральского нисходящего тренда, а лишь повторил робкую попытку тестирования 200-дневной МА. Просадку середины марта инвесторы откупали на повышенных торговых оборотах, а индикатор MACD сигнализирует о возможном росте. Закрепление выше 4000 пунктов может стать свидетельством силы «быков», так как в этом случае котировки бенчмарка окажутся выше и 200-дневной МА, и октябрьского восходящего тренда.



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
T	AT&T INC.	Телекоммуникационные услуги	131 831	2023-03-20	18	22	2024-03-19	19%	Покупать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	54 790	2023-03-06	98	123	2024-03-05	25%	Покупать
MRTX	MIRATI THERAPEUTICS, INC.	Биотехнологии	2 352	2023-02-16	41	80	2024-02-16	97%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 001 260	2023-02-06	98	146	2024-02-06	49%	Покупать
CTRA	COTERRA ENERGY, INC	Добыча нефти и газа	18 123	2023-01-23	24	30	2024-01-23	27%	Покупать
DAL	DELTA AIR LINES, INC.	Авиалинии	21 251	2022-11-15	33	45	2023-11-15	36%	Покупать
LI	LI AUTO	Автомобилестроение	19 012	2022-10-14	23	33	2023-10-14	44%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	2 123	2022-10-03	8	14,2	2023-10-03	82%	Покупать
CME	CME GROUP INC.	Рынки капитала	66 470	2022-09-05	185	219	2023-09-05	19%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	16 548	2022-08-23	74	93	2023-08-23	25%	Покупать
LUV	SOUTHWEST AIRLINES CO.	Авиалинии	17 876	2022-06-26	30	42	2023-06-26	40%	Покупать
QRVO	QORVO INC.	Производство полупроводников	9 910	2023-02-01	99	124	2024-02-01	25%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	15 755	2022-05-27	68	122	2023-05-27	79%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	149 287	2022-11-15	96	120	2023-11-15	25%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	28 131	2022-11-27	33	46	2023-11-27	38%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	3 652	2022-08-04	17	38	2023-08-04	123%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	39 744	2022-10-08	215	260	2023-10-08	21%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	3 256	2022-05-31	9	18	2023-05-31	92%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	19 619	2022-08-09	116	157	2023-08-09	35%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	12 541	2022-10-02	92	115	2023-10-02	26%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	4 775	2022-05-31	9	23	2023-05-31	160%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	16 857	2022-07-22	11	14	2023-07-22	29%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	1 764	2022-05-31	4	10	2023-05-31	118%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	135 829	2023-02-06	122	153	2024-02-06	26%	Покупать

Инвестиционный
обзор №266
23 марта 2023
ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков



BANK OF AMERICA

Потери банков США от вложений в облигации оказались в центре внимания после закрытия регуляторами 10 марта Silicon Valley Bank. Входящий в состав SVB Financial Group (SIVB) и имевший 40-летнюю историю банк фактически обрушился в течение 40 часов из-за оттока \$42 млрд (около 25% общего объема) средств вкладчиков. SVB Financial Group отличался специфичной и рискованной бизнес-моделью, ориентированной на стартап-индустрию. Клиентами банка были молодые компании и фонды венчурного капитала. Это крупная и в то же время узкая и активно коммуницирующая группа, сумевшая быстро среагировать на негативные новости и оперативно вывести средства со своих счетов в SVB. Банку не удалось покрыть отток ликвидности за счет продажи имевшихся на балансе облигаций, так как нереализованный убыток этим по бумагам, удерживаемым до погашения, достиг \$15 млрд. Этот объем сопоставим с капиталом банка на конец 2022 года, который оценивался в \$16,3 млрд.

Silicon Valley не отличался от других банков, которые в 2021 году инвестировали избыточную ликвидность, сформировавшуюся в результате роста депозитов, в казначейские облигации США и долговые бумаги с ипотечным покрытием. К этому подталкивало стремление получить дополнительный доход в условиях низких процентных ставок и слабой активности кредитования. Однако управление портфелем активов Silicon Valley было крайне неудачным: процентные риски не хеджировались, притом что долговые бумаги занимали 57% в портфеля при средней по отрасли доле 42% и более высоком уровне диверсификации источников дохода.

Падение стоимости облигаций в условиях роста процентных ставок привело к формированию нереализованных убытков по портфелям облигаций в большинстве банков США. По данным Федеральной корпорации по страхованию депозитов (FDIC), на конец декабря 2022 года объем этих убытков составлял в общей сложности \$620 млрд в сравнении с \$8 млрд на конец 2021 года. При этом наиболее подверженным риску считается **Bank of America (BAC)**, имевший облигации, классифицируемые как удерживаемые до погашения, стоимостью \$632 млрд (20,7% от общих активов) при нереализованном убытке по ним объемом \$108,6 млрд. Это сопоставимо с аналогичным показателем JPMorgan Chase (JPM) в размере \$36,8 млрд, Wells Fargo (WFC) в \$41,5 млрд и Citigroup (C) в \$25,3 млрд. Однако если отношение этого убытка к общему капиталу этих трех крупнейших конкурентов оценивается в пределах 12–23%, то для BofA оно составляет 39,7%, а для SVB Financial Group равнялся 93%. В случае реализации данных потерь коэффициент достаточности основного капитала первого уровня CET-1 BofA снизился бы с текущих 11,22% до 5,87% при минимальном требовании 10,4%. А у Silicon Valley этот показатель упал с 12,05% до минус 0,1%.

Банки не обязаны отражать в финансовой отчетности убытки, сформированные в результате изменения рыночной стоимости облигаций, которые удерживаются до погашения. Как правило, эти бумаги имеют длительную дюрацию, а потери от негативной переоценки покрываются за счет погашения. Тем не менее данный вид убытка представляет риск снижения ликвидности банка в долгосрочной перспективе или в случае вынужденной продажи. Долговые и другие ценные бумаги, классифицируемые как доступные для продажи, отражаются в показателях достаточности капитала. Убыток по данному типу бумаг у BofA на конец 2022 года составлял \$4,8 млрд. В то же время банк имеет достаточный объем ликвидности: на его депозитах в конце прошлого года было размещено \$1,93 трлн. Как крупнейший и системно значимый банк, BAC выигрывает в текущей ситуации перетока средств вкладчиков из мелких и средних банков в более крупные и устойчивые. BofA оценил приток новых депозитов в \$15 млрд в первые дни после закрытия Silicon Valley и Signature Bank, и данная тенденция может продолжиться в краткосрочной перспективе. Таким образом, системные риски для банков США с активами, превышающими \$250 млрд, ограничены, поскольку релокация средств клиентов позволяет более крупным игрокам расширить депозитную базу без агрессивного повышения процентных ставок. Однако наиболее значимыми последствиями потенциального оттока вкладчиков станут усиление конкуренции за средства клиентов среди средних и региональных банков. Это подтолкнет их к пересмотру вверх ставок по вкладам, а для удержания ликвидности активность кредитования будет снижена, что окажет давление на процентную маржу и прибыль. В результате банки примут консервативную дивидендную политику. Кроме того, необходимость сохранения капитала потребует сокращения либо приостановки выкупа собственных акций.



13 марта подтвердились слухи о готовящемся поглощении **Seagen (SGEN)** со стороны **Pfizer (PFE)**, появившиеся в СМИ еще в феврале. Новым сюрпризом для участников рынка стала финальная оценка онкобиотеха, составившая \$229 за акцию, что предполагает премию в 32,7% к цене пятничного закрытия и превосходит исторический максимум для котировок SGEN, достигнутый в 2020 году. Поглощение произойдет при оценке в 19,5 EV/Sales 2023 года. Предыдущие аналогичные крупные сделки с компаниями с одобренными препаратами прошли по более скромным оценкам. Biohaven была приобретена при мультипликаторе 10,5 EV/Sales NTM, а Global Blood – при 12,7 EV/Sales NTM при сопоставимом ожидаемом темпе роста продуктовой выручки. По

Инвестиционный
обзор №266
23 марта 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков



Инвестиционный
обзор №266

23 марта 2023

ffin.global

сообщениям СМИ, сделка между Seagen и Merck, слухи о которой появлялись летом прошлого года, сорвалась из-за того, что компании не смогли договориться о цене.

Pfizer намерена провести поглощение Seagen в конце 2023-го – начале 2024 года. Интересно, что сделка будет полностью оплачена денежными средствами. Для этого Pfizer планирует разместить выпуск долгосрочных облигаций объемом \$31 млрд, а остаток суммы собирается профинансировать за счет краткосрочного займа и собственных денежных средств. К концу 2022 года объем денежных средств и эквивалентов на счетах Pfizer составлял \$22,7 млрд. Отметим, что Pfizer планирует почти вдвое нарастить долгосрочный долг в период, когда ставки на рынке могут достигнуть локального пика перед началом цикла снижения. На сегодняшний день облигации Pfizer с дюрацией 10–20 лет торгуются со спредом к трежерис в диапазоне 120–140 б.п. Таким образом, можно предположить, что Pfizer удастся занять на американском рынке примерно под 5,3% годовых, что может привести к дополнительным ежегодным процентным расходам в \$1,64 млрд. В результате коэффициент покрытия процентов в 2024 году может снизиться до 7,5 в условиях падения выручки от средств для лечения и профилактики COVID-19. Этот уровень ниже среднего пятилетнего значения по индустрии, равного 9,9, то есть повышение долговой нагрузки Pfizer не станет самым существенным в секторе крупных фармацевтических компаний. Предполагаем, что на этой сделке корпорация завершит цикл повышенной M&A-активности постковидного периода.

Приобретение Seagen – важный шаг для Pfizer, стремящейся избежать прогнозируемого к 2030 году снижения выручки на \$17 млрд из-за истечения патентов на эксклюзивное производство наиболее продаваемых препаратов. По прогнозам Pfizer, выручка Seagen от продаж четырех ее собственных одобренных продуктов и совместно с другими компаниями разрабатываемых лекарств может достичь \$2,2 млрд в текущем году (+12% г/г, консенсус: \$2,3 млрд) и вырасти до \$10 млрд к 2030 году. Напомним, что до этого периода Pfizer планировала потратить на M&A до \$50 млрд, чтобы за счет собственных и приобретенных разработок сгенерировать \$25 млрд дополнительной выручки к концу текущего десятилетия.

