

№278 7 сентября 2023 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Занятость переключилась в режим охлаждения

Количество открытых вакансий в Штатах в июле сократилось на 338 тыс., 8,8 млн – минимума с марта 2021-го. С начала года показатель упал на 2,4 млн

Казахстан

Есть рекорд!

Узбекистан

Курс на восстановление

Россия

Корпорации стали прозрачнее

Германия

Шаг вперед – два шага назад



Содержание



Рынок США. Занятость переключилась в режим охлаждения.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Мировая ИИ-революция в экономике и инвестиционных стратегиях.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 5 сентября.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. Alphabet: вверх на новых драйверах.....	11
Оptionная идея. PUT CREDIT SPREAD ON DLTR.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
IPO Klaviyo. Автоматика на службе маркетинга.....	15
Рынок Казахстана. Есть рекорд!.....	16
Инвестиционная идея. Казмунайгаз. Вижу цель – не вижу препятствий.....	18
Российский рынок. Корпорации стали прозрачнее.....	19
Рынок Узбекистана. Курс на восстановление.....	25
Рынок Германии. Шаг вперед – два шага назад.....	27
Среднесрочная идея. LEG Immobilien. Надежный фундамент – стабильный доход.....	29
Новости Freedom Holding Corp.....	30
Контакты.....	31

Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global

Фондовый рынок США

Занятость переключилась в режим охлаждения

Количество открытых вакансий в Штатах в июле сократилось на 338 тыс., до 8,8 млн – минимума с марта 2021-го. С начала года показатель упал на 2,4 млн



Новости одной строкой:

- 25.08.2023** На симпозиуме в Джексон-Хоуле глава ФРС Джером Пауэлл подтвердил возможность еще одного повышения ключевой ставки
- 31.08.2023** Рост стержневого показателя потребительской инфляции Core PCE с 4,1% г/г в июне до 4,2% в июле
- 01.09.2023** В августе безработица в США выросла с июльских 3,5% до 3,8% на фоне создания 187 тыс. новых рабочих мест
- 05.09.2023** Саудовская Аравия и Россия решили продлить добровольные ограничения добычи и экспорта нефти до конца 2023 года

По состоянию на 01.09.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	2,55%	-1,16%
QQQ	Индекс NASDAQ100	3,73%	-1,36%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,60%	-2,03%
UUP	Доллар	0,21%	2,54%
FXE	Евро	-0,39%	-1,83%
XLF	Финансовый сектор	2,06%	-1,81%
XLE	Энергетический сектор	3,60%	4,21%
XLI	Промышленный сектор	2,12%	-1,76%
XLK	Технологический сектор	4,44%	-1,37%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-1,56%	-5,45%
XLV	Сектор здравоохранения	0,12%	0,09%
SLV	Серебро	-0,23%	-0,54%
GLD	Золото	1,40%	-0,19%
UNG	Газ	2,77%	1,88%
USO	Нефть	6,17%	5,43%
VXX	Индекс страха	-12,36%	-7,58%
EWJ	Япония	3,45%	-1,01%
EWU	Великобритания	1,84%	-2,88%
EWG	Германия	0,84%	-4,46%
EWQ	Франция	0,51%	-3,18%
EWI	Италия	1,05%	-3,75%
GREK	Греция	-0,75%	-3,77%
EEM	Страны БРИК	1,85%	-4,32%
EWZ	Бразилия	0,42%	-5,36%
RTSI	Россия	1,11%	-0,03%
INDA	Индия	1,10%	-0,54%
FXI	Китай	4,74%	-5,53%



Инвестиционный
обзор №278

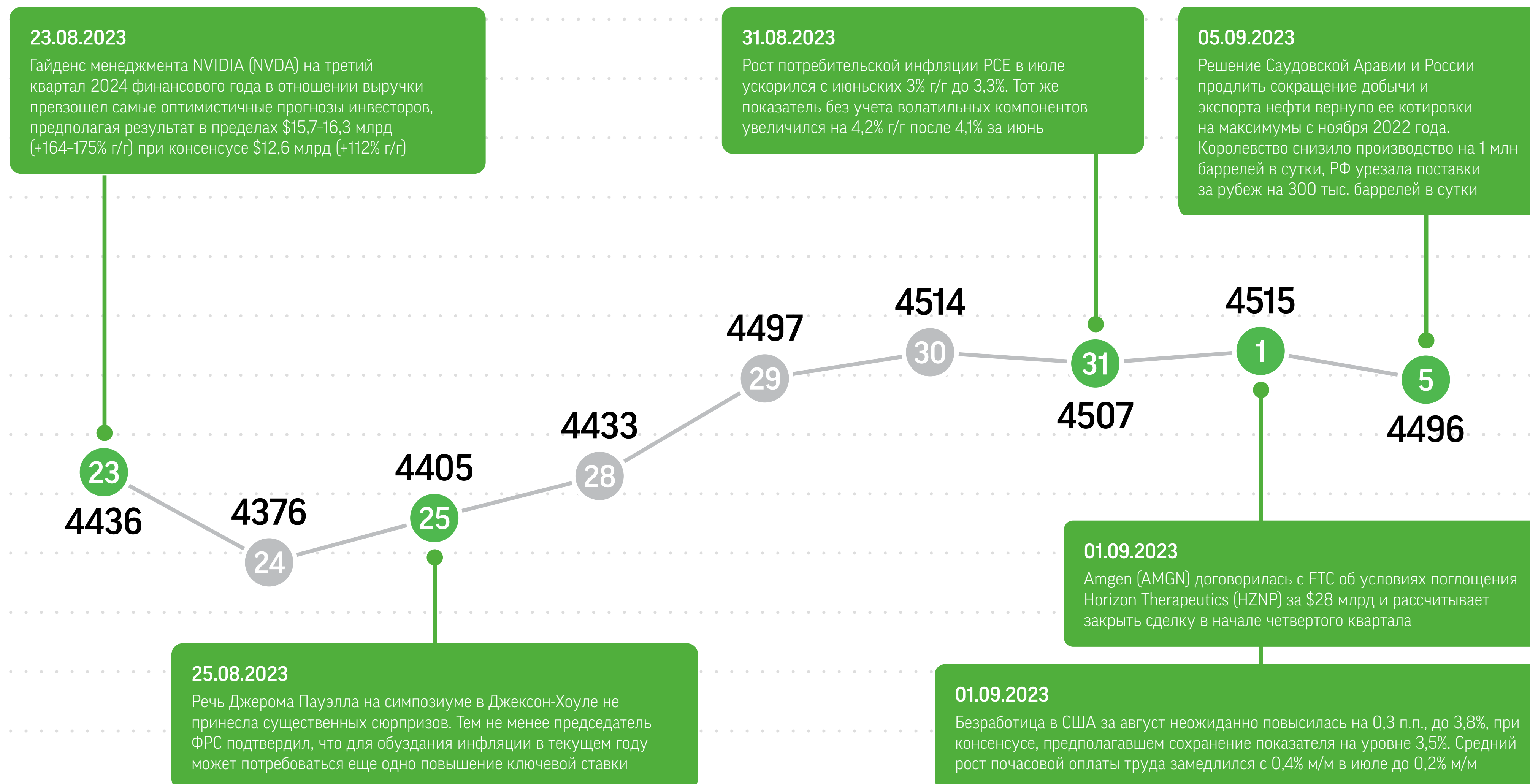
7 сентября 2023

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (23.08.2023 – 05.09.2023)



Самое главное

Мировая ИИ-революция в экономике и инвестиционных стратегиях

У ФРБ Атланты есть отличный инструмент, который позволяет отслеживать динамику ВВП в реальном времени – GDP Now. Свежие данные этого индикатора, опубликованные 1 сентября, зафиксировали феноменальный для экономики размером \$25,5 трлн рост реального ВВП Штатов на 5,6%. GDP Now может отличаться от реальной статистики: это прогноз на базе множества макроэкономических параметров. И все же он указывает, что ни о какой рецессии на данный момент речь не идет, подтверждая неоднократно высказанное мной мнение.

В экономике предсказать что-либо точно бывает трудно, ведь один из главных элементов в ней – это люди, а они нередко бывают нерациональными, так как в жизни полно парадоксов. Например, парадокс бережливости: если в кризис экономить, спрос упадет, приведя к снижению зарплат и дальнейшему спаду. Среди закономерностей, позитивно влияющих на производительность и экономический рост, парадокс Джевонса: если благодаря технологическому прогрессу определенные ресурсы используются более эффективно, это может привести к увеличению их потребления, а не к уменьшению. В этой идее содержится ответ на главный вопрос года: поможет ли внедрение чат-бота с элементами ИИ экономическому развитию или наоборот?

Пример реализации парадокса Джевонса на практике – это история с потреблением угля в XIX веке: все более эффективное применение этого ресурса повлекло за собой рост его использования в различных сферах. Отражение эта концепция находила и в развитии хай-тека. Рекламируя в 1960-х свой электронный калькулятор, IBM утверждала, что он может заменить 150 инженеров. В результате появления новой вычислительной техники производительность только росла и спрос на инженеров усиливался. Менялись только сложность задач и качество их решения. Таким образом, разговоры о том, что ИИ оставит людей без работы и вызовет застой в экономике, ни на чем не основаны. Чат-боты на базе искусственного интеллекта помогут увеличить эффективность бизнеса. Для этого будет требоваться все больше чипов для дата-центров, технологий на базе ИИ и для самого широкого применения специалистами различных сфер. Рядовой со-

трудник офиса едва ли может собрать компьютер или создать операционную систему, но использует все это для максимально быстрого и качественного решения задач.

Мы уже затрагивали тему перспектив ИИ-технологий в контексте квартального отчета NVIDIA (NVDA). Тогда же я предложил несколько рекомендаций из наших подборок в [Tradernet](#). Сегодня есть смысл осветить этот тренд как качественное изменение в развитии технологий, которое будет продолжаться десятилетиями. При выборе долгосрочной стратегии инвестирования без компаний, связанных с искусственным интеллектом, обойтись нельзя. NVIDIA вполне способна конкурировать с Apple (AAPL) в гонке за капитализацию \$10 трлн. Инвестиции в эту сферу сейчас можно сравнить с вложениями в Cisco (CSCO) или Amazon (AMZN) в разгар кризиса доткомов: их акции сохраняют очень высокий потенциал роста на горизонте 20-30 лет.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4350–4600 пунктов.

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



Важные новости

Выступая на симпозиуме глав мировых центробанков в Джексон-Хоуле 25 августа председатель ФРС Джером Пауэлл допустил возможность дополнительного повышения ключевой ставки в текущем году, так как охлаждение экономики США происходит медленнее, чем рассчитывали монетарные власти.

Индекс потребительской инфляции PCE, который выступает ориентиром для ФРС при определении курса монетарной политики, в июле вырос на 3,3% г/г после повышения на 3% месяцем ранее. Стержневой показатель (за исключением волатильных статей) прибавил 4,2% г/г, также превзойдя июньские 4,1%.

В августе в экономике США (за исключением сельскохозяйственного сектора) было создано 187 тыс. рабочих мест. При этом результаты двух предыдущих месяцев были пересмотрены в сторону понижения в общей сложности на 110 тыс. Таким образом, июньская динамика показателя, по обновленным данным, зафиксировала увеличение числа новых рабочих мест на минимальные с декабря 2020-го 105 тыс.

Саудовская Аравия и Россия 5 сентября приняли решение о продлении добровольных ограничений добычи и экспорта нефти до конца 2023 года. Котировки WTI и Brent на этом фоне достигли максимальных отметок за десять месяцев. Напомним, что Саудовская Аравия в июле сократила добычу на 1 млн баррелей в сутки и с тех пор несколько раз продлевала действие этой меры. Россия снизила экспорт нефти на 300 тыс. баррелей в сутки.

