

# Обзор инвестиционных перспектив в 2020 году



**FREEDOM**  
finance



20 декабря 2019

Американский рынок:

## ГОД ВЫБОРА НАПРАВЛЕНИЯ

Американский потребитель способствует росту экономики и идет голосовать. Поможет ли промышленность экономическому росту или спад возобновится?

Российский рынок: Прыжок в высоту

Биржевая Украина: Год сильной гривны и популярности внутренних облигаций

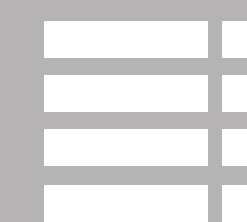
Биржевой Казахстан: Повторяя результаты прошлого года

Инвестиции, самые важные новости

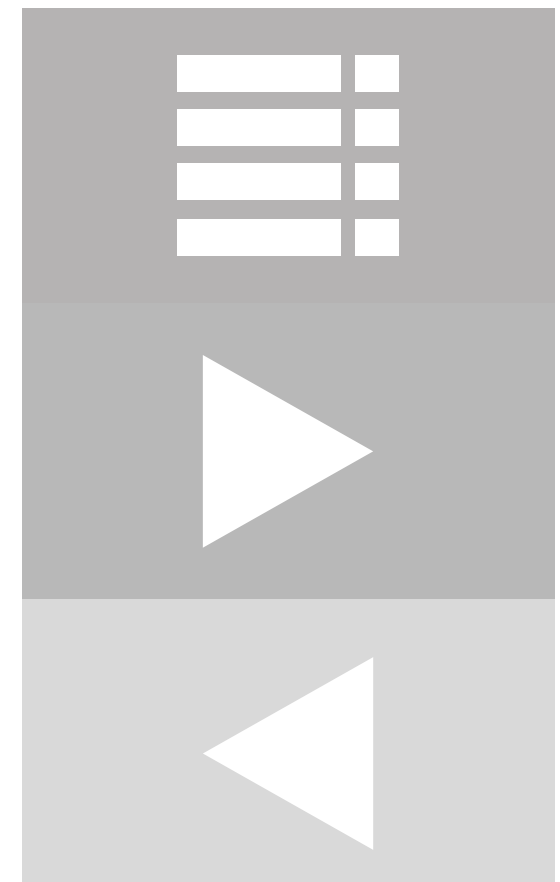
2020

# Содержание:

<b>ИНФОГРАФИКА. Самое важное по фондовому рынку США за 2019 год (S&amp;P 500)</b> .....	3
<b>РЫНОК США. Итоги 2019 года. Рост на ожиданиях</b> .....	4-5
<b>ЭКОНОМИЧЕСКИЙ И КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛЫ В США. 2020: рост с оговорками</b> .....	6-10
<b>ЭЛЕКТОРАЛЬНЫЕ ЦИКЛЫ В США. Что ждать фондовому рынку от выборов?</b> .....	11-12
<b>ИНФОГРАФИКА. Основные события на российском фондовом рынке в 2019 году (индекс MOEX)</b> .....	13
<b>РОССИЙСКИЙ РЫНОК. Итоги 2019 года. Прыжок в высоту</b> .....	14-15
<b>РОССИЙСКИЙ РЫНОК Сектора в 2020 году</b> .....	16-17
<b>РОССИЙСКИЙ РЫНОК. Заглядывая вперед: тренды 2020 года</b> .....	18-19
<b>ИНФОГРАФИКА. Биржевая Украина в 2019 году (индекс UX)</b> .....	20
<b>УКРАИНСКИЙ РЫНОК. Итоги 2019 года. Год сильной гривны и популярности внутренних облигаций Украины</b> .....	21
<b>УКРАИНСКИЙ РЫНОК. Основные тренды</b> .....	22
<b>ИНФОГРАФИКА. Казахстанский фондовый рынок. Важные новости за 2019 год на одной странице (индекс KASE)</b> .....	23
<b>РЫНОК КАЗАХСТАНА. Итоги 2019 года. Повторяя результаты прошлого года</b> .....	24
<b>ОЖИДАНИЯ ОТ KASE В 2020 ГОДУ. Дивиденды, SPO и сезонные факторы</b> .....	25
<b>ИНФОГРАФИКА. Фондовый рынок Германии. Важные новости за 2019 год на одной странице (индекс DAX)</b> .....	26
<b>РЫНОК ГЕРМАНИИ. Итоги 2019 года. Рост рынка на фоне глобального позитива</b> .....	27
<b>ОЖИДАНИЯ ОТ РЫНКА ГЕРМАНИИ В 2020 ГОДУ. Экономика под надежной защитой</b> .....	28
<b>ИТОГИ РЫНКА IPO-2019. Более 50% компаний торгуются выше цены IPO</b> .....	29
<b>ПРОГНОЗ НА 2019 ГОД . Самые долгожданные размещения</b> .....	30-31
<b>ОБЗОР ДЛЯ ДОВЕРИТЕЛЬНОГО УПРАВЛЕНИЯ ЗА 2019 ГОД С ПРОГНОЗОМ НА 2020</b> .....	32
<b>ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ИДЕИ НА 2020 ГОД для американского рынка</b> .....	33-42
<b>КОНТАКТЫ</b> .....	43



# Самое важное по фондовому рынку США за 2019 год S&P 500



# Фондовый рынок США. Итоги 2019 года

## Рост на ожиданиях

Рынок в 2019 году можно описать, как растущий на ожиданиях разрешения торгового конфликта между двумя крупнейшими экономиками мира. На этом фоне волатильность показала даун-тренд с высоких значений 23-25 пунктов до 11-12 пунктов в середине декабря. Торговая сделка была одним из ключевых драйверов, помимо неплохих результатов ряда компаний во время сезона отчетов, достаточно хорошей макростатистики, особенно в потребительском секторе, и, конечно же, снижения ставок на 75 б.п. Постоянный позитивный ажиотаж около торговой войны и снижение ключевой ставки привели рынок к новому историческому максимуму, а также к перекупленности отдельных секторов.

Фондовый рынок США стартовал с достаточно низких позиций – 2507,55 пункта. Все благодаря волатильной концовке прошлого года, которая включала в себя эска-

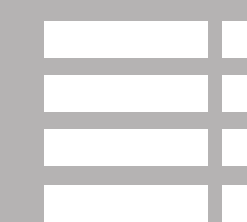


ляцию торговой войны, увеличение ставок и снижение прогнозов экономического роста. В результате оценки компаний были скорректированы достаточно жестко – S&P 500 упал почти на 20%. Однако уже в конце 2018 года и в начале 2019 года Джером Пауэлл успокоил инвесторов, сообщив на своей пресс-конференции о приостановлении жесткой монетарной политики. На этом фоне волатильность начала падать с 23 до 17 пунктов. В феврале картина улучшилась благодаря росту ВВП на 2,6%, хотя были пессимистичные прогнозы, которые предполагали рост на 2%. Однако в целом картина говорила о замедлении развития, но никак не о рецессии, которую прогнозировали после падения рынка в 2018 году. Сезон отчетов показал неплохие, но не лучшие, результаты, что также подтвердило тезис о замедлении роста, а не о рецессии. Но рынок начал расти ближе к концу месяца благодаря позитивным комментариям о сделке между США и Китаем. Начало следующего месяца началось с краткосрочной коррекции. Волатильность поднялась в этот момент с 14 до 16 пунктов, показывая страхи инвесторов по поводу приближающегося ключевого дедлайна в торговой войне. В последствии позитивные комментарии Дональда Трампа в твиттере успокоили инвесторов, и рынок продолжил расти. Даже несмотря на плохие статданные, которые свидетельствовали о более серьезном, чем предполагалось ранее, замедлении экономики. В конце марта стало понятно, что сделку скорее всего отложат и введение дополнительных пошлин 31 марта уже не состоится, и рынок продолжил свой путь к обновлению исторического максимума. В июне глава ФРС подчеркнул, что в случае дальней-