Мы повышаем целевую цену SGEN до \$229 и понижаем таргет по PFE до \$49. Для обеих бумаг актуальной считаем рекомендацию «покупать».



13 марта **United Airlines Holdings (UAL)** обновила гайденс на первый квартал, в соответствии с которым ожидает разводненный убыток на акцию в размере \$0,6–1. Одной из причин пересмотра

прогнозов стало решение авиаперевозчика начислить расходы, связанные с потенциальным новым коллективным соглашением с сотрудниками. С учетом этого план в отношении удельных операционных расходов, не включающих затраты на топливо и прочие нетипичные издержки (CASM-ex), предполагает их увеличение на 0–1% в текущем году вместо ранее заявленного снижения на 3–4%. Также компания ожидает повышения расходов на топливо. С учетом высокого спроса United Airlines улучшила прогноз выручки за первый квартал на 1 п.п., что предполагает рост на 51% г/г, примерно до \$11,4 млрд. За счет увеличения пропускной способности (ASM) в текущем квартале ориентир в отношении увеличения выручки за весь 2023 год повышен с 20% до 23%. Благодаря более активному, чем предполагал первоначальный план, увеличению количества рейсов, удельный показатель выручки (TRASM), по расчетам компании, вырастет не более чем на 22–23% вместо ранее объявленных 25%. Скорректированная маржа до налогообложения по итогам текущего года прогнозируется около 9% при скорректированной EPS в пределах \$10–12.

Пересмотр прогноза, выпущенного одновременно с квартальным отчетом, вызвал негативную реакцию у инвесторов, тем более что выход обновленного гайденса совпал со стрессом в финсекторе. На наш взгляд, изменение этих прогнозов обусловлено тем, что для первого квартала статистически характерна пониженная рентабельность. Повышение заработных плат, как и ожидалось, оказало на финансовое состояние авиаперевозчика достаточно заметное, но некритичное влияние, особенно на фоне потенциального расширения масштаба операций. Наиболее значимы рост цен на авиационное топливо и расширение спреда между его стоимостью и ценой сырья. Reuters со ссылкой на операционного директора Valero Energy (VLO) объясняет это перебоями с нефтепереработкой в США из-за погодных аномалий на побережье Мексиканского залива в декабре–январе. По данным правительства США, запасы авиатоплива в прошлом году составили минимальные с 1990 года 34 млн баррелей.

Мы сохраняем целевую цену по акции UAL на уровне \$61.



13 марта совет директоров **Applied Materials (AMAT)** повысил квартальный дивиденд на 23%, до \$0,32. Реестр акционеров для получения выплат закроется 25 мая, дивиденды будут перечислены 15 июня. Кроме того, был утвержден buy back объемом \$10 млрд, который дополнит действующую программу с нереализованным остатком \$4,7 млрд на 29 января. Совокупный размер обратного выкупа в результате составит около 14,1% рыночной капитализации ком-



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

пании. В четвертом квартале 2022-го компания выкупила свои акции лишь на \$0,25 млрд против обычных \$1,0–1,8 млрд. С принятием новой программы buy back можно рассчитывать на более активный выкуп акций AMAT с рынка. Компания в очередной раз подтвердила цель возвращать акционерам 80–100% от FCF в форме дивидендов и buy back. Реализация этих планов окажет существенную поддержку котировкам AMAT в ближайшие годы.

Последний финансовый отчет и прогнозы Applied Materials сигнализируют об устойчивости ее бизнеса и оптимизме менеджмента, несмотря на сильные негативные тренды на рынках конечной продукции (в частности, ПК и смартфонов), риски рецессии и обострение противоречий между Китаем и США. По итогам прошедшего квартала доля Китая в выручке Applied Materials продолжила сокращаться и составила около 17% против 20% тремя месяцами ранее, доля Тайваня уменьшилась с 31% до 29%. Менеджмент отмечает, что китайский рынок для AMAT преимущественно представлен ICAPS-сегментом (производители чипов для IoT, телекоммуникаций и автопрома с топологией 14-нм и выше), потенциально менее подверженным рискам торговых ограничений от США и ЕС. Клиенты ICAPS-сегмента компании наращивают инвестиции в оборудование быстрее, чем прогнозировалось, что позволяет увеличивать как выручку, так и валовую маржу. Также менеджмент отмечал сильный спрос на оборудование для производства полупроводников для сферы ИИ-вычислений.

Applied Materials заявляет, что 2023 год будет трудным для отрасли, но в 2024-м начнется восстановление во всех сегментах рынка. Эти ожидания подтверждаются независимыми агентствами. По оценкам Fortune Business Insights, средние темпы роста рынка оборудования для полупроводниковой промышленности в 2022–2029 годах составят около 9,9%. Организация производителей полупроводникового оборудования (SEMI) рассчитывает, что выручка отрасли в текущем году сократится на 15,9% г/г (в основном за счет WFE-оборудования, где показатель упадет на 16,8% г/г), а в 2024-м ожидается рост выручки сегмента WFE на 17,2% г/г. В то же время остаются актуальными риски затяжного экономического спада, особенно заметного в отраслях с фокусом на потребительские сегменты электроники. Аналитическое агентство IDC недавно вновь понизило прогноз для рынка ПК и планшетов на 2023 год. Согласно пересмотренным ориентирам, поставки компьютеров сократятся на 10,7% г/г против -5,6% ранее и составят 260,8 млн, а продажи планшетов упадут на 12% г/г (6,7% ранее) до 142,3 млн.



Инвесторы неоднозначно отреагировали на запуск **Baidu (BIDU)** чат-бота Ernie Bot. Сразу после его презентации 16 марта на торгах в Гонконге акции Baidu упали на 6,4%. Разочарование участников рынка вызвало заявление CEO и основателя компании Робина Ли, что чат-бот «еще не идеален», но его запуск необходим уже сейчас из-за высокого спроса со стороны сегментов поисковых запросов, облачного ИИ и автономного вождения. Продемонстрированные на презентации слайд-шоу и видео с записанными ответами чат-бота на несложные вопросы, на которые могут ответить и обычные поисковые системы, также вызвало негативную реакцию инвестсообщества, так как оно рассчитывало увидеть демонстрацию возможностей рабочей версии чат-бота в реальном времени. На следующий день, 17 марта, котировки Baidu в Гонконге выросли на 13,7%. Позитивный импульс бумагам придали обзоры чат-бота от Bank of America и Citigroup: аналитики VofA оставили положительный отзыв об Ernie Bot после того, как протестировали его в нескольких задачах, связанных с анализом данных, написанием текста и генерацией изображений. И хотя выборка финансовых корпораций была небольшой и поэтому нерепрезентативной, они остались удовлетворены чат-ботом, добавив, что «продукт постоянно учится и улучшается». Эксперты Citigroup признали, что чат-бот сейчас действительно неидеален, но в то же время может отвечать на большинство сложных вопросов.

Мы считаем чрезмерной и негативную, и позитивную реакцию инвесторов на появление Ernie Bot. На данный момент Baidu рассматривает чат-бота прежде всего как инструмент для сохранения доли на китайском рынке интернет-рекламы, где уже контролирует 80% поисковых запросов. Пока мы не прогнозируем серьезного влияния Ernie Bot на выручку компании, так как схема монетизации чат-ботов до сих пор непонятна из-за конфликта с традиционными поисковыми системами и рекламой в них. Хотя Ernie Bot «неидеален», он является лучшим на китайском рынке. С учетом того, что западные аналоги (включая ChatGPT) запрещены в КНР, у Baidu нет риска серьезной конкуренции в отечественном интернет-секторе. Это позволяет компании удержать монопольное положение на китайском рынке поисковых запросов как минимум в среднесрочной перспективе.



Инвестиционная идея

AT&T. Всегда на связи

Инвестиционная привлекательность бумаг T обеспечивается успехами в сегментах 5G и домашнего интернета, а также сильным свободным денежным потоком

Тикер	T
Цена акций на момент анализа	\$18,5
Целевая цена акций	\$22
Потенциал роста	22,47%

AT&T (T) – американский телекоммуникационный гигант, абонентская база которого в мобильном сегменте растет в течение последних нескольких кварталов темпами, опережающими общерыночные ожидания. По последним данным, около 70 млн человек пользуются услугами сотовой связи AT&T. После выделения подразделения WarnerMedia в обособленный бизнес менеджмент эмитента полностью сфокусировался на улучшении качества услуг связи 5G и оптимизации расходов, и мы отмечаем, что избранная стратегия положительно влияет на результаты компании. Представленные 25 января гайденсы на 2023 год не разочаровали инвесторов. В частности, ожидается, что темпы увеличения скорректированной EBITDA составят более 3% г/г, тогда как инвесторы закладывали более скромный прирост – 2,3% г/г. Капитальные затраты, согласно выпущенным ориентирам, останутся на уровне 2022 года в \$24 млрд, что на \$2 млрд выше предварительных оценок аналитиков. При этом за счет более высокой маржинальности, закладываемой менеджментом, прогноз свободного денежного потока (FCF) в размере как минимум \$16 млрд совпал с консенсусом. Согласно последним комментариям менеджмента, которые были представлены 8 марта на профильной конференции Morgan Stanley, гайденсы на 2023 год сохраняют актуальность, опережающие индикаторы спроса демонстрируют нормальную динамику.