Актуальные тренды

Обзор на 5 сентября

Глобальная картина

Во второй половине августа S&P 500 смог восстановить часть понесенных ранее потерь, прибавив 3,3%. Тем не менее индекс широкого рынка завершил месяц снижением на 1,8%, а Dow Jones и NASDAQ 100 потеряли 2,4% и 1,6% соответственно. Начало третьей декады августа было для S&P 500 не очень активным: в преддверии саммита глав мировых центробанков в Джексон-Хоуле инвесторы, опасаясь «ястребиных» заявлений Джерома Пауэлла, действовали с осторожностью. Давление на настроения рынка оказали снижение агентством S&P Global Ratings кредитных рейтингов некоторых американских банков и слабые отчеты ретейлеров. Затем участники торгов получили заряд оптимизма от релиза квартальных результатов NVIDIA (NVDA), который оказался лучше прогнозов, доходности 10-летних казначейских облигаций США отступили от локальных пиков, а заявления Пауэлла обошлись без неприятных для рынка неожиданностей. Позитивный импульс усилился в конце августа, так как выходящая макростатистика все отчетливее сигнализирует о реализации сценария так называемой экономики Златовласки. Рынок труда продолжил остывать, способствуя замедлению роста зарплат, динамика базового индекса расходов на личное потребление оказалась на уровне ожиданий. После опубликованных на прошлой неделе макроданных участники торгов снизили оценку вероятности повышения ставки ФРС до конца года на дополнительные 25 б.п. – с 57,6% до 36,7%.

Влияние корпоративной отчетности на динамику фондовых площадок за последние две недели существенно ослабло, так как уже к середине августа финансовые результаты представили 95% компаний, входящих в S&P 500. При этом показатели завершавших сезон отчетов эмитентов внесли в общий результат позитивный вклад: среднее снижение EPS по индексу S&P 500 за отчетный квартал уменьшилось с 4,5% на середину месяца до 4,1% к его концу, а реакция инвесторов на позитивный сюрприз от EPS улучшилась с -0,5% до -0,3%. Из представленных за последнее время отчетов следует, что потребители сохраняют осторожность, воздерживаясь от покупки

товаров длительного пользования, включая ПК и ноутбуки. В то же время спрос на ПО и серверные решения остается сильным, а потребность в ИИ-ускорителях продолжает расти.

В ближайшие две недели в фокусе участников торгов будут отчеты Adobe (ADBE), Casey's General Stores (CASY), RH (RH).

Макроэкономическая статистика

Последние макроданные указывают, что рынок труда продолжает остывать. Безработица в августе повысилась до 3,8% при консенсусе 3,5%, число новых рабочих мест составило 187 тыс., но суммарное число открытых в июне и июле вакансий в соответствии с окончательной оценкой было снижено на 100 тыс. Важным для «быков» моментом стало сокращение общего числа открытых вакансий до 8,83 млн при консенсусе 9,5 млн и замедление темпов роста заработной платы до 4,3% г/г. Негативным моментом стало ухудшение потребительских настроений до 69,5 пункта и снижение композитного PMI до 50,4 пункта, согласно предварительной оценке за август. В ближайшие две недели в фокусе внимания будут данные деловой активности в сфере услуг, статистика инфляции, промпроизводства и розничных продаж за август.

Монетарная политика ФРС

Выступление Пауэлла на саммите глав ведущих ЦБ в Джексон-Хоуле 25 августа можно охарактеризовать как ожидаемое. Председатель ФРС отметил замедление отдельных инфляционных компонентов, а также устойчивость сервисной части инфляции, указав на позитивные тренды на рынке труда и сделав уже учтенное рынком замечание, что сильная экономика – это проинфляционный фактор. Реакция инвесторов на это выступление Пауэлла была позитивной, так как их опасения не оправдались. При этом сформировалось ожидание, что ставки будут сохраняться на пиковых значениях дольше, чем предполагалось ранее.

Техническая картина

Как мы и рассчитывали, S&P 500 смог нащупать локальное дно у отметки 4350 пунктов и перешел к росту, чему способствовала близость к нижней границе восходящего тренда и формирование разворотного паттерна согласно индикатору MACD. На текущий момент есть признаки затухания «бычьего» импульса. Сопротивлением для индекса широкого рынка, скорее всего, станет предыдущий локальный пик в районе 4580 пунктов, поэтому в краткосрочной перспективе вероятно сохранение восходящего тренда с последующей консолидацией вблизи указанного сопротивления.



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
GOOGL	ALPHABET INC.	Интерактивные медиа и сервисы	1 598 448	2023-09-01	136	151	2024-08-31	11%	Покупать
BIDU	BAIDU	Информационные технологии	40 314	2023-08-18	146	180	2024-08-17	23%	Покупать
AMT	AMERICAN TOWER CORP.	Коммерческая недвижимость	84 276	2023-08-04	181	224	2024-08-03	24%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	38 692	2023-07-24	267	339	2024-07-23	27%	Покупать
AMD	ADVANCED MICRO DEVICES, INC.	Производство полупроводников	176 835	2023-08-01	109	145	2024-07-31	32%	Покупать
LTHM	LIVENT CORP.	Химическая промышленность	3 898	2023-05-15	22	33	2024-05-14	52%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	9 591	2023-05-01	15	23	2024-04-30	57%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	28 591	2023-06-01	130	230	2024-05-31	77%	Покупать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	1 701	2023-08-18	8	11	2024-08-17	30%	Покупать
T	AT&T INC.	Телекоммуникационные услуги	104 733	2023-07-26	15	16	2024-07-25	9%	Держать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	65 561	2023-08-18	117	133	2024-08-17	14%	Покупать
MRTX	MIRATI THERAPEUTICS, INC.	Биотехнологии	2 638	2023-08-18	38	54	2024-08-17	44%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 417 160	2023-08-03	138	170	2024-08-02	23%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	1 722	2023-08-18	6	12	2024-08-17	110%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	14 496	2023-07-25	65	82	2024-07-24	27%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	19 344	2023-08-18	84	109	2024-08-17	30%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	148 528	2023-08-18	96	115	2024-08-17	20%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	28 029	2023-08-18	33	38	2024-08-17	16%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	3 434	2023-08-03	16	28	2024-08-02	77%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	2 338	2023-08-18	7	8	2024-08-17	21%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	13 576	2023-08-18	99	115	2024-08-17	16%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	3 182	2023-08-18	6	13	2024-08-17	118%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	1 107	2023-08-18	3	7	2024-08-17	137%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	128 770	2023-08-02	115	135	2024-08-01	17%	Покупать

Инвестиционный
обзор №278
7 сентября 2023
ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



23 августа после закрытия основной торговой сессии **NVIDIA Corporation (NVDA)** опубликовала сильные квартальные результаты и представила гайденс, превзошедший самые оптимистичные ожидания инвесторов. Хотя на старте торгов 24 августа цена акций показала стремительный рост, по итогам сессии они поднялись лишь на 0,1% на фоне фиксации позиций участниками рынка перед выступлением Джерома Пауэлла 25 августа. Компания остается ключевым бенефициаром ИИ-революции, быстро расширяя свою продуктовую линейку, чтобы предоставлять своим клиентам более комплексные решения с высокой добавленной стоимостью. Это позволяет не только существенно нарастить объемы бизнеса, но и повысить маржу. Компания продолжит наращивать выручку сегмента дата-центров в этом и следующем году на фоне огромного количества заказов на несколько кварталов вперед. При этом NVIDIA все также демонстрирует результаты лучше рыночных в игровом сегменте. Мы оцениваем квартальный отчет компании максимально позитивно.

Выручка NVIDIA за второй квартал 2024 финансового года выросла на 102% г/г, до \$13,5 млрд (+88% кв/кв), что оказалось намного лучше самых смелых ожиданий. Гайденс менеджмента предполагал повышение выручки на 61–67% г/г, до \$10,8–11,2 млрд, а рынок в среднем придерживался верхней границы прогнозного диапазона. Скорректированная EPS увеличилась в 9,5 раза, до \$2,7, что оказалось на 30% выше ожиданий рынка на уровне \$2,08. Наши ориентиры также были более консервативными, мы ожидали рост выручки на 80% г/г преимущественно за счет высоких доходов сегмента Data Center на фоне сильно возросших ASP из-за ажиотажного спроса.

- **Выручка сегмента Data Center увеличилась на 171% г/г, до \$13,5 млрд (+141% кв/кв), хотя рынок ориентировался на рост на 111% г/г.** Со слов менеджмента, сильными результатами компания в первую очередь обязана продажам HGX Grace Hopper (CPU+GPU) для обучения и работы больших языковых моделей ИИ крупным облачным и интернет-компаниям из США. Также отмечаются хорошие продажи новых специализированных чипов, среди которых особенно выделяются L40 GPU для работы с метавселенными и графикой. С учетом ограниченных производственных мощностей и ажиотажного спроса мы считаем, что превосходные финансовые результаты были во многом достигнуты благодаря росту ASP, что не раз отмечалось независимыми источниками, но не комментируется менеджментом. Подсегмент сетевого оборудования почти удвоил выручку по сравнению с прошлым годом. Глава компании Дженсен Хуанг не давал новых количественных оценок перспектив рынка ИИ-оборудования, но неоднократно отмечал, что огромный спрос не пойдет на спад в ближайшие годы, как опасается часть участников рынка. Отчитавшаяся месяц назад TSMC прогнозирует, что направление чипов для ИИ в ближайшие пять лет будет расти в среднем более чем на 50%. Это подтверждает оптимистичные оценки других участников рынка. Компания обеспечена заказами на несколько кварталов вперед и ожидает последовательного роста продаж

в текущем и следующем году по мере роста производственных мощностей. NVIDIA продолжила развитие своей ИИ-экосистемы, в частности платформы NVIDIA AI Enterprise, NVIDIA Omniverse и других. Был заключен ряд крупных стратегических соглашений – со Snowflake, Hugging Face и другими. Менеджмент дал умеренно оптимистичные комментарии относительно ситуации с Китаем, отметив, что сейчас не видит рисков для бизнеса. Тем не менее, по заявлениям представителей руководства компании, в долгосрочной перспективе, если правительство США захочет запретить поставки их GPU для ДЦ в Китай, то американская полупроводниковая промышленность навсегда потеряет возможность конкурировать на крупнейшем в мире рынке КНР.

- **Выручка Gaming-сегмента выросла на 21,7% г/г, до \$2,49 млрд (+11% кв/кв), значительно превысив консенсус на уровне \$2,38 млрд (+16,6% г/г).** Результаты продаж оказались лучше, чем в целом по рынку, превзойдя по темпам роста конкурентов. Компания отмечает усиление популярности карт GeForce RTX 4060 в сегменте ноутбуков, спросу на которые оказывает поддержку начало учебного года и приближающийся сезон предпраздничного шопинга. В целом по рынку поставки ПК в апреле-июне упали на 13,4%, по данным IDC, а продажи консолей Nintendo Switch, для которой NVIDIA является эксклюзивным поставщиком GPU, выросли на 13,9%.
- **Выручка ProfVis упала на 24% г/г, до \$0,38 млрд (+28% кв/кв), что превзошло ожидания рынка на уровне \$0,32 млрд.** Менеджмент доволен сильным ростом продаж ноутбуков на базе новейшей архитектуры чипов Ada и также ждет ускорения роста в этом квартале на фоне запуска стационарных рабочих станций на новой архитектуре. Компания продолжает развивать NVIDIA Omniverse Cloud – инструментарий для разработки и применения приложений индустриальных метавселенных. Совместно с Adobe, Apple, Autodesk и Pixar NVIDIA сформировала альянс для развития собственного фреймворка для работы с 3D-объектами – OpenUSD.
- **Выручка Auto-сегмента увеличилась лишь на 15% г/г, до \$0,25 млрд (–15% кв/кв) при прогнозах на уровне \$0,31 млрд.** Слабый результат объясняется пересмотром в сторону снижения производственных планов автопрома, в том числе китайского. В этом квартале NVIDIA заключила соглашение с MediaTek, которая будет разрабатывать автомобильные SoC на базе GPU NVIDIA.