шего развития торгового конфликта «немой» (низкой) инфляции и негативного тренда в производственном секторе регулятор рассмотрит возможность снижения ставок и повторения сценария второй половины 1990-х годов. Регулятор сдержал свое слово уже в июле, когда ожидаемо снизил ставку на 25 базисных пунктов впервые с конца 2008 года. На этом фоне экономика показывала хорошие результаты, в основном за счет потребления, которое выросло на 4,3%. Бизнес переживал не лучшие времена – инвестиции в стране снизились на 5,5%, а экспорт на 5,2%. PMI (за июнь с лагом в месяц) показывал продолжающийся нисходящий тренд, который по-прежнему был выше 50 пунктов. Кардинально ситуация изменилась в августе, когда PMI (за июль) оказался 49,1 пункта, что говорит о сокращении производства. Параллельно с этим менялась кривая доходности в спреде между двухлетками и десятилетками. Спред достиг значения -1,9, самого низкого с 2007 года. Он сигнализирует о том, что в среднем через 15-20 месяцев стоит ожидать рецессию в экономике. Спред является

Игорь Ключнев,  
заместитель генерального директора  
ИК «Фридом Финанс»



# Фондовый рынок США. Итоги 2019 года

## Рост на ожиданиях

ключевым показателем для инвесторов, так как успешно «предсказывал» кризис в экономике на протяжении последних 40 лет. Таким образом, в ноябре 2020 года – месяце подведения итогов после выборов в США – ориентировочно может начаться кризис в экономике. На фоне негативных сигналов индекс скорректировался на 6,3% за неделю в начале августа. S&P 500 продолжил движение в боковике вплоть до сентября, пока на рынке не появились новости о положительном разрешении торгового конфликта, даже несмотря на новые даты введения тарифов. ФРС поддержала рост рынков вторым снижением за год на 0,25%.

Отдельно стоит отметить действия ФРС, которые относились не к изменению ставок, а к предоставлению краткосрочной ликвидности на рынок. Начиная со 27 августа ФРС начала наращивать свой баланс с отметки \$3,76 трлн до \$4,09 трлн 10 декабря. Таким образом, почти за 4 месяца баланс ФРС увеличился на 8,9%, или на \$335,5 млрд в абсолютном значении. Официальная поддержка рынка РЕПО, которая началась в конце сентября, заклю-



чалась в покупке облигаций США и других качественных активов на сумму \$75 млрд overnight (o/n), то есть на сутки. Более того, регулятор решил предоставить такую возможность и под двухнедельный период РЕПО на сумму \$35 млрд. Ситуация изменилась в конце октября, когда ФРС опубликовала пресс-релиз, в котором сообщалось о повышении финансовой помощи с \$75 млрд до \$125 млрд для o/n и с \$35 млрд до \$45 млрд для двухнедельного периода. Джером Пауэлл утверждает, что это не является количественным смягчением (QE), и он прав, поскольку речь идет о предоставлении краткосрочной ликвидности на рынке РЕПО, которую участники рынка должны вернуть. Однако в случае краткосрочной ликвидности баланс не должен планомерно расти, он должен увеличиться на сумму ликвидности и оставаться на этом уровне. Такого не происходит, а значит, частично текущая политика ФРС имеет характеристики QE, но не является официальной программой. Мы считаем, что данная ситуация продолжится не только под конец года, когда объем торгов на рынке РЕПО возрастает (из-за банковских отчетов 31 декабря), но и в первые месяцы января. Регулятор даст такое количество ликвидности, которое превысит объем, необходимый для всего рынка РЕПО.

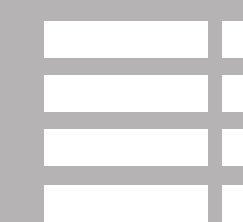
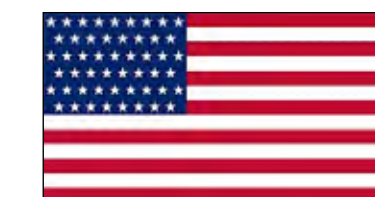
В конце октября слова потенциального кандидата Элизабет Уоррен о секторе здравоохранения дали сильный толчок приросту котировок более чем на 10% в течение месяца. Она сказала, что не планирует изменять законодательство в сфере здравоохранения ранее третьего года своего президентства, чем значительно снизила риски данной отрасли. Стоит отметить, что здравоохранение оказывается под давлением в предвыборный



период, чем отталкивает инвесторов. Однако теперь ситуация кардинально изменилась, поскольку потенциальная реформация сектора произойдет не ранее 2023 года. Сектор здравоохранения превысил даже растущий фондовый рынок в целом, который был подогрет воодушевляющими комментариями Дональда Трампа в твиттере о потенциальном первом этапе сделки. Ноябрь был ознаменован падением корпоративных прибылей в сезон отчетов, но часть эмитентов дали позитивные прогнозы на следующий квартал, что вселило уверенность в инвесторов.

Конец года сопровождается низкой волатильностью, подписанием первой части сделки между США и Китаем, а также предоставлением краткосрочной ликвидности рынку РЕПО, что напоминает количественное смягчение многим инвесторам. Рынок обновляет максимумы, тем самым, делая инвестиции в американский рынок дороже.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Экономический и кредитный циклы в США

## 2020: рост с оговорками

В 2019 году экономический цикл в США официально стал самым продолжительным в истории, преодолев отметку в 10 лет. Несмотря на негативные эффекты торговых войн, экономический рост продолжается, хоть и медленнее, чем раньше. Можно сказать, что положительный эффект от фискальных стимулов конца 2017 завершился в 2019. В ответ на растущие риски монетарные власти США впервые с 2008 года решили снизить процентные ставки. Глубина снижения составила 0,75%, что роднит текущий цикл с 1995-96 годами. Тогда снижения на 0,75% хватило регулятору, чтобы оживить экономический рост и инфляцию. Уменьшение ставки позволило в 1995-96 гг. обеспечить «мягкую посадку» экономики без впадения в рецессию с последующим возобновлением роста. Алан Гринспен в своей книге «Эпоха потрясений» называет этот эпизод одним из главных своих достижений на посту главы ФРС. Нынешняя ситуация отличается, поэтому пока рано утверждать, что американская экономика избежала рисков падения. Один из ключевых опережающих индикаторов рецессии – инвертированная кривая доходности (процентные ставки по долгосрочным долговым инструментам ниже, чем по краткосрочным), что усиливает вероятность наступления спада, если реализуются риски для экономики.

Список возможных препятствий, о которые могут споткнуться мировая экономика и американская экономика в 2020, довольно широк. Это и очередная эскалация торговых войн, политическая неопределенность в связи с выборами президента США, последствия Brexit, замедление китайской экономики и рецессия в одной из европейских стран. Для полноценного всеобъемлющего американо-китайского соглашения о торговле могут потребоваться годы. Все это время неопределенность будет негативно влиять на инвестиции и торговлю. В таком случае мировая экономика должна будет справляться с повышенными тарифами дольше, чем первоначально предполагалось, что может иметь более серьезное экономическое воздействие. К тому же изменение логистических цепочек может привести к повышению затрат бизнеса. Привлекательность популистских политиков увеличивает риски усиления протекционизма, что ведет к снижению положительных эффектов глобализации – одного из главных эконо-

мических драйверов в последние 20-30 лет.

Тем не менее конец 2019 года оставляет надежду на то, что риски преувеличены и дно снижения активности либо пройдено, либо близко к окончанию. Отмена введения тарифов в декабре и снижение вдвое некоторых уже введенных значительно снизили риски экономического спада. 15 декабря могли бы быть установлены наиболее чувствительные для американских потребителей пошлины, что угрожало дальнейшему росту экономики. Ожидается, что согласованные условия сделки будут подписаны в январе (первая фаза). Кроме того, президент Трамп уже заявил о начале подготовки второй фазы соглашения. Прогресс в переговорах способствовал достижению новых максимумов глобальных фондовых индексов, так как снизил опасения инвесторов.

Более того, монетарные власти в ответ на риски смягчили денежно-кредитные условия, что способствует продлению экономического цикла. Потребители благодаря сильному рынку труда и сектору

услуг остаются активными, несмотря на торговые войны, что говорит о сохраняющемся потенциале экономического роста. Кроме того, глобальные индексы деловой активности демонстрируют признаки улучшения с августа 2019, что дает надежду на достижение минимума промышленной деловой активности в мире и возможный рост в 2020 году благодаря снижению рисков торговых войн.

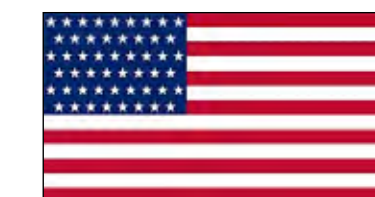
Таким образом, наш базовый сценарий на 2020 год с вероятностью в 50% предполагает продолжение экономического роста в США, но более медленным темпом. Положительный эффект от смягчения монетарных условий может полностью реализоваться в 2020 году. Более того, учитывая грядущие выборы, мы ожидаем, что президент Трамп воздержится от эскалации торговых войн, чтобы сохранить экономический рост и лояльность избирателей.