Важным фактором инвестиционной привлекательности выступает ускоряющееся сокращение разрыва в качестве и покрытии связи 5G относительно T-Mobile. Среднечастотная сеть пятого поколения AT&T в настоящее время покрывает территорию, на которой проживает более 150 человек. Отметим, что прогнозы данного показателя повышались уже дважды: сначала с 70 млн до 100 млн, а в октябре 2022 года – с 100 млн до 130 млн. Финальный результат прошлого года оказался больше на 20 млн благодаря улучшениям в цепочках поставок и операционной эффективности. AT&T планирует расширить покрытие до 200 млн к концу 2023 года. По уровню распространения связи 5G компания обгоняет Verizon. Другим направлением развития является домашний интернет. По данным четвертого квартала 2022 года, выручка сегмента выросла на 7,2% г/г, до \$2,49 млрд, благодаря оптоволоконным подключениям, генерирующим более высокую выручку на одного пользователя (ARPU) по сравнению с другими видами соединения. В настоящее время 52,5% клиентов компании пользуется оптоволоконной связью против 43,3% годом ранее. Дальнейший переход абонентов на оптоволокно будет способствовать росту маржинальности. Менеджмент заявляет, что оптимизация расходов и повышение тарифов с запасом компенсирует негативный эффект высокого инфляционного давления. К концу 2022 года была достигнута важная цель: расходы были сокращены на \$5

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



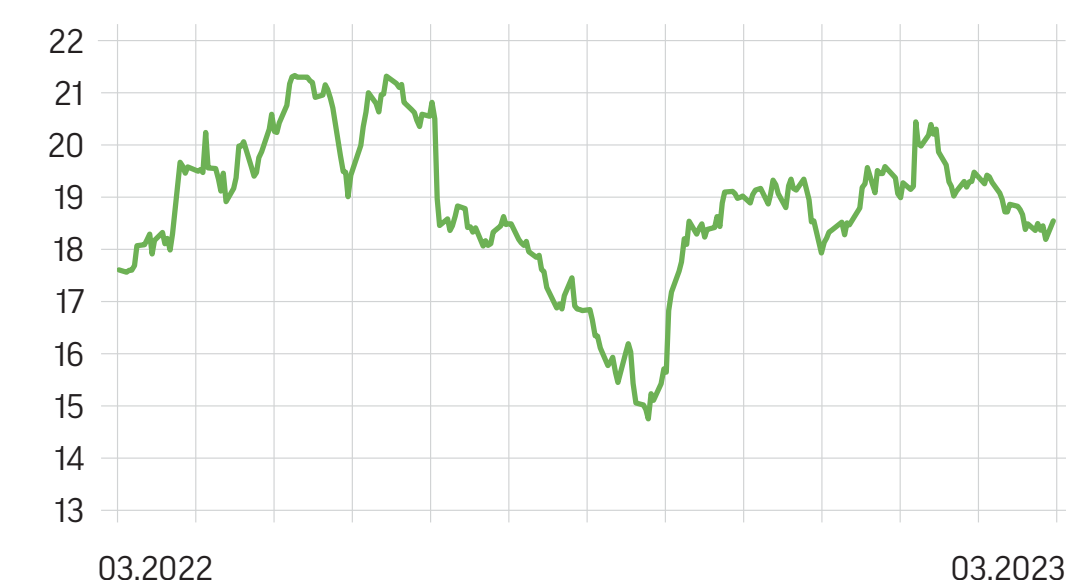
Инвестиционный
обзор №266
23 марта 2023

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
T	0,4%	1,0%	(4,9%)	2,3%	5,4%
S&P 500	0,7%	2,5%	(3,1%)	3,4%	(11,5%)
Russell 2000	2,0%	0,0%	(10,3%)	(0,2%)	(16,4%)
DJ Industrial Average	0,8%	1,3%	(4,7%)	(1,8%)	(7,2%)
NASDAQ Composite Index	0,7%	4,3%	(0,9%)	10,7%	(16,0%)

Динамика котировок T, \$



Инвестиционная идея

млрд из плановых \$6 млрд (в годовом выражении). Именно к этому результату стремилась компания после выделения медиаактивов. Эффект от принятых мер, а также от реализации оставшейся части ожидаемой синергии будет отражен уже в финансовых показателях 2023–2024 годов.

Ежеквартально AT&T выплачивает инвесторам \$0,28 на акцию в качестве дивидендов (\$1,12 за год), что соответствует доходности 6% годовых к текущим котировкам (\$18,49). При росте акций к таргету \$22 доходность снизится до 5,1%, что почти совпадет со средним значением за пять лет (5,23%). FCF в 2023 году составит \$16–16,5 млрд, из которых на дивиденды будет направлено \$8 млрд, то есть менее 50%. Отметим, что по соотношению дивиденды/FCF эмитент выглядит лучше своего конкурента Verizon, у которого

данный показатель, скорее всего, будет превышать 50% даже в 2024 году. Инвесторы могут быть уверены в достаточности FCF AT&T для дивидендных выплат даже при реализации сценария умеренной рецессии. Учитывая это, мы полагаем, что защитные акции AT&T будут пользоваться уверенным спросом в 2023 году. Разница в соотношении дивиденды/FCF подчеркивает более высокую финансовую и стратегическую гибкость AT&T по сравнению с Verizon, что позволит эмитенту снижать долговую нагрузку и повышать размер дивидендов более быстрыми темпами.

Наш таргет для бумаги T – \$22, рекомендация – «покупать». Считаем, что акции подходят для включения в дивидендные портфели с долгосрочным горизонтом инвестирования.

Инвестиционный
обзор №266

23 марта 2023

ffin.global



Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Выручка	171 760	134 038	120 741	122 552	124 145	125 387	126 641	127 907	129 186
Основные расходы	108 436	78 259	68 869	69 732	70 390	70 844	71 299	72 012	72 732
Валовая прибыль	63 324	55 779	51 872	52 820	53 755	54 543	55 342	55 895	56 454
SG&A	37 607	29 718	28 515	28 943	29 071	29 111	29 148	29 440	29 734
EBITDA	54 233	43 913	41 378	39 583	40 337	41 833	41 881	42 731	43 541
Амортизация	28 516	17 852	18 021	15 705	15 653	16 401	15 688	16 276	16 821
EBIT	25 717	26 061	23 357	23 877	24 684	25 433	26 193	26 455	26 720
Процентные выплаты (доходы)	7 910	6 696	6 139	5 819	5 571	5 571	5 571	5 571	5 571
EBT	-2 856	29 171	-3 094	22 558	22 613	23 361	24 122	24 384	24 649
Налоги	965	5 395	3 780	4 286	4 296	4 439	4 583	4 633	4 683
Чистая прибыль	-5 176	22 378	-8 343	16 803	16 848	17 454	18 070	18 282	18 497
Diluted EPS	\$-0,75	\$2,73	\$-1,22	\$2,34	\$2,35	\$2,43	\$2,52	\$2,54	\$2,57
DPS	\$2,09	\$2,01	\$1,38	\$1,12	\$1,13	\$1,14	\$1,16	\$1,17	\$1,18



Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	-6%	15%	14%	14%	13%	12%	12%
ROA	-2%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
ROCE	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Выручка/Активы	0,30x	0,30x	0,30x	0,30x	0,29x	0,29x	0,29x
Коеф. покрытия процентов	3,80x	4,10x	4,43x	4,57x	4,70x	4,75x	4,80x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Валовая маржа	37%	42%	43%	43%	43%	44%	44%	44%	44%
Маржа по EBITDA	32%	33%	34%	32%	32%	33%	33%	33%	34%
Маржа по чистой прибыли	-3%	17%	-7%	14%	14%	14%	14%	14%	14%

Опционная идея

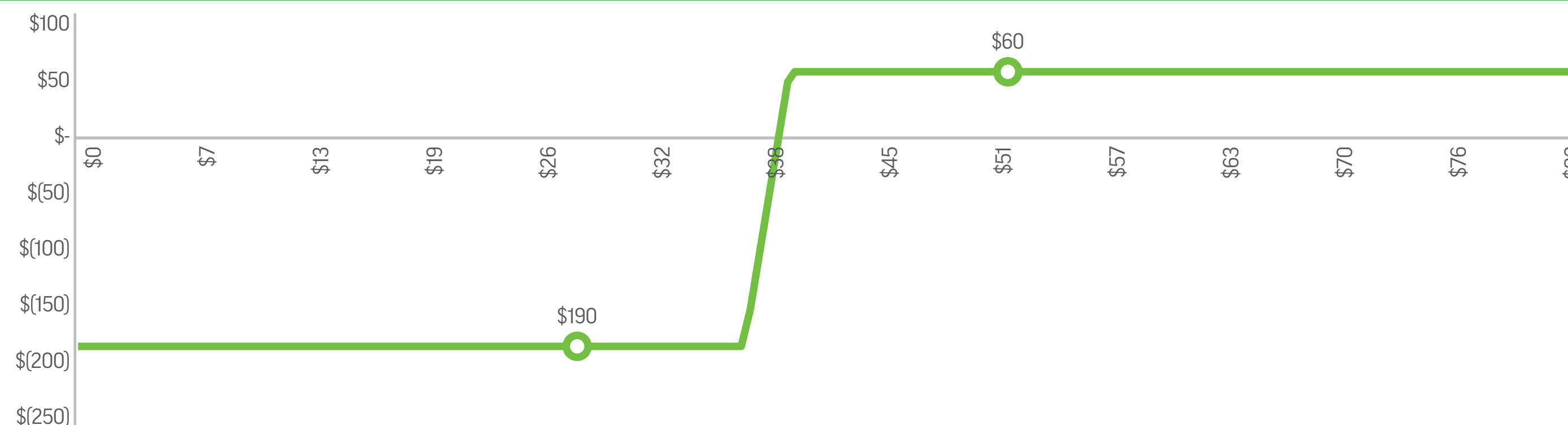
BULL PUT SPREAD ON CPRI



Инвестиционный тезис

Capri Holdings (CPRI) – публичная холдинговая компания. Ее дочерние дома моды разрабатывают, продвигают и продают мужскую и женскую одежду, в том числе спортивную, а также обувь, купальники, аксессуары и парфюмерию под брендами Michael Kors, Jimmy Choo и Versace. После выхода отчета за третий квартал котировки CPRI упали на 24%. Причиной стало снижение выручки и чистой прибыли на 6% и 29% соответственно. Столь слабые результаты стали следствием возросших расходов, неблагоприятных валютных колебаний, а главное – высокого уровня складских запасов, что привело к уценкам товаров. Впрочем, нельзя сказать, что эти результаты оказались неожиданными, поскольку в настоящий момент вся индустрия моды испытывает сложности: высокий отложенный спрос, который наблюдался после снятия антиковидных ограничений, уже иссякает. В то же время образовавшиеся избыточные запасы оказывают существенное давление на маржу. Однако мы считаем, что падение котировок CPRI было чрезмерным, поскольку в портфеле компании лишь премиальные бренды. Покупатели продукции Capri Holdings имеют доходы выше среднего и менее чувствительны к негативным для потребителя изменениям цен. Мы считаем, что к моменту экспирации опционов 21 апреля бумага CPRI будет торговаться выше \$40.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вера	Тета		1М	3М	6М	12М
CPRI	Покупать	PUT \$37,5	21.04.2023	0,725	\$60	-0,186	0,041	0,038	-0,024	50,22%	34,63%	56,77%	54,17%	53,29%
	Продавать	PUT \$40	21.04.2023	1,325		-0,309	0,058	0,046	-0,030					

Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on CPRI
Страйки	Long PUT 45; Short PUT 47,5
Покупка	+CPRI*D4L37,5
Продажа	+CPRI*D4L40
Дата экспирации	21 апреля 2023 г.
Маржинальное обеспечение	\$250,00
Максимальная прибыль	\$60
Максимальный убыток	\$190
Ожидаемая прибыль	24%
Точка безубыточности	39,40

Управление позицией

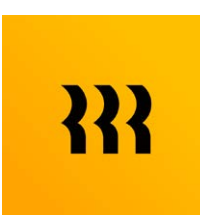
Если цена базового актива на дату экспирации будет выше страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль \$60. Если цена актива составит \$37,5–40, убыток будет варьироваться. При этом придется продать эквивалентное количество лотов (100 акций) CPRI для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже проданного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$190. В позицию необходимо заходить до 07.04.2023 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

Rippling

Онлайн-платформа **Rippling** предназначена для эффективной организации работы с кадрами от найма сотрудников до начисления им заработной платы. Стартап, основанный в 2016 году, активно развивается. Компания включена в списки TOP RATED 2022 от TrustRasius, Category LEADERS 2022 от GetApp, FrontRunners 2022 от Software Advicw, EDITORS' CHOICE 2022 от PCMAG.COM. Услугами Rippling пользуются более 2500 корпоративных клиентов. С момента основания Rippling привлекла финансирование на сумму \$1,2 млрд. Основные инвесторы – это крупные организации, такие как Kleiner Perkins, Founders Fund, Initialized Capital, Bedrock Capital. В последнем на сегодня инвестраунде серии E, возглавленном Greenoaks, компании удалось получить \$500 млн, в результате ее оценка превысила \$1 млрд.



Adept AI

Adept AI – основанный бывшими сотрудниками Google в июне 2022 года разработчик моделей искусственного интеллекта, которые не просто реагируют на текстовые команды, как чат-боты, но способны работать с компьютерными сервисами и программами. Эта технология предназначена для решения широкого спектра задач, среди которых сбор данных, составление отчетов, конструирование графиков и т.д. Несмотря на новости о крахе известного в Кремниевой долине банка SVB, Adept AI удалось привлечь инвестиции в объеме \$350 млн в раунде серии B с участием General Catalyst и Spark Capital. Общий объем финансирования за неполный год уже достиг \$415 млн. В развитие стартапа вкладывали средства Greylock, Spark Capital, Addition.

A D E P T

Element8

Element8 – провайдер высокоскоростного интернета, фокусирующийся на обслуживании клиентов, проживающих вдали от крупных городов. Своей целью компания ставит повсеместное улучшение качества интернет-соединения и предоставление своим клиентам широкого спектра пользовательских возможностей. Для достижения этой цели Element8 приобрела довольно известного в США интернет-провайдера AtLink Services, не раскрыв, впрочем, стоимость этой сделки. Вероятнее всего, это поглощение было оплачено из привлеченных в первом для Element8 инвестраунде \$200 млн, полученных от компании Digital Alpha.



Nimble Robotics

Nimble Robotics создала полностью автоматизированную и автономную логистическую платформу на основе технологий ИИ, оптимизирующую работу складов и доставку товаров заказчикам. Кроме того, использование данной платформы позволяет сократить расходы на упаковку товаров для доставки. За прошедшие с момента основания Nimble Robotics два раунда финансирования, в которых приняли участие GSR Ventures, DNS Capital, Cedar Pine, компания привлекла \$115 млн, в последний раз объем инвестиций составил \$65 млн.



IPO ZKH Group Limited

Сервис для сервисов

7 марта заявку на IPO подала ZKH Group Limited – онлайн-платформа из КНР для технического обслуживания и ремонта. Андеррайтерами размещения стали Goldman Sachs и China Renaissance

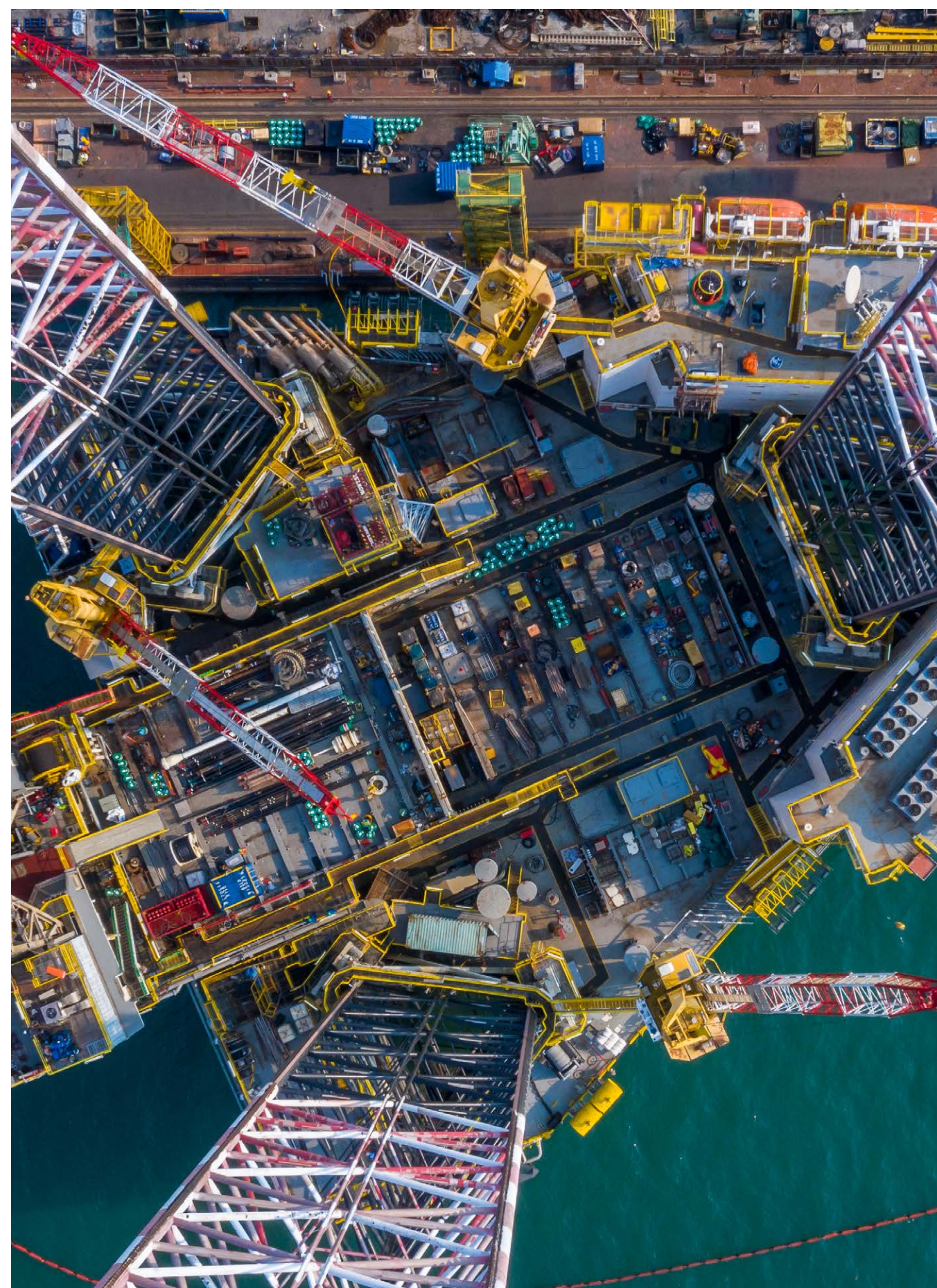


Инвестиционный
обзор №266
23 марта 2023

ffin.global

Чем интересна компания:

- **О компании.** ZKH Group Limited – ведущая китайская онлайн-платформа для технического обслуживания и ремонта. Компания предлагает цифровые и фулфилмент-решения для участников отраслевой цепочки создания стоимости. ZKH владеет 30 распределительными центрами и 90 транзитными складами. В 2022 году компания обслужила более 58 тыс. клиентов. На 31 декабря 2022 года продуктовые решения компании включали около 17,3 млн артикулов, в том числе различные комплектующие и оборудование, красители, химические реагенты, расходные материалы, товары для офиса и др. В прошлом году у ZKH было более 21 тыс. поставщиков, прошедших перед заключением контракта на обслуживание глубокую проверку качества их продуктов.
- **Потенциальный рынок.** По данным Equal Ocean, в Китае самые крупные в мире объемы обрабатывающей промышленности, что обуславливает высокий спрос на ремонтные услуги и техническое обслуживание. Соответствующий рынок продуктов и услуг в стране в 2021 году оценивался в \$1,9 трлн, а к 2025-му, по прогнозам, достигнет \$3,4 трлн.
- **Финансовые показатели.** В 2021 году выручка ZKH выросла на 63%, в 2022-м – на 9%, достигнув 8,3 млрд юаней (\$1,2 млрд). EBIT-маржа в 2020-м составляла -9%, в 2021-м упала до -15%, а в 2022-м улучшилась до -8%. По данным последнего отчетного квартала, компания располагала денежными средствами в объеме 1,9 млрд юаней.



Обзор перед IPO

Эмитент	ZKH Group Limited
Тикер	ZKH
Биржа	NYSE
Объем к размещению	\$200 млн
Андеррайтеры	Goldman Sachs, China Renaissance



ZKH 震坤行

Рост перекрыла двойная волна негатива

Основным драйвером снижения индекса KASE стала коррекция акций Казмунайгаза под влиянием негативной динамики нефти и усиления волатильности на внешних площадках

Последний месяц складывается неудачно для казахстанского рынка. Волна коррекции, начавшаяся 20 февраля, сохраняет силу, хотя ненадолго прерывалась перед празднованием Наурыза. С конца февраля индекс KASE потерял около 3,7% как под влиянием неконтролируемых внешних шоков, так и под давлением внутренних негативных факторов, связанных с публикацией корпоративных отчетов.