Рентабельность NVIDIA активно повышается на всех уровнях благодаря росту продаж более маржинальных продуктов и сопутствующего ПО, а также эффективному контролю операционных затрат. Валовая маржа Non-GAAP за отчетный период достигла 71,2% при общерыночных ожиданиях на уровне 70,1%, за счет продаж более комплексных и рентабельных продуктов, в частности в сегменте Data Center, а также благодаря увеличению объема реализации сопутствующего ПО и сокращению списаний запасов в сегментах Gaming и ProfVis. Операционная маржа Non-GAAP увеличилась до 57,6% при консенсусе 52,3%, чему способствовал достаточно сдержанный рост операционных затрат, в том числе R&D.

Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

Гайденс менеджмента на текущий квартал вновь оказался более оптимистичным, чем общерыночные ожидания. Он основан на очень высоком спросе на продукты NVIDIA в сегменте Data Center и восстановлении игрового сегмента. В третьем квартале 2024 фингода менеджмент ожидает выручку на уровне \$15,7-16,3 млрд (+164-175% г/г) при консенсусе \$12,6 млрд (+112% г/г). Эту динамику компания планирует обеспечить за счет усиления спроса на продукцию для Data Center, который будет также показывать положительную квартальную динамику в этом и следующем году. Валовая маржа Non-GAAP прогнозируется в диапазоне 72-73% при консенсусе FactSet около 70%. Операционные затраты компания планирует в объеме \$2 млрд (общерыночный прогноз: \$2,1 млрд), операционная маржа Non-GAAP, по собственной оценке, должна составить 59,2-60,7% (общерыночный прогноз: 53,2%). Скорректированную EPS менеджмент планирует в пределах \$3,18-3,32, что предполагает рост в 5,5-5,7 раза к прошлогодним значениям. Это на 33-39% выше консенсуса.

Мы сохраняем рекомендацию «покупать» по акции NVDA и повышаем целевую цену по ней с \$550 до \$600.



25 августа стало известно, что рабочие профсоюза UAW проголосовали за проведение одной или нескольких забастовок против **Ford, General Motors Co. и Stellantis N.V.** после истечения текущего контракта. 14 сентября подходит к концу текущий контракт профсоюза рабочих UAW с «большой тройкой» американских автопроизводителей, на предприятиях которых трудятся 146 тыс. рабочих, UAW требует от автопроизводителей повышения заработной платы для работников, состоящих в профсоюзе, на 40% с предоставлением ряда дополнительных льгот. Согласно оценкам Reuters, выполнение требований UAW потребует поднятия средней часовой оплаты труда рабочих с \$60 до \$100. Наибольший урон от возможных забастовок может получить Ford. Около 60 тыс. членов UAW, или около 35% всего штата, трудятся на заводах автопроизводителя. UAW отмечает, что затраты на рабочую силу «большой тройки» не превышают 5% от их выручки, что в целом соответствует действительности. Если Ford поднимет зарплаты членов профсоюза с \$60 в час до \$100, то при ожидаемой выручке за текущий год на уровне \$181 млрд Ford придется понести дополнительные расходы примерно на \$2 млрд, что примерно равно 15% операционной прибыли. Безусловно, при реализации данного сценария автопроизводителю придется перенести часть выросших затрат на конечную стоимость реализации автомобилей. Большой риск исходит от одновременных затрат, которые концерн понесет, если протестные акции продолжатся больше месяца. Но, вероятно, такое событие не останется без внимания рынка и цены на новые автомобили могут вырасти в условиях ограниченного предложения, особенно на вторичном рынке автомобилей в США. 30 августа Ford анонсировал встречное предложение UAW, согласно которому сотрудникам с почасовой оплатой труда концерн готов поднять ее на 15%. Остается дождаться реакции UAW.

Остается дождаться реакции UAW.



30 августа **Johnson & Johnson (JNJ)** обновила гайденс после выделения потребительского бизнеса в компанию Kenvue (KVUE). Недели ранее были подведены итоги этой процедуры в оговоренные ранее сроки – в течение 21 месяца после анонса планируемого отделения. IPO KVUE состоялось в мае, а 18 августа J&J сообщила о завершении обмена акций JNJ на бумаги KVUE. В собственности Johnson & Johnson осталась доля 9,5% Kenvue. Компания может монетизировать (продать) этот пакет акций после 90-дневного периода lock-up. Решение о монетизации, по словам менеджмента, будет зависеть от рыночных условий. В составе Johnson & Johnson остались два более быстрорастущих сегмента – фармацевтический и MedTech.

В соответствии с пересчетом финансовых результатов 2022 года и ожиданий на 2023-й Johnson & Johnson повысила гайденс по росту выручки с 7-8% г/г до 7,5% – 8,5% г/г, ориентируясь на результат \$83,6-84,4 млрд без учета курсовых разниц. По медианному значению новый прогноз на \$15,8 млрд ниже гайденса, данного в июле в отчете за второй квартал, что отражает выручку отделившегося потребительского сегмента.

Скорректированную EPS без влияния валютных курсов корпорация прогнозирует в диапазоне \$9,9-10, что предполагает рост на 11,5% г/г. Благоприятное влияние на EPS оказало улучшение ориентиров в отношении операционной рентабельности из-за изменения продуктового микса в пользу более маржинальных сегментов, а также снижение процентных расходов после передачи \$7,2 млрд чистого долга Kenvue и уменьшение ожидаемой эффективной налоговой ставки на 0,5%, до 15-16%. Как и предполагал менеджмент еще до отделения, J&J теперь сможет позиционироваться как более быстрорастущая компания.

Также благодаря сделке количество акций J&J сократилось примерно на 7%, до 2557,2 млн в средне-годовом выражении, что также оказывает поддержку EPS. Менеджмент отмечает, что такое сокращение эквивалентно buy back на сумму около \$33 млрд, а это беспрецедентный для J&J объем. Также в результате IPO и размещения долга Kenvue J&J сгенерировала \$13,2 млрд денежных средств, которые будут направлены в соответствии с корпоративными приоритетами аллокации капитала, главным из которых остается обеспечение органического роста бизнеса J&J.

Квартальный дивиденд корпорации сохранен на уровне \$1,19 на акцию, годовая доходность на 28 августа составляла 2,9%. При этом благодаря снижению числа акций объем выплачиваемых дивидендов, по прогнозам компании, снизится на \$900 млн в годовом выражении. J&J является дивидендным аристократом и, по всей видимости, сохранит этот статус после отделения потребительского сегмента. За последние 10 лет JNJ повышала дивиденд в среднем на 6,4% в год.

Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

AMGEN

1 сентября **Amgen (AMGN)** договорилась с FTC об условиях поглощения Horizon Therapeutics (HZNP). Ранее регулятор выступал за блокировку этого поглощения из-за недовольства потенциальным получением покупателем монопольных позиций на рынке офтальмологических препаратов и средств от подагры, на которых специализируется Horizon, владеющая продуктами Terezza и Krystexxa. Претензии антимонопольного ведомства были основаны на возможности Amgen предложить для компаний, предоставляющих медицинские льготы, более выгодные условия возмещения стоимости препаратов из своего портфеля взамен на приоритетные позиции продукции Horizon в списках возмещения, ограничивая тем самым конкурентные позиции других производителей и разработчиков новых препаратов для указанных индикаций.

Согласованные с FTC условия поглощения предполагают запрет на комбинирование препаратов из текущего портфеля Amgen с Terezza или Krystexxa, а также на предоставление любых скидок на продукты Amgen в обмен на более привлекательные условия позиционирования одного из двух указанных препаратов Horizon. Таким образом, рыночные позиции Amgen в отношении новых препаратов оказались несколько ограниченными, однако, на наш взгляд, на темп роста и объем выручки компании существенного влияния это не окажет. Профили эффективности и безопасности Terezza и Krystexxa достаточно сильные, чтобы обеспечить уверенный спрос на терапию. Отметим, что возможностями такого косвенного манипулирования ставками возмещения стоимости обладают многие крупные игроки на рынке фармацевтики, что может вызывать дополнительные ограничения для входа новых препаратов на рынки. Однако конкретных подобных обвинений против Amgen выдвинуто не было.

Достижение соглашения несколько ослабило негативные настроения, вызванные противодействием FTC активности M&A в индустрии. Внимание регулятора к крупным сделкам биотехов стало прецедентом и фактором давления на рынок. Однако тот факт, что поглощение в итоге удалось согласовать, стало позитивным сигналом на краткосрочном горизонте и усилило оптимизм в отношении другой крупной сделки – между Pfizer (PFE) и Seagen (SGEN). В то же время участники рынка впредь могут осторожнее оценивать перспективы масштабных M&A в биотехнологиях, ожидая более пристального внимания к ним со стороны FTC.



Инвестиционная идея

Alphabet: вверх на новых драйверах

Бум ИИ-технологий вкупе с активным восстановлением рынка интернет-рекламы обеспечит рост акций GOOGL к таргету \$151

Тикер	GOOGL
Цена акций на момент анализа	\$135,66
Целевая цена акций	\$151
Потенциал роста	11,31%

Alphabet Inc. (GOOGL) – холдинговая компания, владеющая поисковиком Google, видеохостингом YouTube, а также множеством других активов преимущественно в ИТ-индустрии. Корпорация ведет бизнес по всему миру, ключевые для нее регионы – это США, где она сгенерировала 47% выручки по итогам первого полугодия 2023-го, и страны, входящие в EMEA, на которые пришлось 30% поступлений от продаж.

Мы прогнозируем позитивную динамику акций Alphabet на горизонте 12 месяцев.

Ключевые инвестиционные тезисы:

Сильные квартальные результаты основных сегментов бизнеса. С апреля по июнь доля Google-поиска в выручке Alphabet составила 57%, повысившись на 5% г/г, реклама на YouTube принесла 10% дохода, который увеличился на 4% г/г. Мы связываем эту динамику с восстановлением после не самого удачного для данных направлений 2022 года. На сегмент Google Cloud, занимающийся предоставлением вычислительных мощностей, пришлось 11% общих поступлений. Одним из ключевых драйверов облачного сегмента стало бурное развитие ИИ-технологий. Его выручка в первом и во втором кварталах текущего года увеличилась на 28% г/г. Причем в последнем отчетном периоде рост показателя на 2% превысил консенсус FactSet.

Позитивные прогнозы. Мы рассчитываем на продолжение активного восстановления рекламного рынка до конца 2023 года и ожидаем, что интеграция ИИ-инструментов в интернет-поисковик компании обеспечит позитивную динамику доходов от рекламы. На данный момент в Google Ads была добавлена языковая модель, позволяющая с помощью текстовых запросов задавать параметры рекламной кампании. Инструменты ИИ также применяются для оптимизации эффективности уже сформированных стратегий продвижения товаров и услуг. Из доступных на сегодня данных по применению таких инструментов следует, что выручка одного из клиентов Alphabet Take Ace Hardware за счет организованной с помощью ИИ рекламной кампании увеличилась на 87% г/г.

Доходы сегмента Google Cloud, по нашим расчетам, продолжают расти двузначными темпами на горизонте как минимум до 2026 года. Этому будет способствовать развитие ИИ-технологий, подкрепленное партнерством Google Cloud с игроками из разных индустрий, направленным на максимально широкое применение и развитие ИИ. На данный момент облачное подразделение Alphabet уже наладило партнерские отношения с SAP, NVIDIA, General Motors.