Рецессию же всегда сложно прогнозировать, зачастую ее провоцируют неожиданные события или «черные лебеди» вроде краха Long-Term Capital Management в 1998-м или Bear Sterns в 2008-м.

Тимур Турлов,  
глава инвестиционного  
комитета компании



Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



		Базовый сценарий	«Медвежий» сценарий	«Бычий» сценарий
	<b>Вероятность</b>	<b>60%</b>	<b>20%</b>	<b>20%</b>
	<b>Рост ВВП США</b>	<b>1-2%</b>	<b>(-0,5%)-(+1%)</b>	<b>2-3%</b>
<b>Условия/Потенциальные риски</b>	<b>Торговые войны</b>	Первая фаза торговой сделки действует. Новые тарифы не вводятся, но стороны не могут договориться о следующей стадии	Торговое перемирие обрывается, как случилось в начале августа 2019. Вводятся болезненные для потребителей тарифы	Китай и США добиваются значительного прогресса в торговых переговорах. Происходит отмена ранее введенных тарифов. Страны договариваются о структурных реформах в Китае
	<b>Внешние факторы</b>	Великобритания мягко выходит из ЕС. Европейским странам удается избежать рецессии. Фискальные стимулы КНР способствуют продолжению экспансии. Глобальные индексы деловой активности продолжают плавно расти.	Последствия Брекзита провоцируют рецессию в Великобритании. Экономика Германии или другой европейской страны впадает в рецессию. Китайская экономика замедляется быстрее. Глобальные индексы деловой активности ухудшаются из-за высокой неопределенности.	Европейские власти используют фискальные стимулы для активизации роста. США обещают не вводить новые тарифы на европейские товары. Китайские бюджетные стимулы начинают приносить эффект, что способствует сохранению темпов роста. Глобальная неопределенность снижается, что приводит к ускорению инвестиций и торговли
	<b>Монетарная политика</b>	ФРС сохраняет ставку на текущем уровне и продолжает наращивать баланс из-за операций на рынке РЕПО, что способствует благоприятным монетарным условиям	Растут сомнения в способности монетарных властей удержать ситуацию под контролем из-за истощения инструментов. Менее вероятным риском может быть усиление опасений о дальнейшем повышении ставки	ФРС сохраняется монетарные условия достаточно мягкими и сигнализирует о нескором повышении ставок
	<b>Политика</b>	Трамп лидирует и побеждает в предвыборной гонке с периодическими всплесками скандалов	Популярность «левых» демократических кандидатов растет, что повышает неопределенность для бизнеса из-за возможного усиления антимонопольного регулирования или налоговых ставок. Менее вероятный риск – шанс импичмента	Трамп в качестве основного кандидата в президенты занимает менее агрессивную позицию по вопросам внешней торговли, обещает рост государственных затрат на инфраструктуру, что повышает уверенность бизнеса
	<b>Цель по S&amp;P 500</b>	<b>3400</b>	<b>2350</b>	<b>3900</b>



# Экономический и кредитный циклы в США

## 2020: рост с оговорками

Подобные риски тяжело прогнозируются, однако рост глобальной неопределённости заставляет нас с высокой осторожностью подходить к оценке шансов рецессии в следующем году, вероятность этих рисков – 30%.

Если же благодаря положительной динамике торговых переговоров и электоральным циклам, повысится предсказуемость и способность политиков договариваться, то глобальное промышленное производство ускорится. Его активизация может способствовать ускорению экономического роста. Однако в силу сохранения противоречий КНР и США по принципиальным вопросам вроде защиты интеллектуальной собственности, мы считаем значительное ускорение промпроизводства наименее вероятным сценарием с шансами в 20%.

### Экономика США

#### ВВП

	Факт	Прогноз	Пред.
ВВП США (третий кв. 2019) вторая оценка	2,1%	1,9%	2%

Рост ВВП США в третьем квартале при второй оценке поднялся до 2,1% с первоначальных 1,9%. Повышение было обеспечено ростом запасов, поэтому его нельзя назвать здоровым. Вероятность замедления экономики в четвертом квартале по-прежнему высока.

Потребление по-прежнему является практически единственным драйвером роста. Рост потребления сохранился на уровне 2,9% в третьем квартале. Вклад потребления в общий рост ВВП составил 1,97%, что близко к цифре итогового роста и отражает высокую зависимость ВВП от одного компонента. К тому же показатели розничных продаж в октябре и ноябре хуже ожиданий создают риск слабых итогов праздничного сезона продаж, что может негативно сказаться на потреблении в четвертом квартале.

Общий показатель инвестиций был пересмотрен вверх на 1,4%. Инвестиции снизились на 0,1%, а не на 1,5%, как предполагалось ранее. В то же время повышение было обеспечено ростом запасов, поэтому сложно назвать подобную переоценку значимой для будущих перспектив восстановления роста. Так что, потребление остается главным драйвером продолжения экономической экспансии.

Вклад торговли в итоговый рост ВВП вновь оказался отрицательным (-0,11%). При этом оценка экспорта немного выросла, но подавленность от торговой войны с Китаем сохраняется.

Таким образом, ВВП США продолжает расти исключительно благодаря потреблению, так как эффект от других компонентов либо отрицательный, либо нулевой. Подавленные инвестиции и торговля будут способствовать дальнейшему замедлению темпов роста экономики в четвертом квартале менее чем на 2%.

Угрозу эскалации торговых войн нельзя исключить полностью, что может продолжить негативно влиять на инвестиции и торговлю. В то же время положительная динамика переговоров КНР и США может сломить негативный тренд. В таком случае ВВП может ускориться, однако пока, скорее, стоит ждать замедляющийся, но сохраняющийся рост порядка 2% благодаря стимулам ФРС.

#### Рынок труда

	Факт	Прогноз	Пред.
Средняя почасовая заработная плата, изменение (r/r) (октябрь)	3,1%	3%	3%
Изменение числа занятых в несельскохозяйственном секторе (октябрь)	266К	186К	156К
Уровень безработицы (октябрь)	3,5%	3,6%	3,6%

Одним из основных факторов сохранения уверенного потребления и, как следствие, экономического роста является сильный рынок труда. Отчет по рынку труда за ноябрь показал снижение уровня безработицы до минимума за почти 50 лет с ростом темпов найма и заработной плат, что способствовало позитивной реакции рынков. В ноябре экономика США прибавила 266 тыс. рабочих мест, тогда как консенсус предполагал значение на уровне 186 тыс. Безработица снизилась до 3,5%, что стало сюрпризом для рынка.

Результаты найма остаются уверенными, что позволяет безработице находиться вблизи 50-летних минимумов. Главным позитивным фактором стало возвращение работников с забастовки в General Motors. На 44 тыс. выросло количество работников в промышленном секторе, что почти полностью объясняется ростом в транспортной индустрии – на 41 тыс. Однако даже без положительно-го эффекта забастовки, темпы роста найма выглядят уверенными

благодаря сервисным секторам здравоохранения и гостиничного бизнеса. Подобная активность свидетельствует о благоприятных экономических перспективах.

Рост заработных плат на 3,1% в годовом выражении оказался чуть лучше прогнозов в 3%, что должно положительно отразиться на потребителях – главном и практически единственном на сегодня драйвере американской экономики, в то время как инвестиции и экспорт переживают спад из-за торговых войн. Рост доходов в предпраздничный сезон может усилить потребительскую активность, что будет способствовать уверенным темпам роста экономики в четвертом квартале.

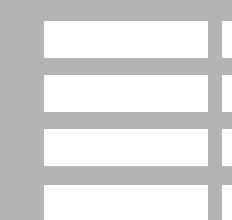
Таким образом, отчет оказался довольно сильным. Подобная картина на рынке труда позволяет ФРС сохранять ставку на текущем уровне в 1,5-1,75%, так как страхи по поводу замедления экономики снижаются.

#### ФРС

На заседании 10-11 декабря 2019 года ФРС впервые с июля решила сохранить ставку на текущем уровне, а не снизить. За подобное решение проголосовали все члены комитета по открытым рынкам, что отражает удивительное единодушие голосов. К тому же прогнозы членов комитета на следующий год также стали более гармоничными друг с другом. Подавляющее большинство ожидает сохранения ставки на текущем уровне на протяжении 2020 года. Оценки экономики ФРС стали оптимистичнее, что позволяет регулятору считать, что риски под контролем, и сохранять ставки на текущем уровне на протяжении следующего года. Главными факторами, которые вызывают тревогу, можно назвать торговые войны, выборы и ситуацию на рынке краткосрочной ликвидности. Неопределённость сохраняется, поэтому Пауэлл в ходе пресс-конференции оставался максимально гибким.