В лидерах снижения из-за всплеска волатильности на мировых фондовых площадках оказался Казмунайгаз. Эмоциональная реакция некоторых инвесторов на банкротство двух региональных банков США, казалось, уже сходит на нет, но из-за ситуации вокруг системообразующего Credit Suisse панические настроения вспыхнули вновь. И хотя Нацбанк Швейцарии нашел выход из сложившегося положения, а UBS согласился поглотить проблемный банк, в финсекторе случился кризис доверия. Это привело к падению ликвидности и в конечном итоге негативно сказалось на сырьевых товарах, в частности на нефти. На этом фоне акции KMGZ на некоторое время скорректировались до 8000 тенге.

Неблагоприятное влияние на динамику KASE оказывает и сезон отчетности. К текущему моменту опубликованы результаты пяти компаний, а успешным можно назвать лишь отчет Народного банка. Слабые показатели Казтрансойла объясняются сохраняющимся давлением роста операционных затрат и расходов на строитель-

ство второй нитки водовода Астрахань–Мангышлак, что ведет к сокращению свободного денежного потока и дивиденда. Предполагаем, что в этом году выплаты вряд ли превысят прошлогодние 26 тенге на акцию.

Результаты Казмунайгаза и Kaspi выглядят скорее нейтрально. Финтех-компания, несмотря на достаточно уверенное улучшение большинства финансовых показателей, как и любой быстроразвивающийся бизнес, достигший определенного этапа, начинает фиксировать замедление роста. Прогнозы менеджмента Kaspi на 2023 год оказались несколько слабее, чем ориентиры, заложенные в нашей модели. В связи с этим мы снизили целевую цену по акции банка и изменили рекомендацию с «покупать» на «держат».

Наиболее значимым событием на валютном рынке стал мощный отскок доллара против тенге. Мы прогнозировали, что укрепление нацвалюты носит временный характер, однако фактическая ревальвация доллара оказалась слишком резкой. Влияние на курс продаж валюты Нацбанком для бюджета, которые должны были сдерживать падение тенге, оказалось малозаметным. После кратковременного тестирования парой USD/KZT отметки 470 регулятор прибегнул к словесным интервенциям, что привело к некоторой коррекции курса.

Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	06.03.23	20.03.23	
Индекс KASE	3 322,11	3 255,60	-2,0%
Халык Банк (KASE)	125,20	130,00	3,8%
Халык Банк (GDR)	11,00	11,20	1,8%
Казхателеком (KASE)	29 100,00	29 400,00	1,0%
Kcell (KASE)	1 776,38	1 786,00	0,5%
KEGOC (KASE)	1 617,00	1 620,00	0,2%
Банк ЦентрКредит (KASE)	658,37	651,14	-1,1%
Kaspi (KASE)	34 390,48	33 970,51	-1,2%
Казатомпром (KASE)	13 520,60	13 207,80	-2,3%
Kaspi (GDR)	75,00	72,10	-3,9%
Казатомпром (GDR)	28,54	26,74	-6,3%
Казтрансойл (KASE)	714,33	652,50	-8,7%
Казмунайгаз (KASE)	9 600,00	8 464,00	-11,8%

Ожидания и стратегия

После пробоя уровня 3290 пунктов KASE тестирует зону поддержки 3245–3255 пунктов. Наибольшую волатильность демонстрируют акции Казмунайгаза. Предполагаем, что после коррекции к 8000 тенге из этих бумаг вышло большое количество «колеблющихся» инвесторов, на смену которым могли прийти более долгосрочные. Самым интересным активом на сегодня выглядит Народный банк.

Инвестиционный
обзор №266
23 марта 2023

ffin.global



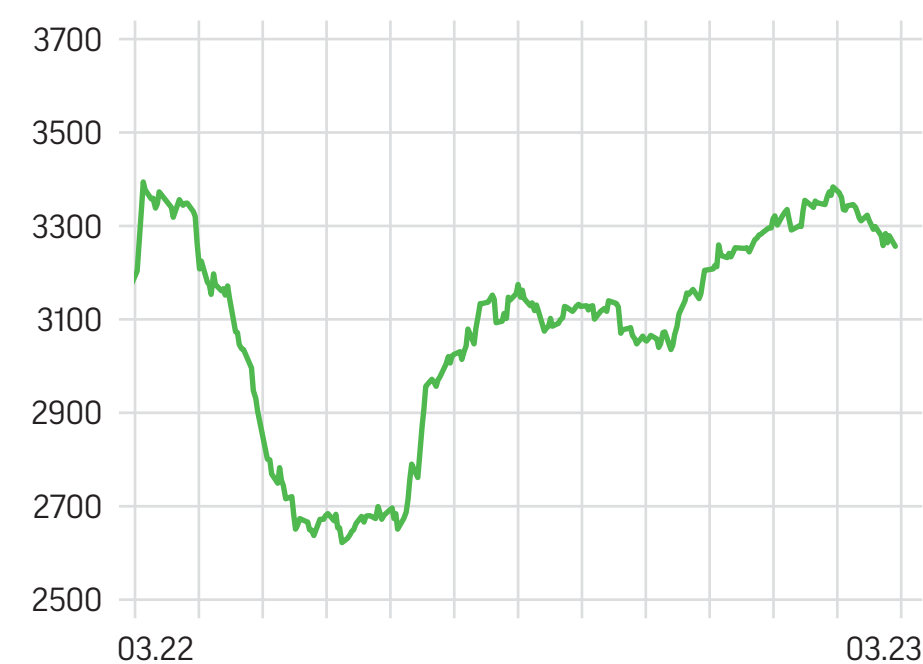
- **Казатомпром отчитался за 2022 год.** Выручка компании за отчетный период увеличилась на впечатляющие 45% г/г, достигнув рекордных 1 трлн тенге. Этот результат был обеспечен ростом цены реализации урана на 31% и ослаблением тенге на 8%. В то же время продажи урана снизились на 1%, до 16,4 тыс. тонн. Производство сократилось на 3% г/г в основном из-за падения объемов выпуска у подконтрольных эмитенту компаний Орталык, SaUran и КАТКО на 17%, 15% и 10% соответственно. Благодаря повышению выручки валовая маржа компании по итогам года выросла с 42% до 53%. Несмотря на уверенные результаты, менеджмент дал достаточно осторожные прогнозы на текущий год.
- **Казахстан намерен увеличить прокачку нефти по КТК.** Глава Минэнерго республики Болат Акчулаков анонсировал план наращивания поставок жидкого углеводородного сырья в 2023 году с более чем 50 млн тонн до 60 млн тонн.
- **Нацбанк напомнил об интервенциях.** Регулятор заявляет, что для сдерживания скачков стоимости тенге по отношению к доллару могут быть проведены валютные интервенции. Это позволит сгладить резкие колебания обменного курса и поддержит механизмы рыночного курсообразования, не ограничивая естественную волатильность нацвалюты.



Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционная идея

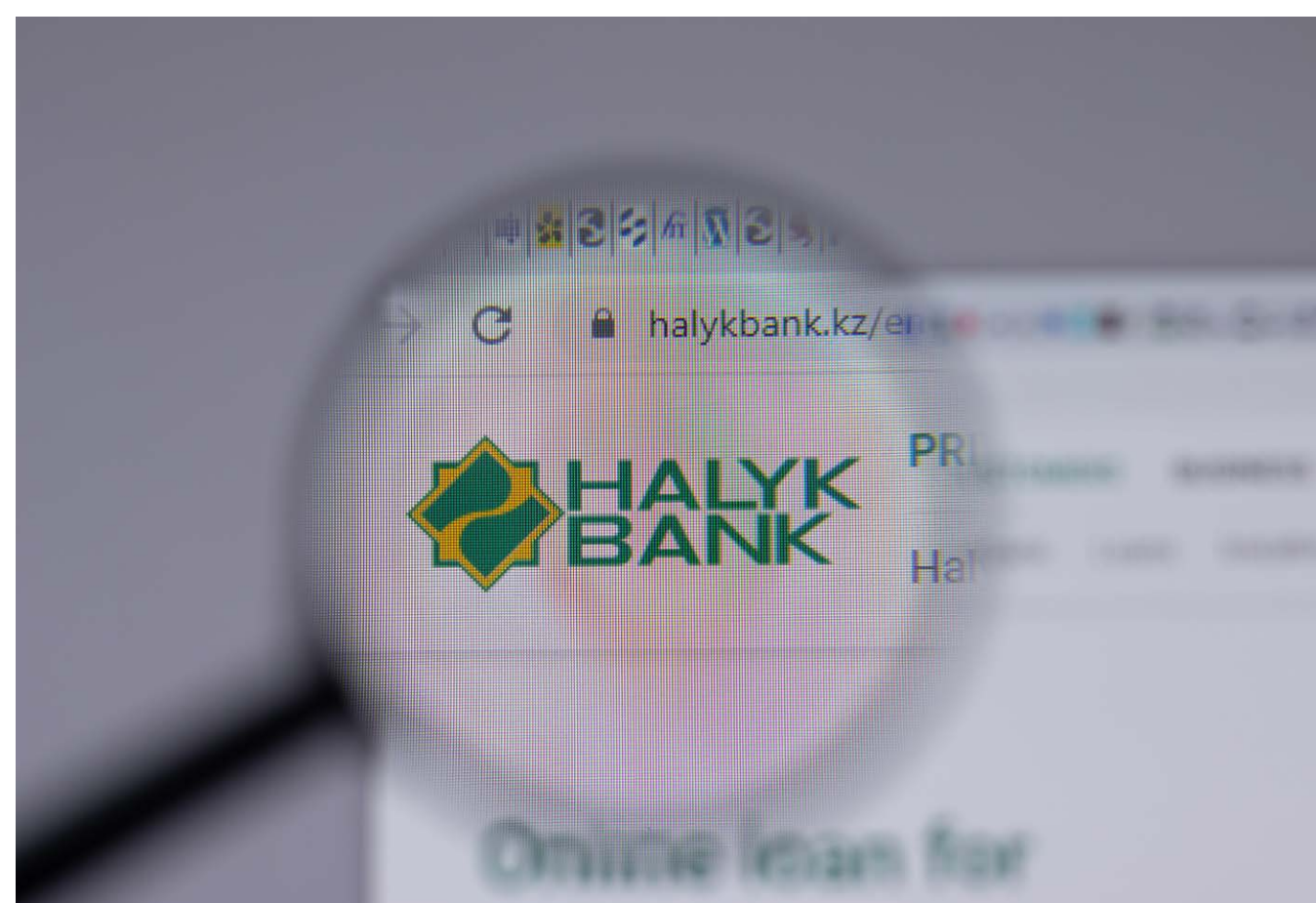
Народный банк. Превосходя ожидания

Долгосрочный таргет по акции Народного банка предполагает потенциал роста 72% от текущих уровней