На прошедшей в конце августа конференции Google Cloud Next были представлены новые продукты компании, в числе которых:

- Vertex AI (объединяет все облачные сервисы

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



Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
GOOGL	(0,4%)	4,5%	3,1%	9,7%	23,6%
S&P 500	0,2%	2,5%	(1,3%)	7,0%	13,8%
Russell 2000	1,1%	3,6%	(3,7%)	8,6%	5,4%
DJ Industrial Average	0,3%	1,4%	(2,2%)	5,4%	10,0%
NASDAQ Composite Index	(0,0%)	3,2%	(1,8%)	7,1%	19,1%

Динамика котировок GOOGL, \$



Alphabet

Инвестиционная идея

Google в одном приложении, позволяет использовать облачные мощности Google Cloud для обучения ML-моделей, также поддерживает сторонние генеративные модели

- Duet AI (многофункциональный офисный ИИ-помощник, подписка на который, по данным CNBC, составит \$30 в месяц)

Мы позитивно оцениваем презентацию этих новинок, отмечая перспективность функции поддержки моделей третьих сторон, учитывая, что один

из конкурентов Alphabet корпорация Microsoft также допускает сторонние ИИ-модели на свои мощности Azure AI.

Наша рекомендация по акции GOOGL – «покупать», целевая цена на 12-месячном горизонте – \$151, Эти ориентиры рассчитаны на основе целевых мультипликаторов 27,5x P/E и 19,5 EV/EBITDA. Ключевыми драйверами роста котировок корпорации остаются продолжающееся восстановление рекламного рынка, а также активное развитие индустрии ИИ.

Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global

Финансовые показатели, \$ млн	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Выручка	257 637	282 836	300 566	330 302	363 699
Основные расходы	110 939	126 203	134 863	149 856	166 831
Валовая прибыль	146 698	156 633	165 704	180 446	196 868
SG&A	67 984	81 791	91 594	105 616	121 754
EBITDA	78 714	74 842	74 110	74 830	75 114
Амортизация	12 441	15 928	16 124	19 432	23 091
EBIT	91 155	90 770	90 234	94 262	98 205
Процентные выплаты (доходы)	(346)	(357)	(209)	(172)	(172)
EBT	90 734	71 328	75 290	75 358	75 516
Налоги	14 701	11 356	12 849	12 852	12 872
Чистая прибыль	76 033	59 972	62 441	62 506	62 645
Diluted EPS	\$5,6	\$4,6	\$4,9	\$5,1	\$5,2
DPS	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00



Alphabet

Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E
ROE	24%	24%	22%	21%
ROA	17%	16%	15%	14%
ROCE	27%	25%	23%	22%
Выручка/Активы	0,77x	0,75x	0,77x	0,79x
Кэф. покрытия процентов	5,46x	5,44x	6,10x	6,80x

Маржинальность, в %	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Валовая маржа	57%	55%	55%	55%	54%
Маржа по EBITDA	35%	32%	30%	29%	27%
Маржа по чистой прибыли	30%	21%	21%	19%	17%

Опционная идея

PUT CREDIT SPREAD ON DLTR

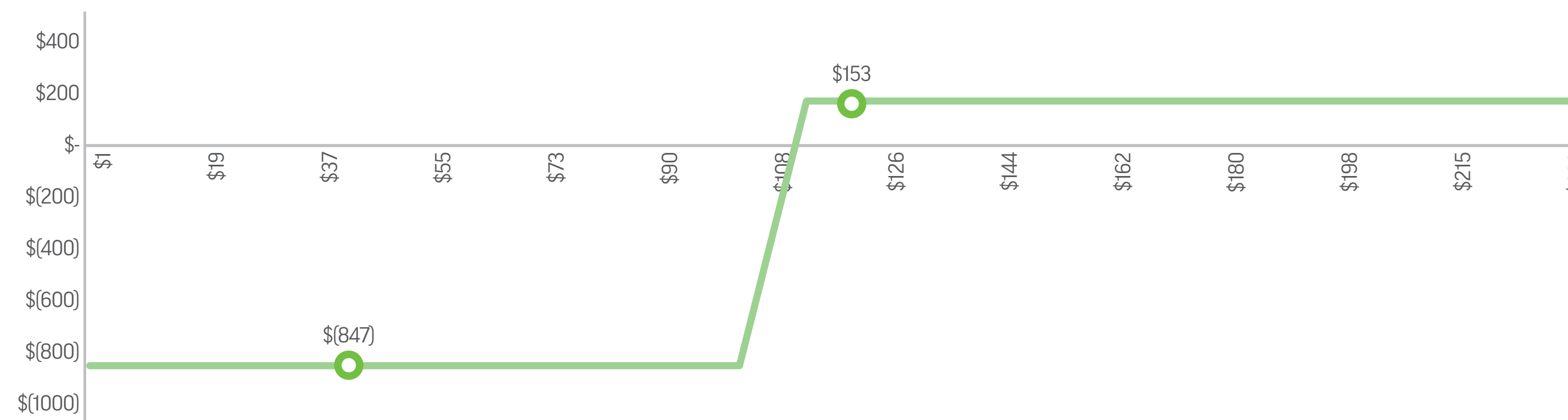


Инвестиционный тезис

Dollar Tree, Inc. (DLTR) – американская розничная сеть товаров фиксированных цен от \$1 и ниже, состоящая примерно из 13,6 тыс. магазинов. Компания присутствует в 48 штатах США и Канаде, входит в список Fortune 500, владеет также дискаунтерами Deals. Магазины поддерживаются общей сетью логистики, включающей 11 распределительных центров. В ассортименте Dollar Tree представлены товары национальных, региональных и частных брендов, а также косметическая и уходовая продукция, канцелярские принадлежности, электроника, сезонный декор и многое другое.

Совокупные сопоставимые продажи ретейлера за второй квартал увеличились на 6,9%. У сети Dollar Tree этот показатель вырос на 7,8%, у Family Dollar – на 5,8%. Инвесторов все больше беспокоят краткосрочные тренды спроса в рознице. Некоторые ретейлеры прогнозируют ослабление спроса, отмечая, что их запасы увеличиваются быстрее, чем растут доходы. Эта ситуация неблагоприятна для сектора. Соответствующие комментарии менеджмента Dollar Tree только усиливают негативный настрой в отношении ее акций. Хотя компания отчиталась за второй квартал ростом прибыли, ориентир руководства по EPS на третий квартал закладывает ее в пределах \$0,94–1,04 при консенсусе \$1,27. На этом фоне акции DLTR упали со значительным гэпом, к закрытию которого, по нашим расчетам, они будут стремиться в дальнейшем. По нашему мнению, большая часть негатива вокруг компании уже заложена в котировки и они не упадут ниже \$115 к 20 октября.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Параметры сделки

Продажа	Put Credit Spread on DLTR
Страйки	Long PUT 105; Short PUT 115
Покупка	+DLTR*DAK105
Продажа	+DLTR*DAK115
Дата экспирации	20 октября 2023
Маржинальное обеспечение	\$1000
Максимальная прибыль	\$153
Максимальный убыток	\$847
Ожидаемая прибыль	15%
Точка безубыточности	\$113,47

Управление позицией

Если в день экспирации 20 октября цена базового актива будет выше страйк-цены проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$153. При условии, что цена базового актива будет в диапазоне \$105–115, убыток будет варьироваться, при этом необходимо продать эквивалентное количество лотов (100 акций) DLTR для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива окажется ниже стоимости купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в сумме \$847. В позицию необходимо заходить до 15 сентября включительно, иначе Theta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение прибыли/убыток 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
DLTR	Покупать	PUT \$105	20.10.2023	0,490	\$(153)	-0,087	0,014	0,066	-0,017	26,97%	43%	34%	34%	32%
	Продавать	PUT \$115	20.10.2023	2,020		-0,310	0,037	0,152	-0,031					

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global

Redwood Materials

Redwood Materials – основанная в 2017 году компания, специализирующаяся на производстве материалов для аккумуляторов электромобилей. В начале сентября компания привлекла более \$1 млрд от Goldman Sachs Asset Management, фонда Capricorn's Technology Impact Fund и T. Rowe Price Associates. В феврале текущего года Министерство энергетики США выдало стартапу обязательство о предоставлении кредита в размере \$2 млрд на строительство в Неваде завода по переработке и восстановлению аккумуляторов. По данным Crunchbase, за всю свою историю Redwood была профинансирована на \$3,8 млрд. Среди заявленных партнеров компании такие гиганты, как Panasonic, Volvo, Ford, Toyota.



Apollo.io

Apollo.io, основанный в 2015 году стартап из Сан-Франциско, предоставляет набор инструментов для организации рабочего процесса в сфере продаж и маркетинга, в том числе помощника на базе ИИ, который предназначен для более точного таргетирования рассылок по электронной почте. Компания обслуживает более 3 млн специалистов, работающих более чем в 500 тыс. компаний, в том числе Qualtrics, Customer.io и Census. За последние два года выручка Apollo выросла в девять раз. Стартап привлек \$100 млн в результате инвестраунда серии D, который возглавил Bain Capital Ventures (BCV) при участии уже вкладывавшихся в этот проект Sequoia Capital, Tribe Capital и Nexus Venture Partners. По данным Crunchbase, объем полученного в этом раунде финансирования стал крупнейшим в этом году для сектора, в котором оперирует компания, а общий размер вложенных в нее средств превысил \$250 млн.



Peregrine Energy Solutions

Peregrine Energy Solutions – это основанная в 2022 году интегрированная и технологичная платформа экологически чистой энергетики, специализирующаяся на накопителях энергии бытового масштаба и ориентированная на регионы с высокими целевыми показателями развития возобновляемой энергетики. Бизнес стартапа основан на партнерстве между с компанией по управлению активами Castlelake. Peregrine подписала соглашение с фондами, управляемыми AB CarVal, о привлечении более \$700 млн кредитных, долевого и долгового средств для финансирования проектов мощностью более 7 гигаватт, включая автономные аккумуляторные батареи, солнечные и ветровые технологии. По данным Crunchbase, это первое внешнее финансирование компании, которое позволит довести портфель проектов до коммерческой эксплуатации.



Beta Bionics

Beta Bionics, основанная в 2015 году компания из Массачусетса, предлагает уникальную автоматизированную систему расчета дозы и введения инсулина. По данным Центра по контролю за заболеваниями за 2022 год, число больных диабетом в Штатах достигло 37,3 млн. Помочь пациентам с этим недугом продолжать вести нормальную жизнь способны решения Beta Bionics. В рамках инвестраунда серии D компания привлекла \$100 млн, главным образом от своих новых инвесторов Sands Capital и Omega Funds. Полученные средства будут направлены на развитие флагманского продукта – автономной системы доставки инсулина iLet Bionic Pancreas, разрешение на применение которой компании недавно выдало FDA. По данным Crunchbase, общий объем полученного Beta Bionics финансирования превысил \$293 млн.



IPO Klaviyo

Автоматика на службе маркетинга

25 августа заявку на IPO подал разработчик маркетинговой платформы Klaviyo. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citigroup, Barclays и другие

Чем интересна компания:

- **О компании.** Klaviyo была основана в 2012 году и на сегодняшний день базируется в Бостоне, предлагая клиентам SaaS-решение, которое интегрируется со многими популярными платформами для электронной коммерции. В 2022 году компания была оценена в \$9,5 млрд, с тех пор ее стоимость не пересматривалась. Использование ПО компании позволяет автоматически отправлять клиентам маркетинговые сообщения по электронной почте, SMS и через push-уведомления. Klaviyo занимает шестое место в Forbes Cloud 100. Общее число клиентов компании на 30 июня 2023-го превысило 130 тыс., их основную долю составляют продавцы Shopify. Продукт Klaviyo можно интегрировать в Shopify, Salesforce Commerce Cloud, WooCommerce и еще около 300 платформ для обслуживания клиентов и решений по доставке. На конец второго календарного квартала на Klaviyo было собрано около 7 млрд профилей потребителей из ее клиентской базы. Благодаря этому компания может улучшать модели прогнозирования потребительского поведения.
- **Потенциальный рынок.** Klaviyo оценивает свой адресный рынок более чем в \$16 млрд. По данным аналитического агентства MarketsandMarkets, мировой рынок автоматизации маркетинга вырастет с \$5,2 млрд в 2022 году до \$9,5 млрд к 2027-му. Основные конкуренты компании – это Braze, ActiveCampaign, Iterable, Adobe, Salesforce, Oracle, Mailchimp и Maropost.
- **Финансовые показатели.** В 2022 выручка Klaviyo увеличилась на 63%, в первом полугодии 2023-го показатель повысился еще на 54%. Маржа EBIT с -27% в 2021 году и -12% в 2022-м выросла до 2% в январе-июне текущего года. На конец второго квартала

доля наличности от совокупных активов компании составляла 64%, долг на ее балансе отсутствовал.