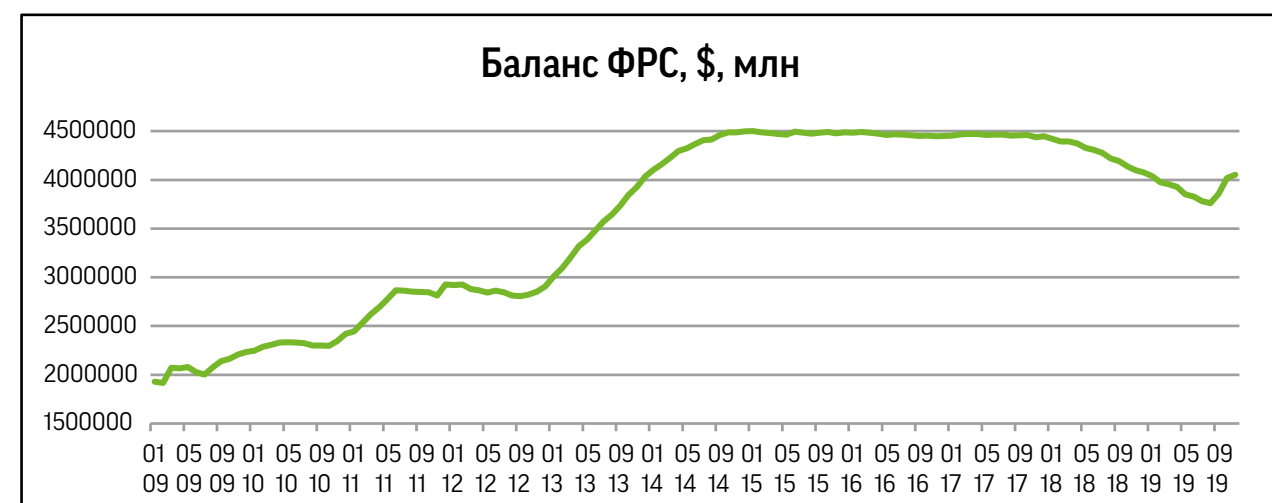
Риски торговой политики Трампа осложняют работу ФРС. Резкое обострение торговых войн и введение новых пошлин заставит регулятора вновь вернуться к вопросу снижения ставок в 2020 году, так как оно может подорвать доверие потребителей и замедлить и без того снижающиеся темпы экономического роста в США.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Экономический и кредитный циклы в США

## 2020: рост с оговорками



Торговые войны – фактор неопределенности, который лежит на поверхности и учитывается большинством игроков. Из неочевидных вещей тревогу сейчас вызывает проблема резкого роста краткосрочных процентных ставок на рынке РЕПО в октябре. В сентябре ставки на рынке однодневного РЕПО неожиданно подскочили с 2% до 10%, что сделало эффективную процентную ставку в банковской системе выше лимита ФРС на 2,25%. В качестве решения регулятор предоставил дополнительную ликвидность на рынке РЕПО как минимум до первого квартала 2020 года. Тем не менее регулятор, несмотря на ожидания, не уточнил никаких деталей по поводу механизма поддержания рынка в будущем. Пауэлл лишь заверил, что ситуация под контролем, а регулятор работает над решением. Но фактор риска для стабильности всей системы сохраняется, что может привести к кризису ликвидности в очередной раз в будущем. Это, скорее, вопрос времени, а регулятор ждет итогов года и не предлагает пока никакого комплексного решения.

Предоставление ликвидности смогло успокоить рынки и привело к росту баланса. Рост баланса, в свою очередь, позволил увеличить ликвидность на рынке, что могло стать одной из причин повышения спреда между короткими и длинными облигациями, которое привело к общему росту спроса на риск. Тем не менее регулятор настаивает на том, что меры носят краткосрочный характер и не направлены на снижение долгосрочных процентных ставок, что принципиально отличает их от программы количественного смягчения (QE).

Пока баланс рисков позволяет регулятору сохранять ставки на

текущем уровне продолжительное время, возможно, до конца 2020-го. Однако риски «толстых хвостов» или «чёрных лебедей» говорят о том, что уверенность в таком сценарии не высока и все может поменяться очень быстро.

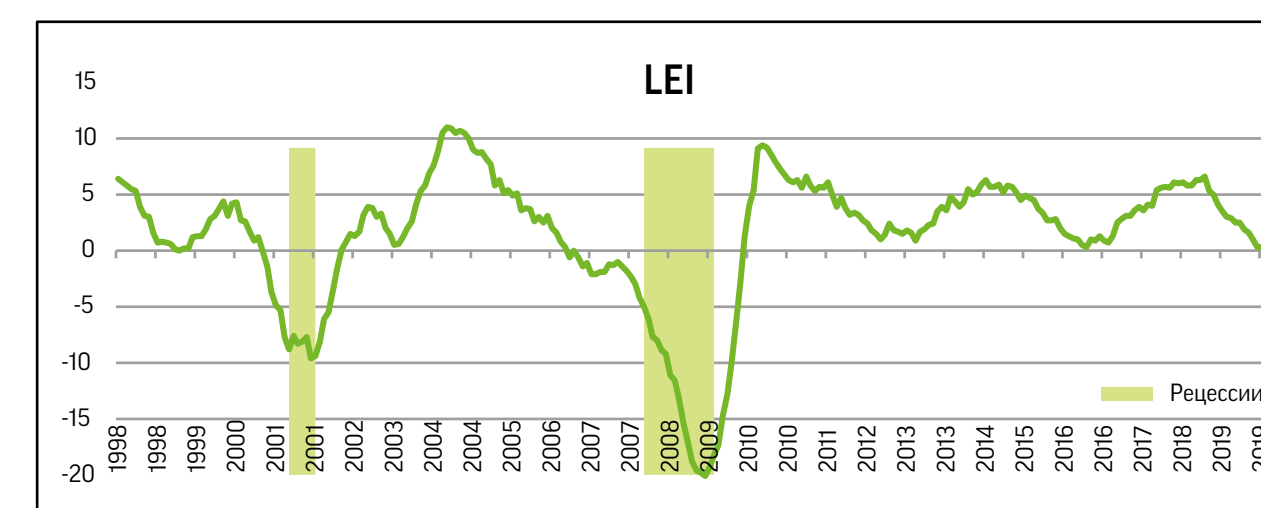
### Опережающие экономические индикаторы

Четыре из пяти отслеживаемых нами опережающих экономических индикаторов заставляют нас с тревогой относиться к перспективам экономического роста в США, однако надежда на стойкость потребления и улучшение промышленного производства сохраняется. Наибольшее опасение вызывает произошедшая в августе 2019-го инверсия кривой доходности, которая в прошлом служила верным сигналом к наступлению рецессии.

	Долгосрочная картина	Последнее значение	Предыдущее значение
Опережающие экономические индикаторы (LEI) (рост г/г) (октябрь)	>0	0,3%	0,3%
Индекс деловой активности в производственном секторе (PMI от ISM) (ноябрь)	<50	48,1	48,3
Изменение числа занятых в частном несельскохозяйственном секторе США (накопленным итогом за 12 мес. (ноябрь)	<2500	2204	2134
Индекс доверия потребителей (ноябрь) (от CB)	>100	125,5	126,1
Кривая доходности (ноябрь) (спред двухлеток и десятилеток)	>0	15,998	16,308

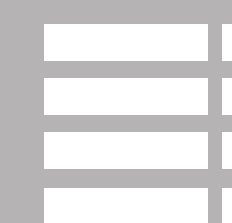
**Индекс опережающих экономических индикаторов** от Conference Board, который, как показывает история, способен предсказывать наступление рецессии за несколько месяцев, все еще не поднял красный флаг, но заставляет беспокоиться. Обычно предвестником кризиса служит сокращение темпов годового роста индекса ниже нуля, которое происходит в среднем за 6-8 месяцев до наступления рецессии. Сводный индекс LEI (Leading Economic Index от Conference Board) продолжил замедление роста год к году, до 0,3% в октябре. Индекс повторил минимум за весь период экономического цикла. Последний раз подобное

значение фиксировалось в июне 2016 года, когда рост год к году составил 0,3%, после чего начался отскок вверх. Так что шансы на похожий отскок вверх сохраняются, пока показатель не ушел ниже нуля.