Причины для покупки:

- **Рекордная прибыль и доходы.** Отчет Народного банка за четвертый квартал 2022 года мы оцениваем умеренно позитивно. Эмитенту удалось продолжить наращивание процентных доходов, кредитного портфеля и чистой прибыли, которая превысила гайденс руководства на 11%. В этой связи мы пересмотрели модели оценки компании, улучшив прогноз роста кредитного портфеля и комиссионных доходов, но также повысили стоимость капитала. Процентные доходы Народного банка в отчетном периоде увеличились на 49% г/г и на 7% кв/кв, достигнув 360 млрд тенге. В то же время процентные расходы выросли на 54% г/г и 11% кв/кв из-за повышения ставок по вкладам на фоне увеличения ключевой ставки и объема депозитов. Комиссионные доходы выросли на 73% г/г и 4,1% кв/кв, непроцентные – на 7,5% г/г. В то же время резервы под обесценение кредитов удалось значительно сократить по сравнению с их объемом за три предыдущих квартала. Стоимость риска (резервы к кредитному портфелю) составила 1,2% при прогнозе руководства на уровне 1,5%. Чистая прибыль увеличилась на 5,7% г/г и 0,7% кв/кв, до 137 млрд тенге. Скромный поквартальный рост прибыли объясняется повышением подоходного налога на 62% кв/кв из-за учета единовременных расходов, не относимых на вычеты. По итогам года прибыль Народного банка на акцию составила 50,84 тенге (+28%). Собираемость наличности по процентным доходам кредитного портфеля повысилась с 96% до 102%. Объем ликвидности ко всем обязательствам снизился с 46,7% до 44,3% на фоне недавней выплаты дивидендов. Кредитный портфель банка увеличился на 33% г/г и на 4,2% кв/кв.
- **Ожидания по дивидендам и изменения в оценке.** Учитывая рост прибыли на акцию до 50,84 тенге, можно прогнозировать

дивиденд как минимум на уровне 16,3 тенге при распределении среди акционеров 32% прибыли Народного банка. При этом мы считаем довольно высокой вероятностью начисления дивиденда в размере 25,4 тенге на акцию, или 50% прибыли. Основанием для этого предположения служит статистика выплат: в 2019–2020 годах эмитент направлял на дивиденды 60% чистой прибыли, а в среднем за пять лет эта доля равняется 48%. В пересмотренной модели мы улучшили прогноз роста кредитного портфеля и комиссионной прибыли, а также повысили ставку дисконтирования из-за усиления риска инвестиций в акции Народного банка. Целевая цена бумаги увеличилась до 215 тенге, что предполагает потенциал роста 72% от текущих уровней. Указанный в рекомендации таргет 151 тенге является промежуточным и соответствует уровню 0,5 по Фибоначчи.



АО «Народный сберегательный банк Казахстана»

Тикер на KASE	HSBK
Цена на момент анализа	130 тг
Промежуточный таргет	151 тг
Потенциал роста	16%

Динамика акций, \$ на KASE



Российский рынок

В предвкушении дивидендов

Активность покупателей позволила Индексу МосБиржи подняться к максимумам сентября 2022 года

Инвесторы на международных торговых площадках активно скупают золото и прочие активы, рассматриваемые в качестве защитных, на фоне проблем в финансовом секторе США и Европы, а также коррекции глобальных фондовых рынков. Однако эти негативные процессы практически не отразились на котировках российских бумаг. Так, основные бенчмарки Московской Биржи показали лучшую динамику за последний месяц среди мировых фондовых индексов. MOEX поднялся на максимум с сентября прошлого года, пробив вверх отметку 2400 пунктов.

Поводом стал старт дивидендного сезона. В частности, Сбербанк объявил о выплатах по 25 руб. на каждый тип акций, что суммарно превышает чистую прибыль за прошлый год. НОВАТЭК намерен распределить по 60,58 руб. на бумагу. В скором времени инвесторы ожидают объявления дивидендов Роснефтью, Татнефтью, Совкомфлотом и Транснефтью. Средняя дивдоходность портфеля розничного инвестора в текущем году может превысить 6%.

На мартовском заседании Банк России сохранил ключевую ставку на уровне 7,50% годовых. Ориентир по данному индикатору в этом году находится в диапазоне 7-9%. Регулятор по-прежнему отмечает наличие проинфляционных рисков, которые связаны с ситуацией в мировой экономике. Всемирный банк в прошлом году указывал на вероятность наступления рецессии в крупных странах из-за агрессивной денежно-кредитной политики. Проблемы, связанные с этим, уже привели к банкротству несколько финансовых организаций, включая, Credit Suisse, но пока ситуация остается контролируемой. Однако усиление опасений инвесторов в отношении возможного экономического спада уже привело к снижению цены на нефть до минимума с конца 2021 года. Новая рецессия в США и Европе оказала бы существенное давление на стоимость сырьевых товаров.



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



Инвестиционный
обзор №266

23 марта 2023

ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	06.03.23	20.03.23	
MOEX	2294	2397	4,50%
PTC	958	980	2,28%
Золото	1 847	1 986	0,54%
Brent	86,54	73	4,05%
EUR/RUB	80,49	82,72	0,96%
USD/RUB	75,45	76,55	0,83%
EUR/USD	10,8540	11,1900	-0,31%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи вернулся к сентябрьским пикам, а PTC продолжает торговаться ниже психологически значимой отметки 1000 пунктов из-за ослабления рубля. Пара USD/RUB поднялась на максимум за 11 месяцев.

Ожидаем

Мы полагаем, что в ближайшее время Индекс МосБиржи продолжит торговаться в диапазоне 2350–2450 пунктов. Охота за дивидендами продолжится, хотя основные идеи в значительной степени отыграны. Снижение цен на углеводороды не оказывает заметного давления даже на бумаги нефтегазового сектора, поскольку их поддерживают дивидендные ожидания. Внешний новостной фон слабо влияет на динамику российского рынка. Заметным негативным фактором выступает ослабление рубля, но это повышает спрос на защитные бумаги, в частности на акции экспортеров. Ориентир для пары USD/RUB на ближайшие две недели: диапазон 75–77.

Наша стратегия

Рекомендуем ограничиться ситуативной торговлей бумагами первого и второго эшелона с учетом новостной, внешней и технической картины. Длительное удержание набранных ранее длинных позиций может привести к потере прибыли. Лидерами роста среди наиболее ликвидных бумаг способны оказаться акции Сбербанка, МосБиржи, ВТБ, НОВАТЭКа, Татнефти и ЛУКОЙЛа. Аутсайдерами могут стать фишки Yandex, VK и продуктовых ретейлеров.

**Инвестиционный
обзор №266**

23 марта 2023

ffin.global





Выручка **Полюса** снизилась до \$4257 млн (-14% г/г) на фоне уменьшения объема производства и средней цены реализации. Скорректированная EBITDA упала до \$2584 млн (-27% г/г), рентабельность опустилась на 10 п.п., до 61%. Прибыль составила \$1559 млн (-32% г/г) при чистой марже 36%. Чистый долг оказался равен \$2269 млн (0,9x LTM EBITDA). Капитальные затраты увеличились до \$1121 млн (+21% г/г) при росте операционных денежных расходов на 28%, до \$519 за унцию.



Комиссионные доходы **Московской Биржи** в 2022-м упали до 37,5 млрд руб. (-9,8% г/г) при повышении операционных издержек до 23,8 млрд руб. (+16% г/г). EBITDA и чистая прибыль выросли до 49,7 млрд (+28,4% г/г) и 36,3 млрд руб. (+29,2% г/г) соответственно. Капзатраты составили 4,7 млрд руб., прогноз на текущий год предполагает колебания в широком диапазоне 4-7 млрд руб. Ориентир для операционных расходов закладывает их рост на 12-16%.



Выручка и EBITDA **Распадской** за прошедший год составили \$2842 млн (+35% г/г) и \$1295 млн (-3% г/г) соответственно при рентабельности 45%. Чистая прибыль уменьшилась до \$782 млн (-11% г/г). Чистые денежные средства оказались равны \$362 млн при капвложениях в размере \$231 млн. Компания предложила не выплачивать дивиденды. Объем добычи угля составил 21,5 млн тонн.



Процентный доход **TCS Group** в ушедшем году оказался равен 205,8 млрд руб. (+26% г/г). При этом чистые процентный и операционный доходы увеличились до 143,9 млрд (+9% г/г) и 84,1 млрд руб. (+78% г/г) соответственно. Чистая прибыль сократилась до 20,8 млрд руб. (-67% г/г). Стоимость риска выросла на 5,4 п.п., до 9,9%. Доля неработающих кредитов расширилась на 3,5 п.п., до 12,1%, при увеличении объема активов на 21%, до 1,6 трлн руб. Капитал составил 206 млрд руб. при уровне его достаточности 17%.





Выручка и скорректированная (IFRS 16) EBITDA **X5 Group** достигли 2,6 трлн (+18% г/г) и 189,5 млрд руб. (+15,4% г/г) соответственно при рентабельности 7,3%. Чистая прибыль повысилась до 52,3 млрд руб. (+7,7% г/г) при чистой марже 2%. Чистый долг составил 591 млрд руб. (IFRS 16), долговая нагрузка оказалась равна 2,5х EBITDA.