Обзор перед IPO

Эмитент	Klaviyo
Тикер	KVYO
Биржа	NYSE
Объем к размещению	\$100 млн
Андеррайтеры	Goldman Sachs, Morgan Stanley, Citigroup, Barclays, Mizuho, William Blair Piper Sandler, Truist Securities.



klaviyo

Есть рекорд!

Индекс KASE смог продолжить ралли и вышел на исторические максимумы, несмотря на высокий уровень базовой ставки

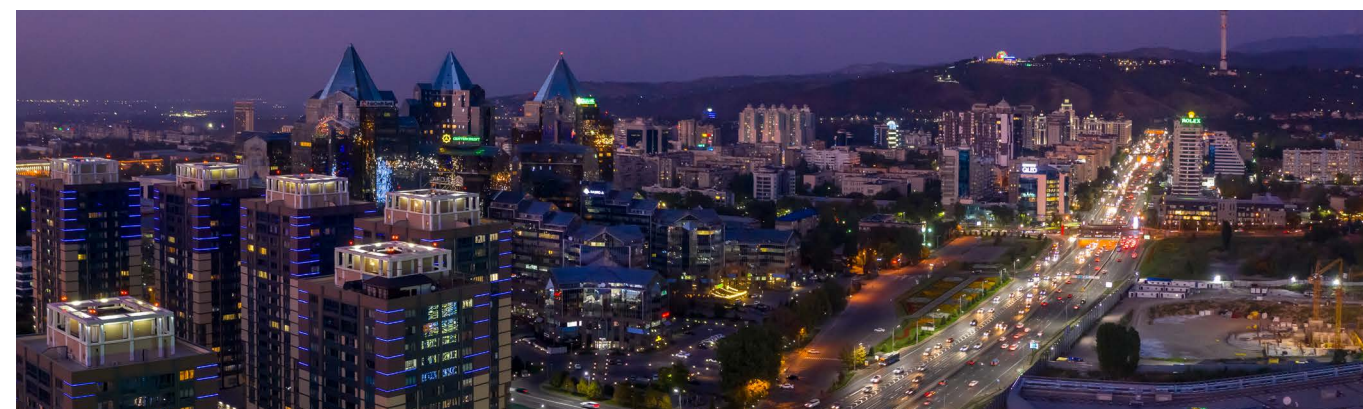
Коррекция на казахстанском фондовом рынке 14-16 августа была полностью отыграна за следующие десять торговых сессий. Таким образом, наши ожидания мягкой просадки для снятия перекупленности перед новой волной ралли оправдались. 1 сентября индексу KASE не хватило буквально одного пункта для обновления максимума, достигнутого 19 октября 2022 года. Но уже 5 сентября эта попытка увенчалась успехом: бенчмарк установил новый рекорд на отметке 3895,8 пункта. Этим достижением казахстанский рынок смог показать свою эффективность, несмотря на высокую базовую ставку с начала года, которая была снижена лишь в конце августа. Ралли продолжается на протяжении всего текущего года с небольшим замедлением в феврале-марте. Рост индекса с начала 2023-го уже составляет 19%.

Абсолютным лидером последних двух недель стал Казатомпром. Позитивный импульс его котировкам обеспечили два фактора, реализацию которых мы прогнозировали в инвестобзоре, вышедшем в середине июня. Этими драйверами стали рост цен на уран и сильная отчетность за второй квартал, в котором компания нарастила добычу сырья и его продажи. На этом фоне мы повысили целевую цену по акции эмитента до 16 тыс. тенге.

В аутсайдерах оказался Народный банк: его акции на KASE снизились на 6%, негативную динамику показали и расписки, торгуемые на LSE. В минус котировки банка отправило заявление президента республики Касым-Жомарта Токаева в послании народу

Казахстана о сверхдоходах банков, а также поручение правительству рассмотреть возможность «более справедливого перераспределения этой прибыли» с учетом интересов государства. Рынок изначально отреагировал на эту риторику слишком эмоционально, восприняв ее как риск для дивидендных выплат, в то время как, вероятнее всего, речь шла о налогообложении. Мы считаем снижение котировок Народного банка фундаментально неоправданным, поскольку четкие механизмы исполнения поручения президента определены не были. Полагаем, что серьезных последствий от будущих действий правительства для бизнеса банка не будет. На следующий день после коррекции котировки акций Народного банка отыграли чуть меньше половины падения за сессию.

На валютном рынке доллар в последней декаде августа колебался в диапазоне 453–464,5 тенге. На сентябрь национальная валюта получила дополнительную поддержку от ЦБ, который планирует продажу валюты из Национального фонда максимальным в текущем году объемом \$1,1–1,2 млрд.



Ожидания и стратегия

Индекс KASE продолжает ралли, однако его лидеры в ближайшие две недели могут поменяться. Локально перекупленными выглядят акции Казатомпрома, однако если активный рост цен на уран не остановится, то его ГДР могут проигнорировать технические сигналы к снижению. Мы полагаем, что акции и расписки Народного банка вернутся на уровни до коррекции, однако вопрос преодоления сильного уровня сопротивления на отметке \$15 остается открытым. Интересными для покупки выглядят акции Казмунайгаза на фоне позитивной динамики в ценах на нефть.



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	22.08.23	05.09.23	
Индекс KASE	3 764,32	3 874,66	2,9%
Казатомпром (KASE)	12 800,02	14 413,04	12,6%
Казатомпром (GDR)	29,30	32,70	11,6%
Казмунайгаз (KASE)	10 900,00	11 500,00	5,5%
Казтрансойл (KASE)	808,50	840,93	4,0%
Kaspi (KASE)	44 600,00	46 299,00	3,8%
Казхателеком (KASE)	32 421,00	33 400,00	3,0%
Kaspi (GDR)	93,70	95,60	2,0%
Kcell (KASE)	1 978,00	1 985,00	0,4%
KEGOC (KASE)	1 575,58	1 575,59	0,0%
Банк ЦентрКредит (KASE)	689,91	688,00	-0,3%
Халык Банк (GDR)	14,74	13,86	-6,0%
Халык Банк (KASE)	161,25	151,48	-6,1%

- **Нацбанк снизил ключевую ставку на 0,25% впервые с апреля 2020 года.** По итогам заседания 25 августа регулятор показал склонность к перестраховке и ограничился пересмотром ставки на 25 базисных пунктов вместо 50. Отмечается продолжающееся ослабление влияния внешних проинфляционных негативных факторов, однако при сохранении внутреннего давления на экономику со стороны расширяющегося фискального стимулирования, устойчивого внутреннего спроса, высоких и нестабильных инфляционных ожиданий, а также роста издержек производства.
- **Казтрансойл не ожидает роста прибыли по итогам года.** Представитель руководства компании Амиржан Оспанов на дне инвестора заявил, что ее консолидированная чистая прибыль за текущий год не превысит результат первого полугодия (20,3 млрд тенге).
- **Казахтелеком отчитался за первое полугодие.** По данным консолидированной отчетности, выручка группы компаний с января по июнь выросла на 10%, превысив 330 млрд тенге. Чистая прибыль увеличилась на 16% г/г, до 58,5 млрд тенге, EBITDA повысилась на 10% г/г, достигнув 153 млрд тенге с рентабельностью по отношению к выручке на уровне 46%, что превышает исторические значения по сопоставимым телеком-операторам.

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

Инвестиционная идея

Казмунайгаз. Вижу цель – не вижу препятствий

До конца текущего года котировки акций KMGZ способны реализовать фундаментальный потенциал роста на фоне нефтяного ралли

Причины для покупки:

- **Усиление оптимизма на нефтяном рынке.** Август стал периодом активного прогнозирования продолжения роста нефтяных котировок, которое подкреплялось соответствующими новостями. В начале прошлого месяца позитивным драйвером для углеводородного сырья стало продление добровольно взятых на себя Саудовской Аравией обязательств по дополнительному сокращению добычи на 1 млн баррелей в сутки еще на месяц, а также заявление о возможном увеличении этого лимита. Параллельно поступали данные о снижении объема морских перевозок нефти из России до минимума с января. В середине месяца МЭА заявило, что мировой спрос на нефть вырос до рекордного уровня, но сохраняет дальнейший потенциал усиления, что значительно сузит рынок, дав повод для существенного пересмотра его оценок. С этой позицией согласились и в ОПЕК, руководство которой в текущем квартале прогнозирует дефицит углеводородного сырья на уровне 2 млн баррелей в сутки из-за упомянутого сокращения производства в Саудовской Аравии. Дисбаланс между спросом и предложением способен вызвать самое резкое за два года сокращение запасов нефти. В ходе Азиатско-Тихоокеанской нефтяной конференции (APPEC) представители крупного сингапурского сырьевого трейдера Trafigura предположили, что нефть может резко подорожать, поскольку более высокие процентные ставки и недостаточные инвестиции сжимают рынок. По мнению Black Gold, спрос на нефть в Китае, скорее всего, значительно усилится в четвертом квартале.
- **Фундаментальная оценка.** Результаты Казмунайгаза за второй квартал оказались умеренно позитивным. Компании удалось увеличить доходы, несмотря на падение цен на Brent. Маржа EBITDA сохранила стабильность, а свободный денежный поток заметно повысился. Вместе с тем Казмунайгаз продолжает нара-

щивать капзатраты. При этом зафиксированное в отчетности снижение чистой прибыли было обусловлено бумажным фактором – значительным неденежным обесценением активов. Финансовый отчет еще одного представителя нефтегазовой индустрии Казахстана ТШО за 2022 год позволил нам обновить модель оценки Казмунайгаза. Основными причинами повышения оценок компании для нас стали значительное снижение стоимости капитала и дисконта прогнозной цены на нефть на фоне фактического сокращения разницы между стоимостью KEVCO к Brent. В то же время вверх были пересмотрены и прогнозы в отношении капзатрат эмитента. В результате мы повысили целевую цену по акции Казмунайгаза до 13 тыс. тенге.

- **Техническая картина.** С момента IPO котировки КМГ формируют восходящий канал. С 20 июля по 29 августа бумаги находились в боковом тренде, однако резкий выход вверх в начале сентября мы расцениваем как начало нового этапа среднесрочного ралли. Индикаторы показывают, что текущий рост может продолжиться до верхней границы канала на уровне 12,25 тыс. тенге с последующей коррекцией, за которой восходящая динамика возобновится. Полагаем, что до конца текущего года цена акции Казмунайгаза сможет достичь обозначенной выше фундаментальной цели.



АО НК «Казмунайгаз»

Тикер на KASE	KMGZ
Цена на момент анализа	11 500 ₸
Целевая цена	13 000 ₸
Потенциал роста	13 %

Динамика акций на KASE



Российский рынок

Корпорации стали прозрачнее

Большое число российских публичных компаний представили отчетность за второй квартал

Август подтвердил репутацию самого удачного для российского фондового рынка месяца. Индекс МосБиржи за этот период прибавил 5%. Позитивную динамику рублевый бенчмарк демонстрировал на протяжении восьми месяцев подряд, что стало для него рекордом. В то же время этот рост был обеспечен только ослаблением рубля: РТС в августе прибавил всего 0,2%, с начала года оставаясь вблизи 1000 пунктов. При этом его рублевый аналог за то же время вырос на 50%.

Всего за несколько дней во второй половине августа результаты за первое полугодие представили около 30 крупных компаний. Ухудшились показатели нефтегазовой отрасли и черной металлургии. Смешанные результаты показал потребсектор. Сильными оказались отчеты ИТ-компаний, телекомов, транспортного сегмента. Впрочем, реакция участников рынка на публикацию отчетности оказалась слабой. За длительное время инвесторы уже привыкли к тому, что компании закрыли от них свои финансовые показатели, и это не мешало росту рынка.