Способность предсказать рецессию у индекса деловой активности в производственном секторе не очевидная. Тем не менее снижения индекса зачастую предвосхищали рецессии. Показатель уменьшался весь 2019 год, что отражалось в падении инвестиций и торговли. В конце года появилась надежда на отскок вверх благодаря прогрессу в торговых переговорах, но с полной уверенностью об этом пока трудно говорить. Ухудшение промышленного PMI от ISM неожиданно возобновилось в ноябре. Ноябрьский показатель деловой активности в промышленности снизился до 48,2 п. по сравнению с 48,3 п. в октябре в то время, как консенсус предполагал рост до 49,2 п. Сохранение показателя ниже 50 п. говорит о промышленном спаде. Индексу не помогло даже окончание забастовки в General Motors, что указывает на необычную слабость индустриального производства. Столь слабые данные усилили опасения о замедлении американской экономики. В то время сохраняется дивергенция показателей двух разных источников данных по PMI. В то время как отслеживаемый нами показатель от ISM снизился, показатель от Markit вырос, что не позволяет уверенно сказать о состоянии американской промышленности. Разница в показателях может возникать из-за того, что в индексе от Markit значительную долю занимают данные от небольших компаний, а также больший вес отдается опережающим показателям вроде новых заказов.

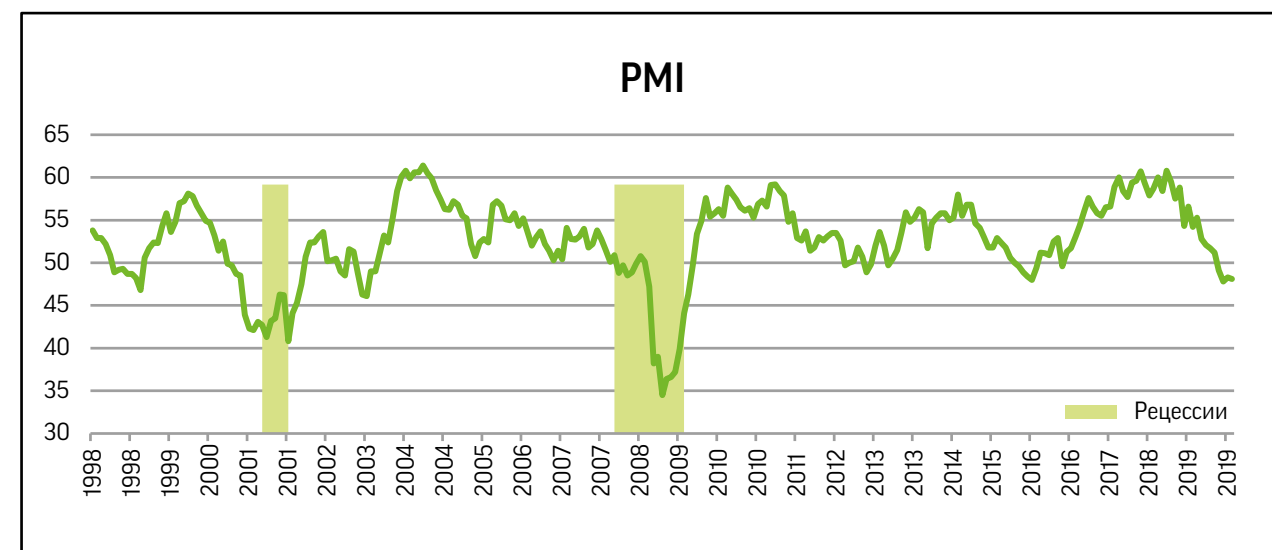
Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



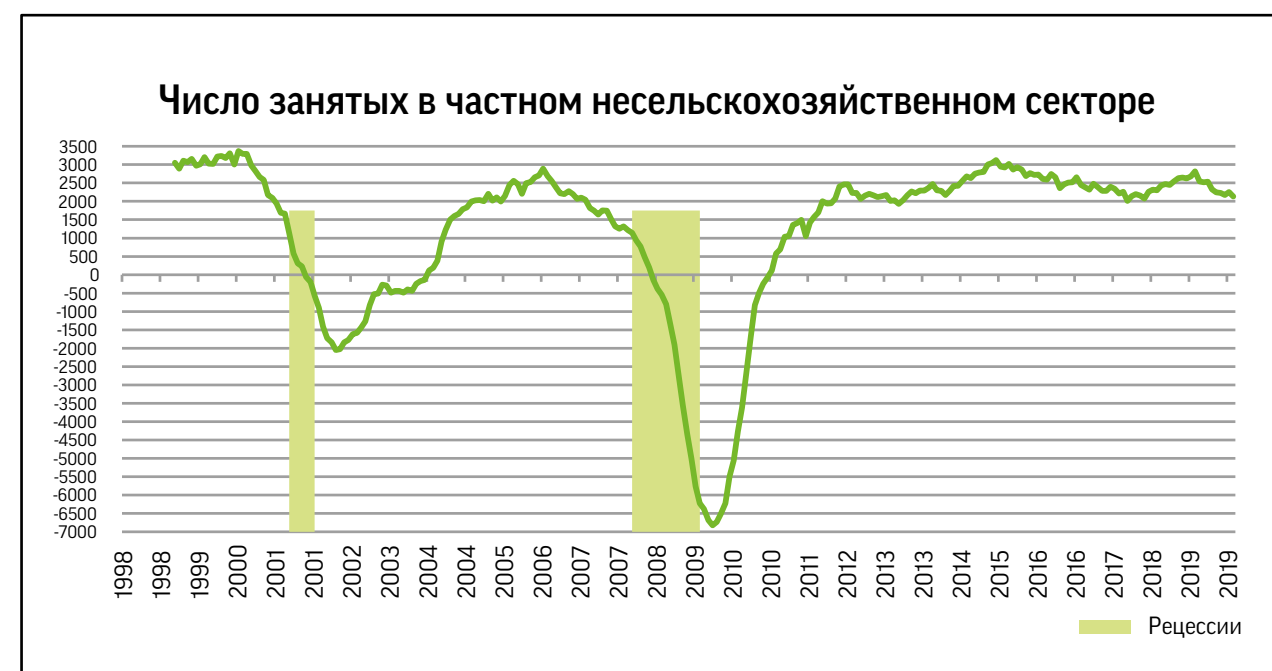


# Экономический и кредитный циклы в США

## 2020: рост с оговорками

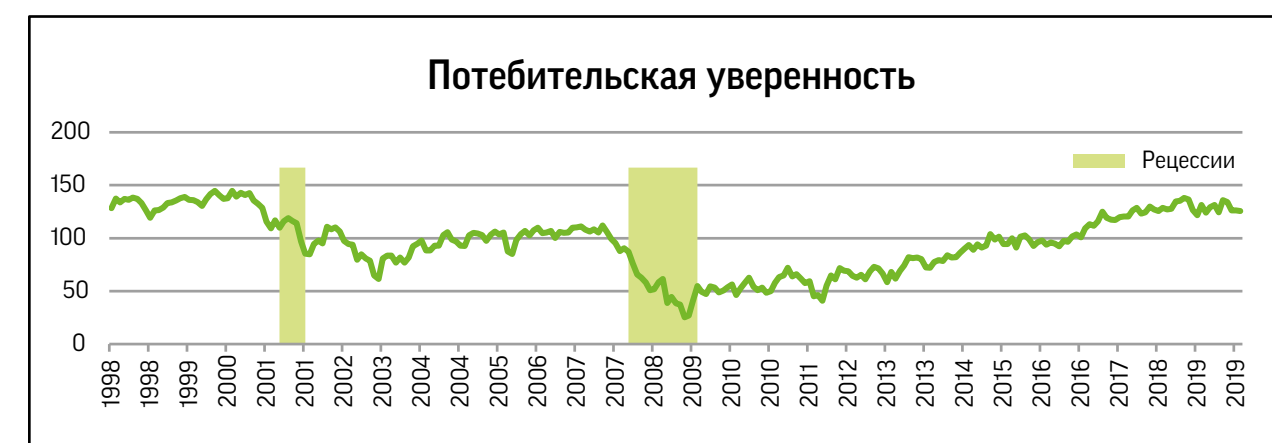


Если же посмотреть на рынок труда, то одним из опережающих индикаторов выступает изменение числа занятых в частном несельскохозяйственном секторе США. Зачастую до начала рецессии наблюдается резкое замедление количества занятых суммарно за последние 12 месяцев. В 2019 году мы видим тенденцию к замедлению темпов найма. В то же время безработица все еще низкая, что поддерживает потребление.