РОСНЕФТЬ

Добыча углеводородов **Роснефтью** в 2022-м увеличилась до 5,1 млн баррелей в сутки (+2,3%). Производство газа составило 74,4 млрд куб. м. На внутреннем рынке было реализовано 42,1 млн тонн нефтепродуктов. EBITDA и чистая прибыль оказались равны 2551 млрд (+9,5% г/г) и 813 млрд руб. соответственно. Объем капзатрат составил 1132 млрд руб.



Выручка, скорректированная EBITDA и чистая прибыль **Татнефти** за прошлый год повысились до 1427 млрд (+18,4% г/г), 475 млрд (+65% г/г) и 284,5 млрд руб. (+43,4% г/г) соответственно. Свободный денежный поток оказался равен 197 млрд руб. (+33% г/г). Чистые денежные средства составили 153 млрд руб. Нефтедобыча выросла до 29,1 млн тонн (207 млн баррелей), или до 568 тыс. баррелей в сутки (+4,6% г/г).

Инвестиционный
обзор №266

23 марта 2023

ffin.global





Акция	06.03.2023	20.03.2023	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1053	1062	0,85%
НЛМК	126,96	128	0,82%
ММК	39,985	39,99	0,01%
ГМК Норникель	14560	15030	3,23%
Распадская	265,75	275,8	3,78%
Алроса	61,88	62,35	0,76%
Полюс	9003,5	9460	5,07%
Мечел, ао	129,29	144,15	11,49%
Мечел, ап	166,05	172,75	4,03%
ОК РУСАЛ	41,345	40,765	-1,40%
Polymetal	510,3	552,9	8,35%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	171,84	199	15,81%
Сбербанк, ап	170,39	199	16,79%
ВТБ	0,01677	0,019125	14,04%
ТКС, гдр	2538,5	2527,5	-0,43%
МКБ	7,12	7,045	-1,05%
МосБиржа	123,87	113,71	-8,20%
СПБ Биржа	150,2	148,5	-1,13%
QIWI plc	472,5	465,5	-1,48%
ЭсЭфАй	517	504	-2,51%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	1077	173,33	6,11%
НОВАТЭК	1077	1103,2	2,43%
Роснефть	365,35	377,4	3,30%
Сургут, ао	22,73	23,35	2,73%
Сургут, ап	27,88	29,42	5,52%
ЛУКОЙЛ	4111,5	4240	3,13%
Башнефть, ао	991	1093,5	10,34%
Башнефть, ап	813	927,5	14,08%
Газпром нефть	434,5	459,1	5,66%
Татнефть, ао	337,6	355,8	5,39%
Татнефть, ап	339	353,5	4,28%
Прочие компании			
Yandex N.V.	1973	1915	-2,94%
VK	489,8	482	-1,59%
HeadHunter	1338	1297	-3,06%
Группа Позитив	1680,6	1675,4	-0,31%
Whoosh	183,29	194	5,84%
АФК Система	13,361	13,848	3,64%
CIAN	414,8	429,6	3,57%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	20.02.2023	06.03.2023	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	3,437	3,525	2,56%
РусГидро	0,7885	0,7864	-0,27%
ОГК-2	0,616	0,6445	4,63%
Юнипро	1,643	1,712	4,20%
ТГК-1	0,008134	0,00809	-0,54%
Эл5 Энерго	0,5418	0,5548	2,40%
Мосэнерго	2,3165	2,236	-3,48%
Россети - ФСК	0,08982	0,09196	2,38%
Потребительский сектор			
Магнит	4559	4559	0,00%
X5	1489	1477	-0,81%
Лента	712,5	707	-0,77%
Детский мир	69,68	71,4	2,47%
М.видео	181,4	179	-1,32%
OZON, адр	1701,5	1675,5	-1,53%
Fix Price	350,5	345,8	-1,34%
O'Key Group	26,07	27,44	5,26%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	258,4	251,55	-2,65%
Ростелеком, ао	59,7	61,6	3,18%
Ростелеком, ап	59,6	60,95	2,27%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	28,58	29,63	3,67%
НМТП	5,635	6,27	11,27%
ДВМП	34,05	35,95	5,58%
GLTR, гдр	362,35	404	11,49%
Совкомфлот	53	60	13,21%
Строительство			
ГК ПИК	622,1	628,7	1,06%
Группа ЛСР	481,2	507	5,36%
Самолет	2567	2491,5	-2,94%
InGrad	1824	1847	1,26%
Эталон	53,74	52,88	-1,60%

Большинство голубых фишек продемонстрировали положительную динамику. Лидерами роста стали акции банков, металлургов и эмитентов нефтегазовой отрасли. В аутсайдерах оказались представители ретейла, ИТ-сектора и небанковских финансовых компаний.

Голубые фишки в красном секторе

Несмотря на небольшое смягчение ДКП, индекс EqRe Blue остается в минусе

Фондовый рынок Узбекистана последние две недели остается на отрицательной территории.

Котировки УзРТСБ (URTS) за этот период просели на 12,16%. Причиной этого стало прохождение дивидендной отсечки: реестр акционеров для получения выплат с доходностью около 10% закрылся 14 марта. Также в список лидеров падения попали Тошкентвино (A028090), потерявший 14,29% стоимости, Узвторцветмет (UIRM), подешевевший на 7,51%, и Кварц (KVTS), скорректировавшийся на 1,32%.

Недавний успешный дебютант на Республиканской фондовой бирже «Тошкент» УзАвто Моторс (UZMT) за рассматриваемый период продемонстрировал коррекцию на 6,60%. Напоминаем, что с 13 марта маркетмейкером акций автопроизводителя выступает Freedom Broker.

В плюсе последние две недели завершили Хамкорбанк (НМКВ),

Кукон Механика Заводи (KUMZ) и Узпромстройбанк (SQBN), акции которых выросли на 2,01%, 5,15% и 4,30% соответственно.



Текущие рекомендации по акциям

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



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	03.03.23	17.03.2023	
Eqre Blue	1 866,98	1 762,40	-3,81%
KVTS	3 190	3 010,00	-1,32%
QZSM	3 400	3 349,00	0,57%
SQBN	10,10	10,43	4,30%
URTS	22 000	19 500,00	-12,16%
UZMK	8 800	8 889,99	-0,77%
KSCM	250 000	245 023,83	-0,13%
НМКВ	97	99,97	2,01%
IPTB	0,95	0,90	0,00%
UIRM	6 740	6 057,01	-7,51%
KUMZ	905,98	857,00	5,15%
A028090	38 000	36 000,00	-14,29%
UZMT	72 500,00	63 586,00	-6,60%



Новости экономики

- Нацбанк Узбекистана снизил **ключевую ставку** с 15% до 14% годовых на фоне наметившейся тенденции к замедлению инфляции после ее отхода от пиковых значений.
- Определен **топ-10 предприятий** республики, вносящих основной вклад в обеспечение доходов бюджета в 2023 году. Первую строчку в этом списке занимает Навоийский ГМК, формирующий 14,8% госказны. На Алмалыкский ГМК приходится 8,1%, доля Узбекнефтегаза – 1,8%, Узтрансгаза – 1,7%. Далее следуют Худудгазтаъминот с долей 1,2%, Uzbat (1,1%), Узавтосаноат (0,9%), Узметкомбинат (0,4%), Uz-Kor Gas Chemical (0,6%) и Бухарский нефтеперерабатывающий завод (0,6%).
- Министерство экономики и финансов **прогнозирует замедление роста ВВП** до 5,3% по итогам текущего года с восстановлением в 2024–2025-м, когда экономика республики должна прибавить 5,6% и 6% соответственно.

Важные новости

- **Freedom Broker** с 13 марта выполняет функцию маркетмейкера по акциям УзАвто Моторс на торгах Республиканской фондовой биржи «Тошкент».
- Продажи Chevrolet производства УзАвто Моторс в Казахстане за февраль **выросли на 329% год к году**, до 3,6 тыс. единиц.
- Кварц (KVTS) отчитался за 2022 год ростом чистой прибыли на 18% г/г, до 64,6 млрд сумов, при повышении чистой выручки на 47% г/г, до 621,3 млрд сумов.
- Чистая прибыль УзПТСБ (URTS) за прошлый год **выросла** на 41,1%, до 197,7 млрд сумов, а выручка увеличилась на 33,1%, до 392,5 млрд сумов.

Динамика USD/UZS, 1 год



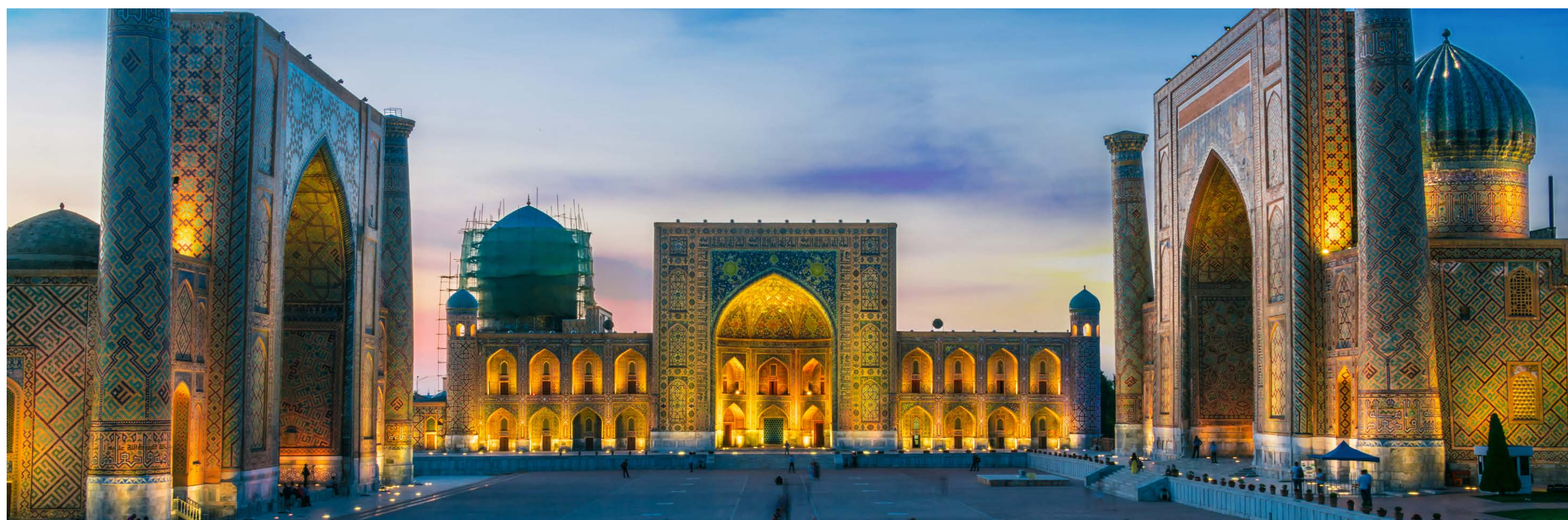
Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №266