Банк России в сентябре проведет очередное заседание по монетарной политике. Эльвира Набиуллина допустила дальнейшее повышение ключевой ставки из-за инфляционного давления. Экономика продолжает уверенное восстановление, безработица в июле опустилась на исторический минимум 3%. При этом запас для поднятия ключевой ставки без ущерба для экономического роста, на наш взгляд, не превышает 2–3 п.п. Вероятно, регулятор повысит ставку на 50–100 б.п.

Ужесточение денежно-кредитной политики может привести к остановке роста на фондовом рынке. Доходность пятилетних ОФЗ уже сейчас выше 11%, при подъеме ключевой ставки этот показатель увеличится на сопоставимую величину. В результате дивидендные идеи не смогут соревноваться с долговыми бумагам по доходности. Идея купить облигации с двузначной доходностью на долгий срок в ожидании того, что инфляция в конце будущего года опустится до 4%, может стать привлекательной для розничных инвесторов, особенно если на рынке акций начнется техническая коррекция.



Георгий Ващенко,

советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	18.08.23	01.09.23	
MOEX	3 111	3 228	3,76%
РТС	1 047	1 054	0,67%
Золото	1 889	1 943	2,86%
Brent	85,36	88,54	3,73%
EUR/RUB	101,39	104,24	2,81%
USD/RUB	93,26	96,42	3,39%
CNY/RUB	12,710	13,265	4,37%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи поднялся выше 3200 пунктов, вернувшись на максимум с конца февраля прошлого года. Пара USD/RUB после непродолжительной коррекции вновь превысила отметку 96.

Российский рынок

Ожидаем

На наш взгляд, динамика на фондовом рынке в ближайшие недели будет смешанной. От дивидендных идей фокус сместится к акциям «роста» из-за снижения дивидендной доходности и уже продемонстрированного повышения котировок. В лидеры могут выйти бумаги банков и нефтегазового сектора, позитивным драйвером для финсектора станет ужесточение монетарной политики, а для экспортеров сырья – повышение цены на нефть и ослабление рубля. Ориентир по Индексу МосБиржи: рост в район 3300 пунктов с последующей коррекцией к 3100 пунктам. Пара USD/RUB, вероятнее всего, будет торговаться в коридоре 95–100.

Наша стратегия

Рекомендуем продолжать ситуативную торговлю бумагами первого-второго эшелона, учитывая новости, техническую картину и внешний фон. Интерес инвесторов может сместиться с акций к облигациям с фиксированной доходностью под влиянием повышения ключевой ставки.

**Инвестиционный
обзор №278**

7 сентября 2023

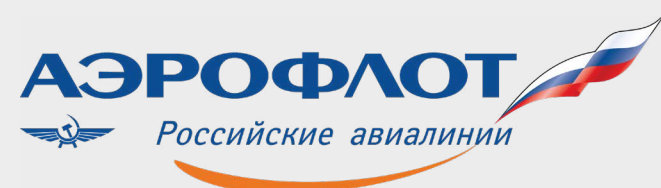
ffin.global



Новости рынков и компаний



Выручка **Транснефти** за первое полугодие по МСФО составила 636,7 млрд руб. (+3,3% г/г). Операционная прибыль выросла на 8% г/г, до 190 млрд руб., чистая прибыль поднялась на 49% г/г, до 187,6 млрд.



Консолидированная выручка **Аэрофлота** в первом полугодии по МСФО составила 252,2 млрд руб. (+40% г/г) при EBITDA 66,2 млрд и убытке 102 млрд руб. Давление на финансовый результат оказали курсовые разницы. Пассажиропоток вырос на 22% г/г, до 20,1 млн.



Консолидированная выручка **АФК Система** за первое полугодие по МСФО составила 466,8 млрд руб. (+11% г/г). Операционная прибыль снизилась на 12% г/г, до 83 млрд руб. Чистая прибыль с прошлогодних 8 млрд выросла до 29,3 млрд руб.



Общая выручка **МТС** за январь-июнь по МСФО выросла на 10% г/г, до 286,3 млрд руб., а за апрель-июнь – на 14,8% г/г, до 146,7 млрд руб. Скорректированная OIBDA составила 63,7 млрд руб. с рентабельностью 43,4%. Чистая прибыль акционеров увеличилась на 54% г/г, до 16,8 млрд руб. Операционный денежный поток снизился на 33% г/г, до 36 млрд руб., чистый денежный поток составил 36,2 млрд руб. Чистый долг сократился до 416 млрд руб. (1,8x OIBDA).



Выручка **Магнита** за первое полугодие по МСФО увеличилась на 8% г/г, до 1229 млрд руб., операционная прибыль выросла на 1,5% г/г, до 67 млрд руб., EBITDA по стандарту IAS 17 поднялась на 2,1% г/г, до 81,8 млрд руб. Чистая прибыль составила 34 млрд руб. (+16% г/г), чистая маржа – 2,7%. Раскрытие отчетности позволит компании сохранить акции в листинге первого уровня МосБиржи.



Консолидированная выручка **Мечела** в первом полугодии составила 194,7 млрд руб. по международным стандартам (-22% г/г). Операционная прибыль составила 28 992 млн руб. (-59% г/г), EBITDA сократилась на 49% г/г, до 40 млрд руб., Убыток составил 3 474 млн руб. против прибыли 72,7 млрд руб. годом ранее. Объем капзатрат составил 10,5 млрд руб. (+118% г/г). Чистый долг достиг 255,1 млрд руб. (3,4x 12м EBITDA). 52% долговых обязательств приходится на рубли.

Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Выручка **ММК** с января по июнь в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности снизилась на 12,5% г/г, до 352,7 млрд руб. Операционная и чистая прибыль сократилась на 9,2% г/г – до 65 996 млн и 51 618 млн руб. соответственно.



Добыча золота у **Полюса** в первом полугодии составила 1448 тыс. унций при росте продаж по МСФО на 24% г/г, до 1261 тыс. унций. Выручка увеличилась на 29% г/г, до \$2386 млн. Общие денежные затраты составили \$400 на унцию (-8% г/г). Скорректированная EBITDA повысилась на 37% г/г, до \$1687 млн, маржа увеличилась на 5 п.п., до 71%. Прибыль упала на 59% г/г, до \$558 млн. На капзатраты направлено \$400 млн, за год на эти цели планируется выделить \$1300–1400 млн. Чистый операционный денежный поток вырос на 52%, до \$1068 млн, при сокращении чистого долга на 31% г/г, до \$1668 млн, и долговой нагрузке 0,6x EBITDA.



Выручка **Объединенной авиастроительной корпорации** с января по июнь в соответствии с МСФО увеличилась на 595% г/г, до 188 млрд руб., операционная прибыль составила 236 млн руб., прошлогодний чистый убыток в объеме 13,3 млрд руб. сменился чистой прибылью в размере 4,38 млрд.



Выручка **Фосагро** сократилась на 36% г/г, до 212,7 млрд руб., операционная прибыль снизилась на 33% г/г, до 80,8 млрд руб. Чистая прибыль упала на 67% г/г, до 41,5 млрд руб. (320 руб. на акцию). Компания объявила дивиденд в размере 126 руб. на акцию.



Кредитный портфель **ВТБ** по международным стандартам за январь-июль вырос на 12%, до 19,4 трлн руб. Объем кредитов физлицам достиг 6,3 трлн руб. Сумма средств клиентов увеличилась на 12,6%, до 20,9 трлн руб. Чистые операционные доходы в июле составили 87,6 млрд руб., за семь месяцев текущего года – 707,5 млрд руб. Чистые процентные доходы оказались равны 434 млрд руб., чистые комиссионные доходы достигли 117 млрд руб. Банк подтвердил прогноз прибыли на уровне 400 млрд руб. по итогам года.



Выручка **Газпрома** в первом полугодии по МСФО упала на 41% г/г, до 4114 млрд руб., операционная прибыль сократилась на 71% г/г, до 745 млрд руб. EBITDA составила 1228 млрд руб. Чистая прибыль акционеров оказалась равна 296 млрд руб. Дивидендная база составила 618 млрд руб. Объем капитальных затрат зафиксирован на отметке 1,19 трлн руб. Чистый долг составил 4,9 трлн руб. (1,9x EBITDA).

Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Выручка **Роснефти** по международным стандартам за январь-июнь упала на 25% г/г, до 3866 млрд руб., EBITDA сократилась на 5% г/г, до 1,4 трлн руб. Чистая прибыль акционеров составила 652 млрд руб. (-45% г/г). Капитальные затраты выросли на 14% г/г, до 599 млрд руб. Свободный денежный поток увеличился на 22% г/г, до 434 млрд руб.



Консолидированная выручка **Башнефти** по МСФО в первом полугодии составила 413 млрд руб., операционная прибыль – 76,8 млрд руб., чистая прибыль – 76,5 млрд руб. Данные за сопоставимый период в прошлом году не раскрывались.

самолет

Самолет отчитался за первое полугодие по МСФО выручкой 101,3 млрд руб. (+53% г/г) при увеличении EBITDA в 1,8 раза, до 33,1 млрд руб. и чистой прибыли 9241 млн руб. (+73% г/г).



Выручка **Русгидро** в первом полугодии по МСФО увеличилась на 21% г/г, до 260,7 млрд руб., операционная прибыль поднялась на 38% г/г, до 56,2 млрд руб., а чистая прибыль выросла на 595% г/г, достигнув 47,7 млрд руб.



Выручка **ЛУКОЙЛа** по международным стандартам за январь-июнь снизилась на 47% г/г, до 1926 млрд руб., операционная прибыль сократилась на 49% г/г, до 316 млрд руб., чистая прибыль составила 302,6 млрд руб. (-47% г/г).

ПИК

Выручка **ГК ПИК** за первое полугодие по МСФО составила 265 млрд руб. Операционная прибыль оказалась равна 50,8 млрд руб. при чистой прибыли 27,9 млрд руб. и чистой марже 10,5%. Данные за сопоставимый период в прошлом году не раскрывались.

Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global





Акция	18.08.2023	01.09.2023	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1294	1428,4	10,39%
НЛМК	193	203,12	5,24%
ММК	51,335	55,365	7,85%
ГМК Норникель	16154	16808	4,05%
Распадская	348,15	362,35	4,08%
АЛРОСА	87,78	82	-6,58%
Полюс	11551,5	11801	2,16%
Мечел, ао	219,2	205,33	-6,33%
Мечел, ап	244,7	235,7	-3,68%
Русал	41,135	41,97	2,03%
Polymetal	557,3	557,3	0,00%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	259,5	265	2,12%
Сбербанк, ап	259,58	264,76	2,00%
ВТБ	0,028	0,028905	3,23%
ТКС, гдр	3592	3650	1,61%
МКБ	7,024	7,063	0,56%
МосБиржа	152,5	168,81	10,70%
СПБ Биржа	175,6	180,5	2,79%
QIWI plc	641	678,5	5,85%
ЭсЭфАй	518,2	534	3,05%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	175,2	178,85	2,08%
НОВАТЭК	1637,6	1695	3,51%
Роснефть	547	558,9	2,18%
Сургут, ао	30,385	31,45	3,51%
Сургут, ап	48,995	49,65	1,34%
ЛУКОЙЛ	6249,5	6823	9,18%
Башнефть, ао	1875	1926,5	2,75%
Башнефть, ап	1378,5	1453,5	5,44%
Газпром нефть	634	657,2	3,66%
Татнефть, ао	576,4	594	3,05%
Татнефть, ап	565,3	586,3	3,71%
Прочие компании			
Yandex N.V.	2585	2691	4,10%
VK	724,4	742	2,43%
HeadHunter	2830	3692	30,46%
Группа Позитив	2315,6	2365	2,13%
Whoosh	250	242,81	-2,88%
АФК Система	17,682	18,4	4,06%
CIAN	812,6	910	11,99%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	18.08.2023	01.09.2023	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,1495	4,19	0,98%
РусГидро	0,888	0,994	11,94%
ОГК-2	0,6765	0,678	0,22%
Юнипро	2,06	2,531	22,86%
ТГК-1	0,011596	0,01272	9,69%
Эл5 Энерго	0,6604	0,782	18,41%
Мосэнерго	2,955	3,0485	3,16%
Россети - ФСК	0,128	0,132	3,13%
Потребительский сектор			
Магнит	5663	6090	7,54%
X5	2237,5	2322	3,78%
Лента	781	782,5	0,19%
Детский мир	68,82	68,16	-0,96%
М.видео	214,2	196,9	-8,08%
OZON, адр	2784	2832	1,72%
Fix Price	417,7	435	4,14%
O'Key Group	36,05	38,11	5,71%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	287	283,45	-1,24%
Ростелеком, ао	76,34	75,96	-0,50%
Ростелеком, ап	72,9	72,15	-1,03%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	44,92	44,06	-1,91%
НМТП	14,4	15,72	9,17%
ДВМП	113,03	109,95	-2,72%
GLTR, гдр	696,2	717,25	3,02%
Совкомфлот	105,39	114,2	8,36%
Строительство			
ГК ПИК	823	823,8	0,10%
Группа ЛСР	736	756,8	2,83%
Самолет	3650	3816	4,55%
InGrad	1805	1762	-2,38%
Эталон	91,4	93,9	2,74%

Уверенный рост с середины августа показали энергетический, финансовый и нефтегазовый сектора, смешанная динамика наблюдалась в акциях горнодобывающего и металлургического сегмента. Аутсайдерами стали телекомы. Акции HeadHunter за последние две недели подорожали более чем на 30%, котировки М.видео после выхода отчетности упали на 8%.