Единственный позитивный сигнал – высокая потребительская уверенность. В большинстве случаев прошлым рецессиям предшествовало резкое снижение доверия потребителей (более 10% год к году), но пока индекс продолжает находиться высоко, несмотря на торговые войны и политические скандалы в США. Он снизился с 126,1 до 125,5 в октябре, что может свидетельствовать о том, что эскалация торговых войн не проходит бесследно для потребителей. Возможной причиной снижения уверенности

может быть рекордно низкая безработица, так как возможность найти работу падает из-за жестких условий на рынке труда. Стоит внимательно следить за динамикой индекса, так как отсутствие роста индекса в 2019-м, несмотря на новые максимумы на фондовых площадках, вызывает обеспокоенность.



Озабоченность вызывает такой опережающий экономический показатель, как разница доходностей между длинными казначейскими облигациями и короткими. Наибольшую предиктивную силу имеет спред доходностей «двухлеток» и «десятилеток». Отрицательная разница между «двухлетками» и «десятилетками» выступала универсальным опережающим индикатором рецессии в последние 40 лет. Как правило, с момента инвертирования кривой проходит 11-34 месяца до наступления экономического кризиса. В прошлый раз в 2005 кривая изменила наклон примерно за 25 месяцев до начала мирового финансового кризиса 2008 года.

Спред между «двухлетками» и «десятилетками» впервые за 11 лет стал отрицательным в августе. Впоследствии спред вырос благодаря смягчению монетарной политики и снижению рисков эскалации торговых войн, однако сам факт свершившейся инверсии настораживает. Более того, именно тревожный сигнал этого индикатора отличает нынешнее замедление экономики от похожих эпизодов приближения экономики к спаду в 2016 году. К тому же, если вновь обратиться к эпизоду 1995-96 гг., когда снижение ставок ФРС позволило продлить цикл, то мы увидим, что сравнение будет не в пользу сегодняшней картины. Перед рецессией начала 2000-х спред стал отрицательным лишь в 1998-м, оставаясь в 1995-96 годах положительным.

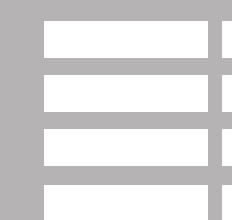


Фундаментально инверсия кривой говорит о том, что участники рынка ждут снижения ставок в будущем, что может отрицательно сказываться на кредитовании, так как это сужает спред для банков, поэтому значение индикатора пристально отслеживается инвестсообществом. В то же время существует вероятность снижения значимости этого индикатора из-за продолжительного действия программы количественного смягчения после кризиса 2008 года, что создало серьезное давление на долгосрочные процентные ставки и могло исказить текущую картину по сравнению с предыдущими годами, когда такие монетарные инструменты не применялись.

Вероятность рецессии на горизонте года на основе спреда доходностей 3-месячных и 10-летних казначейских облигаций США оценивается в 25%. Индикатор рассчитывается ФРБ Нью-Йорка и находится на уровнях 2007 года, но улучшился с пиковых значений 2019 года. Снижение индикатора отражает улучшение условий на рынке краткосрочной ликвидности.



Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

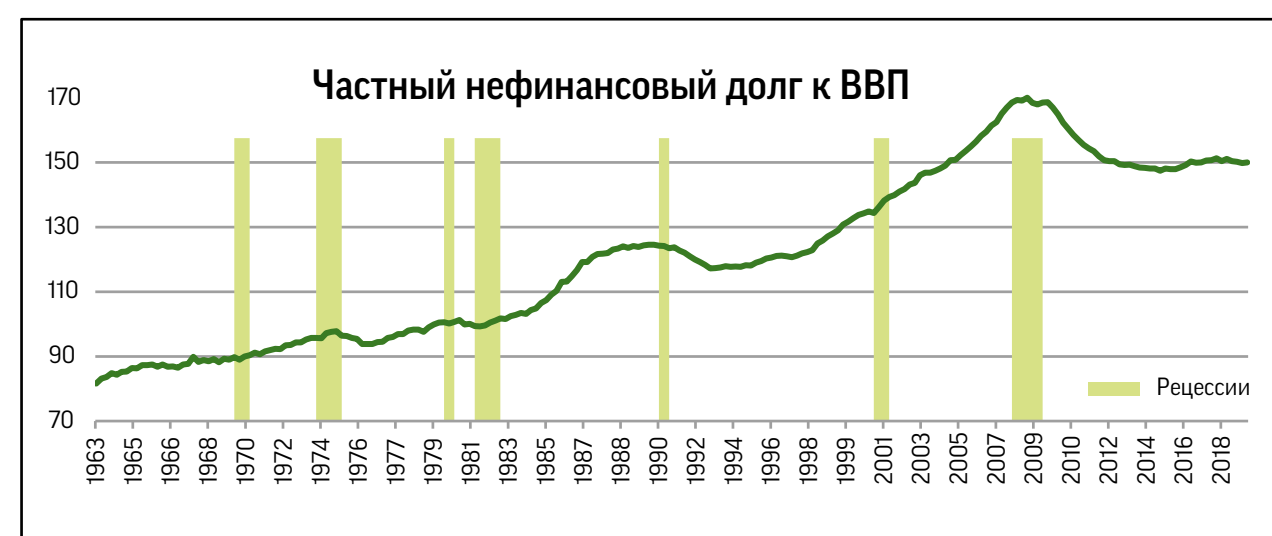


# Экономический и кредитный циклы в США

## 2020: рост с оговорками

### Долговой рынок

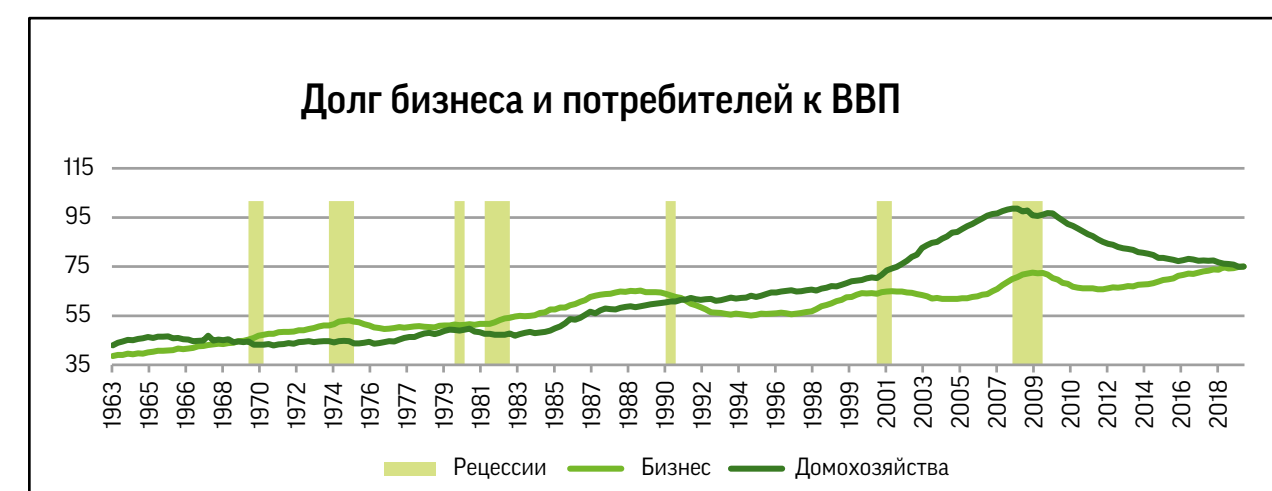
Состояние долгового рынка выглядит довольно стабильно в экономике и ниже предкризисных значений 2008 года. Наблюдаются определенные тревожные тенденции в нефинансовом корпоративном долге, но в розничном сегменте они отсутствуют. Доля корпоративного долга сравнялась с долгом домохозяйств впервые в истории наблюдений. Явных перекосов, какие наблюдались в прошлый кризис, пока не видно. Таким образом, мы умеренно оцениваем шансы на рецессию, спровоцированную паникой на долговом рынке.