23 марта 2023

ffin.global



Равнение на банки

Проблемы с ликвидностью у региональных банков США оказали давление на европейские публичные финансовые организации и в конечном итоге привели к существенной коррекции DAX

Неделя с 6 по 10 марта оказалась для немецкого рынка весьма волатильной. С одной стороны, в моменте DAX обновил максимум за 13 месяцев. С другой – пятидневку бенчмарк закрыл коррекцией на 1%, до 15 428 пунктов. Основное падение пришлось на пятницу, когда индекс потерял 1,3% после новости о том, что американский Silicon Valley Bank не смог привлечь капитал. На этом фоне начали падать котировки европейских банков, продемонстрировавших самое значительное за девять месяцев дневное снижение на 3,8%. Впрочем, 8 марта DAX подрос на 0,5% после заявления главы ФРС о том, что шаг подъема ставки пока не определен. Продолжая подъем, в четверг бенчмарк достиг локального максимума на уровне 15 706 пунктов. Важной новостью недели стали данные январских розничных продаж в еврозоне (+0,3% м/м, -2,3% г/г). Среди отдельных бумаг отметим производителя автозапчастей Continental, акции которого выросли на 7,6% в среду, после того как компания опубликовала прогноз повышения маржи на фоне увеличения выручки после урегулирования логистических перебоев. **Торговая пятидневка с 13 по 17 марта стала для немецких рынков худшей с июня 2022 года.** DAX упал на 4,3%, закрывшись на отметке 14 768 пунктов. Неделя, как и предыдущая, оказалась весьма волатильной. В понедельник и среду снижение составило более 3%, а во вторник и четверг рост превышал 1,5%. Негативная динамика в целом была обусловлена ситуацией с Silicon Valley Bank,

поскольку к спасению его вкладчиков была вынуждена экстренно подключиться ФРС. Это оказало давление не только на американский, но и на европейский финансовый сектора. Так, за неделю акции Deutsche Bank и Commerzbank потеряли 13%, но аутсайдером оказался Credit Suisse, котировки которого в рассматриваемый период упали на 25%, а затем, 20 марта, – еще на 60%. Ход торгов во многом определялся новостями об условиях спасения банков. Кроме того, инвесторы сразу начали переоценивать дальнейшую динамику повышения ставок ЕЦБ и ФРС, что позитивно повлияло на некоторые сектора. Среди отдельных акций отметим бумаги немецкой химической компании Lanxess, котировки которой в среду упали на 11%, после того как эмитент представил слабый прогноз на первый квартал, что обусловлено удорожанием энергоносителей.



Ожидания и стратегия

Индексу DAX пока удастся удержаться выше важной горизонтальной поддержки на уровне 14 600–14 700 пунктов. Как следствие, в ближайшие дни стоит ожидать консолидации в районе 14 800–15 200 пунктов, вероятность реализации подобного сценария чуть выше средней. При пробое данной поддержки вниз возможно падение к 13 900 пунктам.



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	03.03.23	17.03.23	
DAX Index	15 578,39	14 768,20	-5,2%
UN01 GR Equity	56,08	59,89	6,8%
HLAG GR Equity	2,92	3,11	6,6%
WCH GR Equity	16,14	16,77	3,9%
LHA GR Equity	286,80	297,00	3,6%
DHER GR Equity	10,26	10,58	3,1%
BAYN GR Equity	133,30	137,30	3,0%
RAA GR Equity	166,60	169,30	1,6%
SRT3 GR Equity	109,48	110,96	1,4%
AFX GR Equity	21,24	21,50	1,2%
TKA GR Equity	111,60	112,65	0,9%
ZAL GR Equity	50,48	50,70	0,4%
UTDI GR Equity	54,18	54,38	0,4%
LEG GR Equity	48,65	48,70	0,1%

Рынок Германии

Важные новости

- **Промышленное производство в Германии** в январе увеличилось на 3,5% м/м, тогда как аналитики, опрошенные Reuters, ожидали роста лишь на 1,4%.
- **Deutsche Post** по итогам 2022-го увеличила дивиденды с 1,80 до 1,85 евро на акцию на фоне рекордных годовых финансовых показателей. Также эмитент расширил программу buy back с 2 млрд до 3 млрд евро. Однако менеджмент предупредил, что 2023 год станет для компании сложным (challenging).
- Канцлер Германии Олаф Шольц заявил, что закрытие **Silicon Valley Bank** не должно сильно беспокоить граждан Германии, так как регуляторы усвоили все уроки финансового кризиса 2008 года.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

BMW AG. Заряжает прибыль

Прогресс в области разработки аккумуляторных технологий, эффективная стратегия развития и сильные балансовые показатели будут способствовать реализации потенциала роста в бумагах BMW

Причины для покупки:

- **Передовые аккумуляторные технологии.** Компания представила архитектуру Neue Klasse, которая позволит увеличить продолжительность поездок на 30% при снижении стоимости примерно на 50%. Высокая производительность данной батареи станет одним из серьезных драйверов роста для компании.
- **Фокус на BEV-сегменте (полностью электрических автомобилях).** Ожидается, что сильный модельный ряд с продуктами высокого класса (включая Rolls-Royce) поможет компании сохранить прибыльность, а потребности в инвестициях будут компенсированы уверенным свободным денежным потоком. Neue Klasse может снова сделать BMW лидером в сфере автомобильных инноваций и поможет привлечь инвесторов на немецкий авторынок.
- **Сильные балансовые показатели.** Даже если капвложения в 2023 финансовом году и далее будут превышать 9 млрд евро в год, операционный денежный поток от автомобильного бизнеса в размере более 14 млрд евро сможет обеспечить достаточные возможности для возврата капитала. Руководство BMW приняло решение направить большую часть избыточных денежных средств сверх минимального уровня валовой ликвидности в 20 млрд евро на выплаты акционерам путем обратного выкупа бумаг.
- **Высокая прибыльность в 2022 году и ожидания роста отгрузок автомобилей.** Согласно представленному отчету, в четвертом квартале немецкий автопроизводитель заработал EPS в размере 3,43 евро при выручке в 39,52 млрд евро (+39,1% г/г), поскольку поставки автомобилей и мотоциклов увеличились на двузначный процентный показатель. По расчетам менеджмента BMW, продажи электромобилей останутся высокими в 2023 году, несмотря на макроэкономическую неопределенность в Европе.



Среднесрочная идея

BMW AG

Тикер на Xetra	BMW
Текущая цена	97,4 евро
Целевая цена	113,2 евро
Потенциал роста	15,2 %

Динамика акций BMW



Группа компаний Freedom финансирует строительство нового кампуса в школе IQanat

9 марта на территории школы IQanat состоялась церемония закладки фундамента нового кампуса, который получит название Freedom House.

Тимур Турлов с 2019 года является попечителем проекта IQanat, поддерживает одаренных детей из отдаленных районов Туркестанской, Кызылординской, Павлодарской, а также Жетысуской областей, проводит мотивационные встречи и тем самым вносит вклад в повышение уровня образования подрастающего поколения.

Freedom Holding Corp. поддерживает юношеский футбол в Казахстане

10 марта в Астане состоялась пресс-конференция, посвященная открытию юношеской футбольной лиги QJ League. На этой встрече организаторы подробно рассказали о целях и планах проекта.

«QJ League – это крупный социальный проект. В Казахстане существует большой запрос на развитие футбола, особенно в регионах. Мы начинаем с 12 команд, но уже через пару лет в лиге будет несколько тысяч юных спортсменов. В футболе нельзя получить результат здесь и сейчас. Мы закладываем фундамент, но уверены, что обязательно увидим отдачу от запуска QJ League в ближайшем будущем», – прокомментировал мероприятие CEO Freedom Holding Corp. и председатель попечительского совета QJ League Тимур Турлов.

Freedom Holding Corp. содействует развитию шахматного спорта в Казахстане

13 марта в рамках церемонии KazChess Awards были награждены лучшие представители шахматного сообщества страны в девяти номинациях. Тимур Турлов, CEO Freedom Holding Corp. и президент Казахской федерации шахмат, в посвященном награждению выступлении отметил важность предстоящего чемпионата мира ФИДЕ по шахматам, который пройдет в Астане с 7 апреля по 1 мая 2023 года. Г-н Турлов уверен, что поединок сильнейших игроков планеты в столице Казахстана будет способствовать популяризации этого вида спорта в стране.

АО «Фридом Финанс» провело крупнейшее розничное размещение облигаций микрофинансовой организации

Казахстанское брокерское подразделение международного холдинга Freedom Holding Corp. разместило на KASE купонные долларовые облигации МФО «ОнлайнКазФинанс». Эта эмиссия стала крупнейшим розничным выпуском подобных инструментов для казах-

станских микрофинансовых компаний с того момента, как они получили разрешение на привлечение средств на организованном рынке ценных бумаг.

По итогам аукциона спрос со стороны инвесторов превысил предложение в 1,7 раза, поэтому эмитент принял решение разместить выпуск в полном объеме. Финальный объем размещения составил \$20 млн, а общее количество удовлетворенных заявок достигло 579.



**Инвестиционный
обзор №266**

23 марта 2023

ffin.global



Публичная Компания Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №266
23 марта 2023

ffin.global

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев
capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов
vadim.merkulov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина
prglobal@ffin.kz

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

+7 7172 727 555, info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

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

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