Курс на восстановление

Компании отыграли потери и демонстрируют стабильные результаты

В первую неделю обозреваемого периода, основной фондовый индекс локальной биржи Eqre Blue упал на 2,13%, до 1781 пункта. Затем, в последнюю неделю лета, рынок отыграл снижение и закрылся на том же уровне, что и две недели назад.

Лидерами падения за две недели стали бумаги Кварца (-3,02%), УзРТСБ (-2,05%) и Узвторцветмета (-1,79%).

Акции Хамкорбанка, торги по которым были приостановлены в период с 14 по 21 августа, на первой торговой сессии после капитализации в пропорции 2:1, закрылись на отметке 58 сумов за штуку (+7,41%). Но позже бумаги скорректировались и в последнюю обозреваемую торговую сессию закрылись на отметке 53 сума за акцию (-1,85%).

Лидером роста стали бумаги Кувасайцемента (KSCM), подорожавшие на 25,58%. Однако стоит отметить, что акции низколиквидны и

такой стремительный рост был спровоцирован всего несколькими сделками.

После падения акции Узметкомбината (UZMK) вернулись на прежние позиции, закрывшись на уровне 8 тыс. сумов за штуку (+2,45%). В течение прошедших двух недель бумаги Узметкомбината показали высокую волатильность. Например, 29 августа торги закрылись на уровне 7,1 тыс. сумов за акцию, но потом отыграли падение, показав рост на 12,68% за два торговых дня.

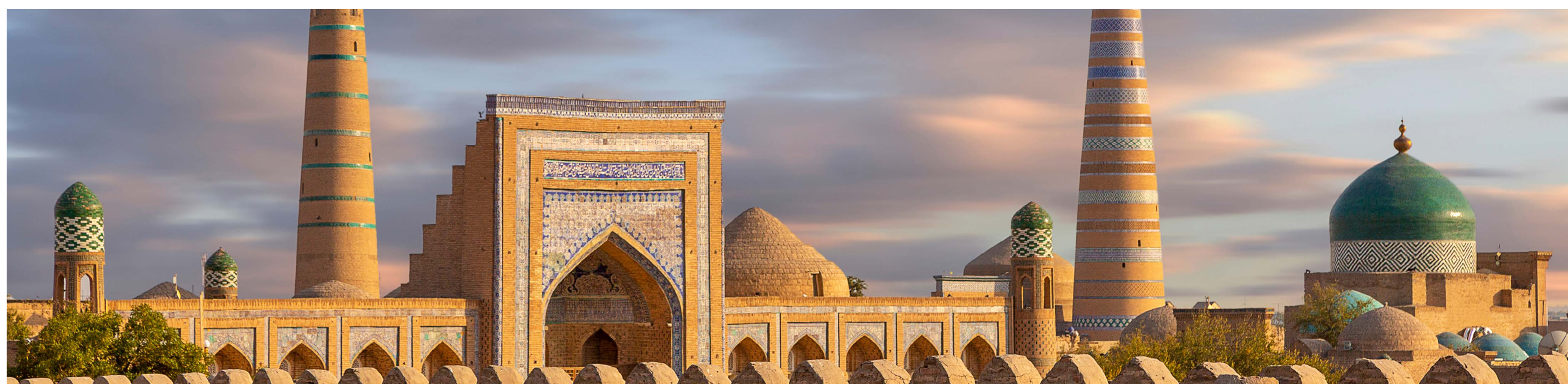
Из важных макроэкономических новостей можно отметить незначительное ускорение инфляции в августе до 9% в годовом выражении и подтверждение агентством Fitch суверенного рейтинга Узбекистана на уровне «BB-» со стабильным прогнозом.

Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	18.08.2023	31.08.2023	
Eqre Blue	1 819,43	1 820,46	0,06%
KVTS	2 000,00	1 939,58	-3,02%
QZSM	2 997,00	2 999,00	0,07%
SQBN	10,27	10,29	0,19%
URTS	18 500,00	18 120,00	-2,05%
UZMK	7 100,00	8 000,00	12,68%
KSCM	214 999,00	270 000,00	25,58%
HMKB	54,00	53,00	-1,85%
IPTB	0,93	0,93	0,00%
UIRM	5 600,00	5 500,00	-1,79%
UZMT	69 500,00	69 900,00	0,58%

Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем **держать** акции Кувасайцемента (KSCM), Кварца (KVTS), Узвторцветмета (UIRM), Ипотека-банка (IPTB) и КМЗ (KUMZ).
- Для **покупки** от текущих уровней с целью достижения таргета подойдут бумаги УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), Кизилкумцемента (QZSM), УзАвтоМоторс (UZMT), Хамкорбанка (HMKB).



Новости экономики

- Потребительские цены в августе выросли на 0,5%. С начала текущего года показатель инфляции составил 3,8%, тогда как в прошлом году за аналогичный период инфляция достигала 7%. В индексе потребительских цен за август 2023 года наблюдалось увеличение стоимости продовольственных товаров в среднем на 0,6%, непродовольственных – на 0,4%, платные услуги населению подорожали в среднем на 0,7%. Годовой темп роста цен в потребительском секторе достиг 9,0%.
- Размер внешней торговли Узбекистана со странами Центральной Азии достиг \$4 млрд, это 11,5% в общем объеме внешней торговли. Товарооборот с Казахстаном составил \$2,5 млрд, с Кыргызстаном

– \$623,2 млн, с Туркменистаном – \$492,4 млн, с Таджикистаном – \$416,2 млн.

- 25 августа Fitch подтвердило рейтинг Узбекистана на уровне «BB-» со стабильным прогнозом. Агентство указало на низкий уровень госдолга, неконкурентоспособность и значительное воздействие государства на экономику, а также слабое, но улучшающееся управление. Fitch также отметило, что повышение тарифов на энергоносители приведёт к заметному росту инфляции в 2024 году, до 13% в среднем, а затем к снижению до 6,5% в 2025 году.

Важные новости

- По итогам августа 2023 года на заводах UzAuto Motors произведено более 41,1 тыс. автомобилей: 31 тыс. в Асаке и 10 тыс. в Питнаке. Ранее средняя мощность заводов составляла 30 тыс. автомобилей в месяц. С мая данный показатель вырос на 30%, а в августе – более чем на 36%.
- В целях обеспечения ликвидности общей деятельности компании и пополнения оборотного капитала Узбектелеком привлек кредит от Deutsche Bank сроком на пять лет с льготным периодом два года по ставке 4,8% плюс шестимесячный Euribor в размере 400 млн евро. Также на общем собрании акционеров было дано разрешение на заключение сделок на сумму \$125,8 млн и \$96,3 млн на модернизацию телекоммуникационной инфраструктуры западного и восточного регионов.
- По состоянию на 1 августа проблемные кредиты (NPL) в узбекских банках достигли 15,7 трлн сумов (+1,4 трлн сумов). Это самый высокий показатель с октября 2022 года. Доля проблемных кредитов в банковском секторе увеличилась с 3,4% до 3,7%. Рекордный рост по ним показал Ипотека-банк, более чем на 1

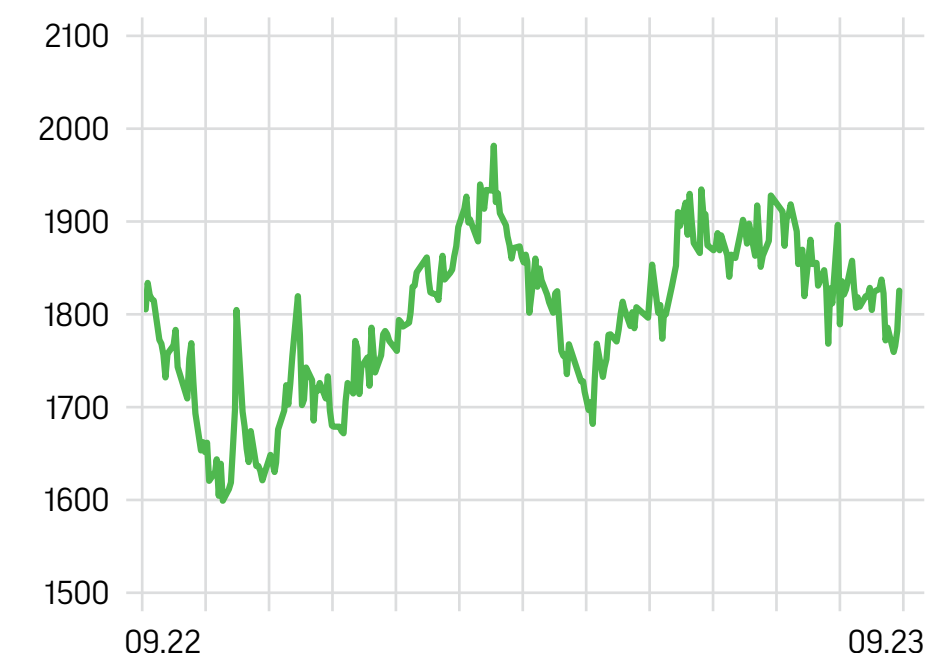
трлн сумов. А самая большая доля проблемных кредитов оказалась у Узагроэкспортбанка и Равнак банка – 96,9% и 80,5% соответственно.



Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



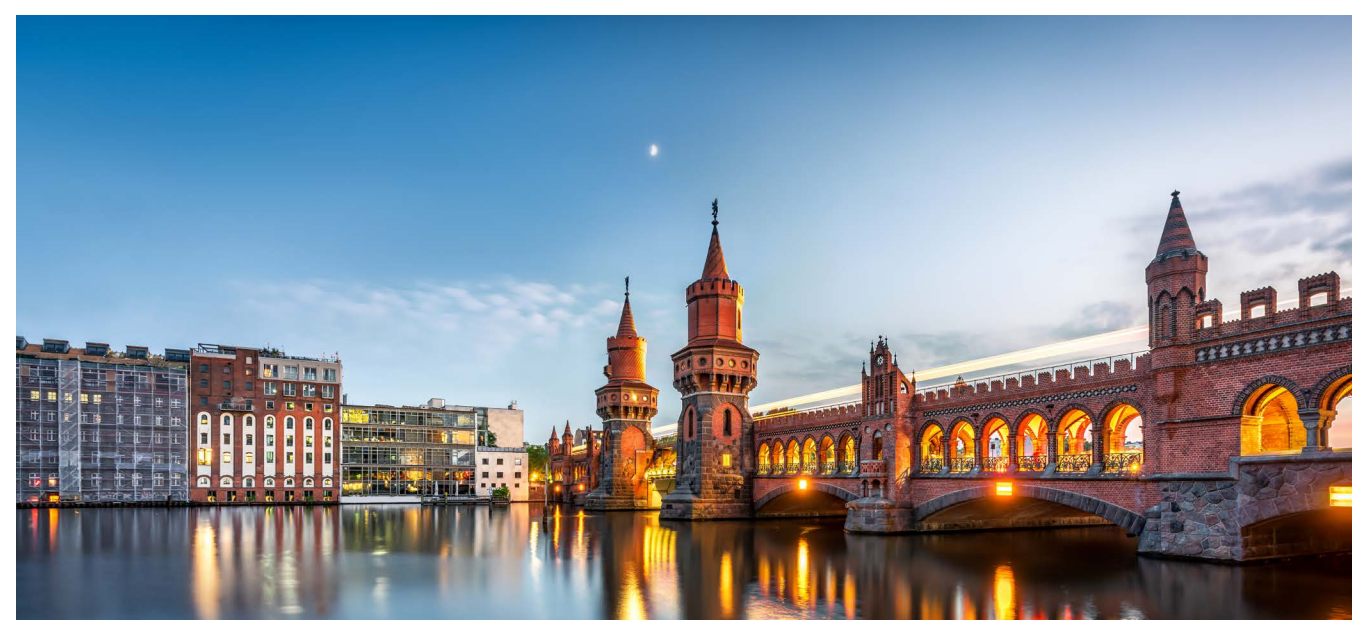
Шаг вперед – два шага назад

Неоднозначные данные макростатистики и ожидания в отношении решения ЕЦБ по ставке затруднили восстановление DAX после трехнедельной коррекции

С 21 по 25 августа основной индекс немецкого фондового рынка DAX вырос на 0,37%, до 15 632 пунктов. Эта неделя выдалась достаточно волатильной: после продолжавшейся три первых дня позитивной динамики в четверг бенчмарк потерял 0,7%, а в пятницу колебался около нуля. Рост на европейских рынках обеспечили сектора добычи и энергетики, которые были поддержаны повышением цен на сырье и более значительным, чем ожидалось, снижением ставки в Китае. Дополнительным драйвером роста для фондовых площадок стали производители чипов, чьи котировки двигались вверх на ожиданиях отчетности NVIDIA. Разворот вниз вызвала публикация данных индекса деловой активности (PMI) в еврозоне, который упал с 48,6 пункта в июле до минимальных с ноября 2020-го 47 пунктов в августе. Особенно заметное ослабление бизнес-активности было зафиксировано в Германии: здесь она оказалась самой низкой с мая 2020 года. В пятницу настроения рынка определила речь председателя ФРС Джерома Пауэлла в Джексон-Хоуле, в которой он заявил о необходимости дальнейшего повышения ставок. Акции неплохо росли в начале последнего дня описываемой пятидневки, поэтому он завершился нейтрально для DAX. Среди лидеров роста на немецком рынке выделим производителя автозапчастей Continental, акции которого поднялись на 6,5% в понедельник на новостях о возможной реструктуризации компании и продаже некоторых активов.

С 28 августа по 1 сентября DAX поднялся на 1,3%, достигнув 15 840 пунктов. Основной рост пришелся на первые два дня этой недели. Его драйвером стали банковский сектор и отрасли, свя-

занные с Китаем, где наполовину снизили налог при сделках с акциями для поддержки местного фондового рынка. Негативное влияние на котировки оказали данные инфляции в Германии, на 0,1 п.п. превысившие прогнозы. Рост индекса потребительских цен еврозоны также оказался сильнее, чем предполагал консенсус. Под влиянием этой статистики и публикации протокола июльского заседания ЕЦБ, на котором обсуждалось повышение ставки, вверх пошли доходности долговых инструментов. Последний торговый день указанной пятидневки завершился на немецком рынке снижением на 0,7%. Среди лидеров падения отметим крупнейшего производителя меди в Европе Aurubis, акции которого в пятницу обвалились на 6% на заявлении руководства о краже больших объемов металла со складов компании и невозможности в связи с этим выйти на прогнозируемую чистую прибыль по итогам года.



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	18.08.23	01.09.23	
DAX Index	15 574,26	15 840,34	1,7%
LEG GR Equity	58,62	66,30	13,1%
VNA GR Equity	19,66	21,82	11,0%
UTDI GR Equity	16,40	17,71	8,0%
AT1 GR Equity	1,40	1,51	7,7%
SY1 GR Equity	88,44	95,28	7,7%
ZAL GR Equity	26,52	28,36	6,9%
MTX GR Equity	201,30	213,70	6,2%
KGX GR Equity	35,66	37,80	6,0%
TKA GR Equity	6,96	7,38	6,0%
LXS GR Equity	28,02	29,57	5,5%
RAA GR Equity	661,00	695,50	5,2%
BNR GR Equity	71,42	74,86	4,8%
MRK GR Equity	158,85	166,45	4,8%

Ожидания и стратегия

В последние дни индекс DAX показал небольшой отскок. В случае преодоления локального сопротивления 16 050 пунктов он способен подняться до его следующего, более сильного уровня 16 300 пунктов. Если же бенчмарк продолжит корректироваться, он встретит поддержку в районе 15 650 пунктов, от которой возможно возобновление покупок.

Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



Рынок Германии

Важные новости

- **В Германии зафиксировано резкое снижение деловой активности.** Соответствующий индекс за август упал с 48,5 пункта в июле до минимальных с мая 2020-го 44,7 при консенсусе на уровне 48,3 пункта. Наиболее глубокую просадку продемонстрировал сектор услуг: здесь показатель упал с 52,3 до 47,3 пункта. В то же время в промышленности бизнес-активность немного восстановилась, достигнув 39,1 пункта.
- **Инфляция в Германии демонстрирует признаки замедления.** Предварительные данные за август зафиксировали рост показателя на 6,4% годовых после 6,5% в июле. Впрочем, в консенсус закладывался результат 6,3%.
- **GfK Institute отмечает ослабление потребительской уверенности.** По версии института, соответствующий индекс снизился с -24,6 пункта в августе до -25,5 в сентябре, тогда как ожидания аналитиков предполагали повышение до -24,3 пункта.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

LEG Immobilien. Надежный фундамент – стабильный доход

Сильные финансовые показатели в сочетании с высоким уровнем ликвидности обеспечивают инвестпривлекательность бумагам LEG

Причины для покупки:

- **Одна из ведущих немецких компаний сектора жилой недвижимости.** Обладая обширным и разнообразным портфелем, LEG в первую очередь фокусируется на доступном жилье, что обеспечивает ей статус бенефициара на стабильно растущем рынке недвижимости Германии.
- **Сильная отчетность за первое полугодие.** Чистый объем арендной платы (без учета коммунальных услуг) за первые шесть месяцев 2023 года составил 414 млн евро, увеличившись на 4,6% г/г. Этот рост был обусловлен более высоким сопоставимым доходом от аренды, поскольку количество объектов недвижимости у компании существенно не изменилось. Уровень вакантных площадей оставался достаточно низким, сократившись до 2,6% к концу июня против 2,7% годом ранее, что также является позитивным фактором для повышения арендной платы.
- **Эффективное управление затратами, ведущее к росту операционной рентабельности и прибыльности.** Скорректированная EBITDA компании в первом полугодии увеличилась на 4% г/г, до 335 млн евро, но объем свободных средств от операционной деятельности (FFO) сократился на 6,4% г/г, до 226 млн евро, из-за повышения процентных расходов. Размер скорректированных свободных средств от операционной деятельности (AFFO) вырос на 49% г/г, до 118 млн евро, поскольку компания решила существенно снизить капитальные затраты (CAPEX). Это привело к тому, что маржа AFFO за полугодие увеличилась с прошлогодних 20% до 28%.
- **Улучшение прогнозов на текущий год.** LEG рассчитывает, что активный рост арендной платы продолжится, в результате

ее доходы от сдачи площадей в наем увеличатся на 3,8–4%. Ориентир в отношении AFFO пересмотрен со 125–140 млн до 165–180 млн евро. Повышение прогноза основано на положительной конъюнктуре рынка, позволяющей рассчитывать на увеличение арендной платы, снижение налога на прибыль от поставок электроэнергии и сокращение капитальных затрат на новое строительство.

- **Отсутствие долговых проблем.** На конец июня прошлого года LEG располагала более 300 млн евро в виде денежных средств. Также у компании есть неиспользованная возобновляемая кредитная линия на 600 млн евро. Этого объема средств компании достаточно для погашения займов в 2023–2024 годах. Таким образом, необходимость продавать активы по бросовым ценам или привлекать ипотечные кредиты для рефинансирования существующих займов и облигаций у LEG отсутствует. Это создает благоприятные условия для управления ликвидностью в течение следующих 18 месяцев.



Среднесрочная идея

LEG Immobilien SE

Тикер на Xetra	LEG
Текущая цена	66,3 евро
Целевая цена	75,4 евро
Потенциал роста	13,7%

Динамика акций LEG на Xetra



S&P Global Ratings уверено в устойчивости Freedom Holding Corp

Международное агентство S&P Global Ratings подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг Freedom Holding Corp. на уровне «B-», долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги АО «Фридом Финанс», Freedom Finance Europe Ltd., Freedom Finance Global PLC и АО «Банк Фридом Финанс Казахстан» на уровне «B/B». Рейтинги АО «Фридом Финанс» и АО «Банк Фридом Финанс Казахстан» подтверждены на уровне «kzBB+» по национальной шкале.

«Наша оценка кредитного профиля группы Freedom на уровне «B» отражает, с одной стороны, ее сильные стороны как организации, предоставляющей финансовые услуги, бизнес которой растет и приносит прибыль, а его диверсификация продолжает повышаться, а с другой – указывает на присущие компании высокие риски, связанные с рынками, на которых она работает, и ее организационной структурой. Уже долгое время мы считаем, что Freedom – группа со сложной структурой и высокой готовностью к принятию риска, что подтверждается быстрым ростом ее бизнеса в прошлые годы и намерением продолжать данную тенденцию, в том числе за счет приобретения активов», – отмечается в официальном сообщении S&P Global Ratings.

Несмотря на сохранение рейтингов они помещены в список на потенциальный пересмотр – CreditWatch. Это отражает риск того, что в ближайшие 90 дней агентство может понизить рейтинги указанных организаций, если правовые и комплаенс-риски резко усилятся или если негативные настроения участников рынка отрицательно скажутся на бизнесе группы. При этом S&P Global Ratings готово подтвердить рейтинги и вывести их из списка CreditWatch, если сочтет упомянутые риски понижения ограниченными.

Напомним, ранее компания Hindenburg Research, занимающаяся короткими продажами, опубликовала отчет о Freedom Holding Corp. Материал, по сути, представляет собой набор заявлений из ненадежных анонимных источников, ложной информации, неподтвержденных выводов и спекуляций с намерением нанести ущерб репутации холдинга и негативно повлиять на положение акций FRHC на международном финансовом рынке.

При этом холдинг продемонстрировал стойкость бизнеса, профессионализм команды, а также доверие своих клиентов, акционеров и партнеров. Как следствие, на сегодняшний день рейтинги Freedom Holding Corp. и его дочерних компаний от ведущего международного агентства S&P Global Ratings, входящего в группу S&P Global, остаются без изменений. Отчет холдинга за 2023 фискальный год прошел проверку независимой аудиторской компании Deloitte, входящей в «большую четверку». С документом можно ознакомиться на сайте Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC).



Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global



Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №278

7 сентября 2023

ffin.global

Республика Казахстан, г. Астана, район Есиль, улица Достык, здание 16, внп. 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. 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.