### Домохозяйства

Уровень закредитованности домохозяйств не показывает признаки

перегрева. Отношение общего количества кредитов к ВВП снижается и находится вдали от критических значений 2008 года. Таким образом, можно предположить, что общая ситуация с потребительским долгом не вызывает повышенного беспокойства, поэтому риски его негативного влияния на экономику мы оцениваем, как умеренные.



### Бизнес

Уровень долговой нагрузки в бизнесе показывает признаки ускорения и приближается к высоким историческим значениям, что заставляет внимательней отнестись к подобной динамике. В случае ухудшения экономических условий снижение кредитных рейтингов может спровоцировать распродажу многими институци-

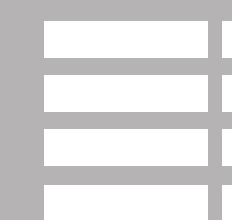
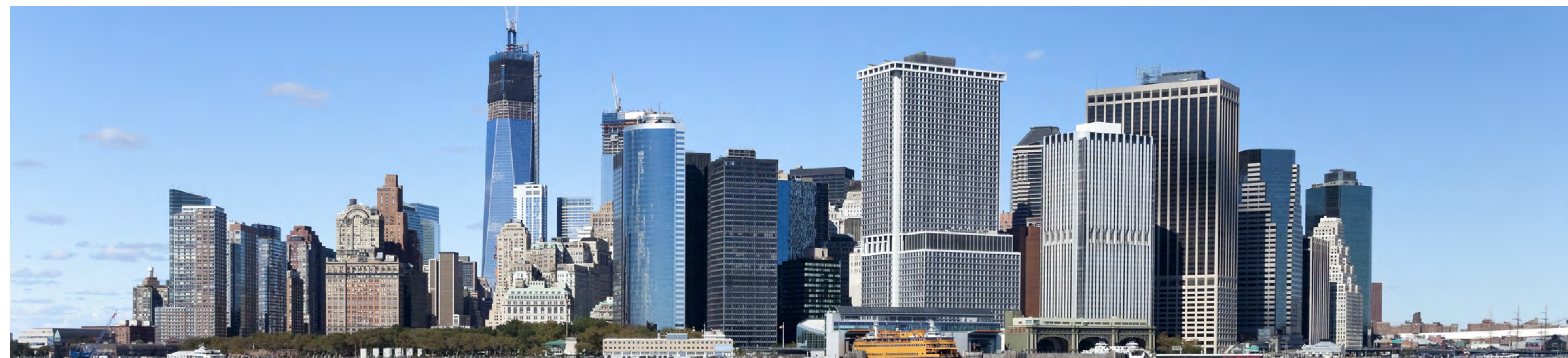
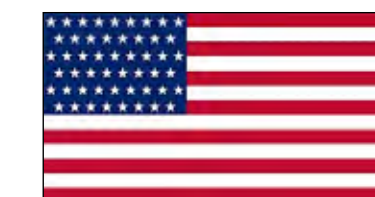
ональными инвесторами, которые имеют ограничения по вложениям в бумаги с низким рейтингом. Подобное развитие событий негативно скажется на ликвидности и уровне цен на рынке облигаций и долговом рынке в целом.

Однако снижение процентных ставок и меры по поддержанию рынка РЕПО способствовали улучшению условий на рынке ликвидности, что снижает опасения резкого развития долгового кризиса.

### Вывод

Таким образом, шансы на наступление рецессии в 2020-м выросли до уровней, предшествовавших кризису 2008 года. Наибольшие опасения вызывают промышленный спад и случившаяся инверсия кривой. В то же время сохраняющаяся сила потребления, монетарные стимулы, а также наметившийся прогресс в торговых переговорах оставляют надежду на восстановление экономического роста и продление делового цикла, как уже случалось в 2016-м или 1995-96 годах. Способность ФРС поддерживать ликвидность в системе может вызвать продолжение экономического подъема, а длительная программа количественного смягчения может ослабить предиктивную силу спреда доходностей, что позволит экономике США избежать спада в 2020 году.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Электоральные циклы в США

## Что ждать фондовому рынку от выборов?

**Зависимость президентских и экономических циклов – тема, которая волнует инвесторов, аналитиков и ученых со времен начала массовой торговли ценными бумагами. В конце 1960-х с развитием вычислительных мощностей появилась одна из первых математически обоснованных теорий движения рынка в разные годы президентских сроков – «Теория цикла президентских выборов» Йеля Хирша (Yale Hirsch). Автор книги [«Альманах трейдера» \(Stock Trader's Almanac\)](#) Йель Хирш первым открыл для инвестобщества такие известные сейчас рыночные явления, как рождественское ралли (Santa Claus Rally) или «Sell in May and Go Away». Кроме прочего, Хирш первым заявил о том, что президентские выборы каждые четыре года оказывают глубокое влияние на экономику и фондовый рынок. В частности, он заметил, что войны, рецессии и «медвежьи» рынки имеют тенденцию начинаться или происходить в первой половине срока, а «бычьи» рынки – во второй половине. Подобный вывод, например, говорит, что ждать роста фондовых площадок в 2021-2022 годах сложно.**

Многие исследователи продолжили труд Хирша, более глубоко изучив влияние политической конъюнктуры на поведение фондовых рынков. Пожалуй, наиболее часто цитируемой статьей на эту тему можно назвать работу 2003 года, написанную двумя профессорами финансов из Сан-Диего: Педро Санта-Клара и Россеном Валкановым. Главным выводом их статьи под названием [«Президентская загадка: политические циклы и фондовый рынок» \(The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market\)](#) стала более высокая доходность акций во время правления президентов-демократов по сравнению с республиканцами. Согласно результатам исследования, средняя годовая доходность фондовых рынков при демократах на 9% выше. Более того, другие исследования показывают, что во время правления демократов лучше себя чувствует не только фондовый рынок, но и экономика. По данным другой [работы на эту тему авторов Пастора и Веронеси](#), с 1930 по 2015 годы экономика США при демократах росла на 3,2% лучше, чем при республиканцах. Выводы ученых получаются явно не в пользу очередного президентства Трампа, но возникает вопрос, почему же республиканцы все-таки выигрывают выборы, как и

в последний раз в 2016-м? Более того, республиканцы за всю историю страны становились президентами чаще. Даже за последние 100 лет количество президентов-республиканцев больше, чем демократов. Одной из причин тенденции более позитивных экономических показателей при правлении демократов может быть время избрания, а точнее, аппетит к риску инвесторов, который во многом зависит от экономических перспектив. К таким выводам приходят уже упомянутые экономисты Национального бюро экономических исследований Пастор и Веронеси. Во времена экономического спада, когда аппетит к риску низкий, избиратели склонны выбирать демократов, которые обещают социальные гарантии. Исследования показывают, например, что шансы на победу демократа лучше, когда уровень безработицы высокий. Когда же аппетит к риску значителен, победа на выборах, скорее, будет за республиканцами, так как избиратели хотят больше рисковать в бизнесе и требуют, например, снижения налогов. В 2017 году республиканцы, в частности, провели одно из самых больших сокращений налогов в истории США, заявленное в предвыборной программе Трампа в 2016-м.

В истории США немало ярких примеров, иллюстрирующих победу демократов во времена экономического упадка. В ноябре 1932 года, в разгар Великой депрессии, действующий президент от республиканской партии Герберт Гувер проиграл выборы демократу Рузвельту. В пик последнего финансового кризиса в 2008-м республиканец Буш уступил место кандидату от демократов Барак Обама. Обама и Рузвельт отнюдь не единственные демократы, пришедшие к власти в течение или сразу после рецессии. Кеннеди был избран во время рецессии 1960-61 гг., Картер – после кризиса 1973-1975 гг., а Клинтон победил сразу после спада 1990-91 гг. Во всех этих примерах прослеживается закономерность, которая подкрепляется теорией о слабом риск-аппетите избирателей во время спада, что говорит о низкой вероятности простого совпадения. Следовательно, можно сказать, что на следующих выборах главный кандидат от республиканской партии Дональд Трамп победит, если не начнется рецессия в экономике США.

### Перспективы экономики и акций США

Несмотря на то, что вероятность рецессии в США и популярность

Ален Сабитов,  
аналитик  
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



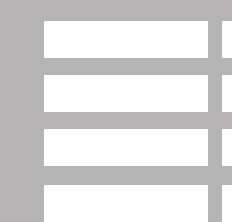
запроса «рецессия» в Google повысились до уровней, предшествовавших предыдущему кризису, консенсус-прогноз аналитиков ждет продолжения роста американской экономики в 2020 году в среднем на 1,8%. МВФ в октябрьском прогнозе глобальной экономики также предполагает, что крупнейшая экономика мира вырастет на 2% в 2020-м. Росту экономики продолжает способствовать сильный рынок труда, который поддерживает потребление, – главный и единственный сейчас драйвер роста. Уровень безработицы в сентябре в США опустился до рекордно низкого с декабря 1969-го минимума в 3,5%. Так что, с большой вероятностью экономика США не вступит в рецессию до выборов 2020 года, что повышает шансы на победу Трампа. Более того, приход к власти кандидата от демократической партии при сохранении рекордно низкой безработицы выглядит маловероятным, так как это противоречит истории.

Главной угрозой экономического роста можно назвать торговые войны с Китаем, которые уже негативно отражаются на результатах промышленного производства и торговли США. Если следовать электоральной логике зависимости победы президента от наличия кризиса, то можно сказать, что Трамп больше всех заинтересован в скором заключении сделки с Китаем, так как это может продлить экономический цикл и способствовать его триумфу на выборах. При таком сценарии инвесторы могут рассчитывать на положительную динамику фондового рынка в 2020 году и позитивную реакцию на его избрание сразу после выборов. Как показывает [исследование американских экономистов 2014 года](#), рынок растет на 67% после победы республиканца. Последняя победа Трампа в 2016-м не была исключением.

### Электоральные стратегии

Вывод о том, что 2020-й может быть хорошим годом для акций, подкрепляется и уже упомянутой теорией о циклах Хирша, и более поздними наблюдениями на этот счет. По [данным Никелса](#), инвестор может рассчитывать на положительный доход, если будет инвестировать в рынок за 27 месяцев до выборов и продавать бумаги в декабре года голосования.

Мы проанализировали результаты трех стратегий, чтобы проверить гипотезу Никелса. С 1952 года первая стратегия («Стратегия до



## Электоральные циклы в США

### Что ждать фондовому рынку от выборов?

выборов») дала сбой лишь в 2008 году и в среднем приносила каждый раз доходность в 34%. К примеру, если бы мы инвестировали \$1000 с 1 октября 1950 года до 31 декабря 1952 года, когда проводились выборы, и реинвестировали полученные деньги согласно стратегии в следующие циклы, то к концу 2016-го можно было бы получить \$103 224. Для сравнения, если мы инвестировали бы в первый и второй годы срока, то, скорее, потеряли бы деньги из-за инфляции. В обратном сценарии («Стратегия после выборов»), если начать инвестировать \$1000 с 1 января 1953-го до 31 сентября 1954-го и делать так в следующие циклы, то к концу 2018-го у инвестора осталось бы лишь \$1451. В качестве третьей стратегии мы делали инвестиции исключительно в выборный год в США, то есть, к примеру, с 1 января 2020-го до 31 декабря 2020-го. К тому же мы сравнили стратегии с инвестициями в индекс без учета времени.

«Стратегия до выборов» принесла бы с 1950-го меньше, чем инвестиции в широкий рынок, но значительно больше, чем «Стратегия после выборов» или инвестиции только в выборный год («Стратегия в год выборов»). Под инвестициями в индекс мы подразумеваем покупку индекса S&P 500 1 октября 1950 года и удержание позиции до конца нашего анализа 31 сентября 2018 года. Инвестиции в индекс принесли бы \$149 819.

Чтобы сравнить доходности за одинаковый период, так как все стратегии за исключением инвестиций в рынок предполагают период бездействия или инвестиций в более привлекательные активы, мы привели показатели доходностей к годовым значениям. Анализ приведенных к годовым показателям доходностей позволяет нам оценить рискованность стратегий. Для анализа рисков мы использовали стандартное отклонение нормированной годовой доходности.

Получается, что наиболее высокую доходность и наименьший риск имеет «Стратегия до выборов» за конкретный промежуток времени.

	Стратегия до выборов	Стратегия после выборов	Стратегия в год выборов	Инвестиции в рынок
Средний приведенный к годовому рост	15%	2%	7%	9%
Стандартное отклонение	10%	11%	15%	17%
Минимум	-14%	-21%	-38%	-41%
Максимум	31%	17%	26%	39%

Динамика S&P 500 во время стратегии			
Выборный год	Стратегия до выборов	Стратегия после выборов	Стратегия в год выборов
	1 октября за два года до выборов (1950 или 2018) до 31 декабря выборного года (1952 или 2020)	1 января первого года президентства (1953 или 2017) до 30 сентября второго года президентства (1954 или 2018)	1 января-31 декабря выборного года
1952	37%	22%	12%
1956	44%	7%	3%
1960	16%	-3%	-3%
1964	51%	-10%	13%
1968	36%	-19%	8%
1972	40%	-46%	16%
1976	69%	-5%	19%
1980	32%	-11%	26%
1984	39%	38%	1%
1988	20%	10%	12%
1992	42%	6%	4%
1996	60%	37%	20%
2000	30%	-38%	-10%
2004	49%	10%	9%
2008	-32%	26%	-38%
2012	25%	38%	13%
2016	14%	30%	10%
Средний рост	34%	6%	7%

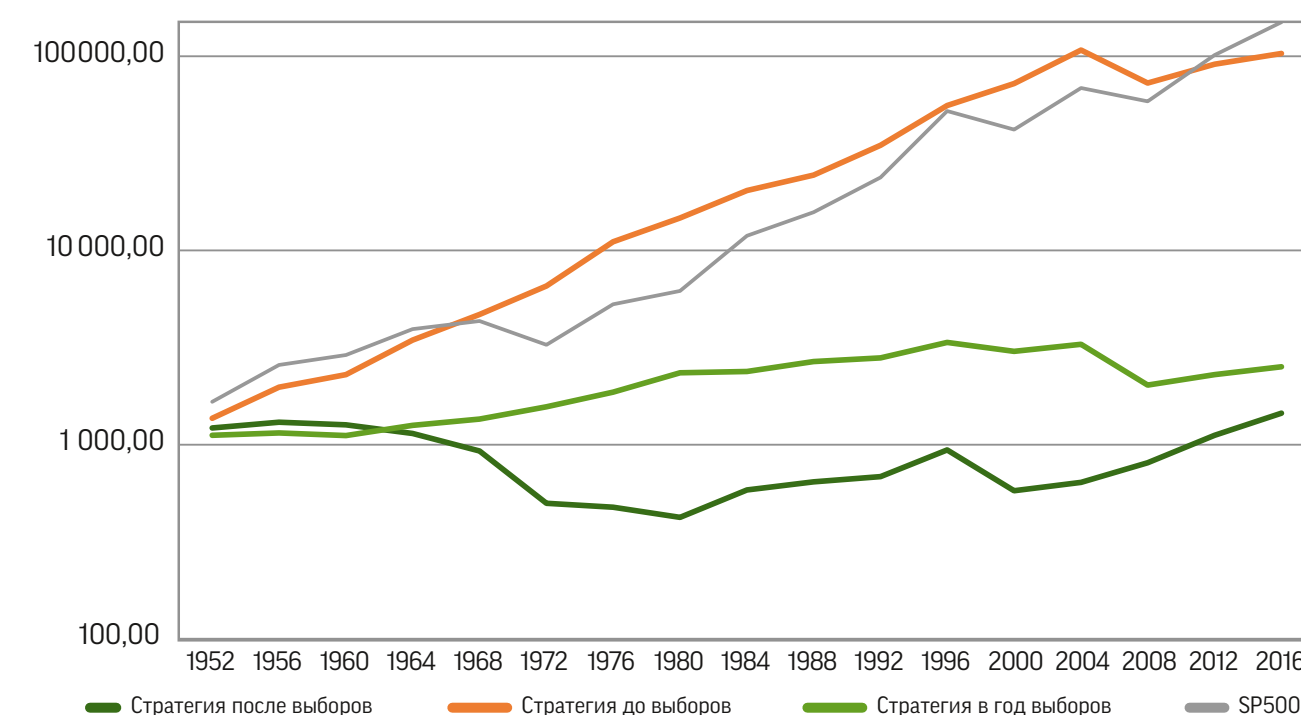
Наименее привлекательной выглядят стратегии «после выборов» и «в год выборов». Так что, если найти похожую удачную стратегию для действий в первый и второй год президентства, то «Стратегия до выборов» имеет хорошие шансы на применение.

Инвестиции в рынок оправдывают себя на длинном промежутке времени, так как деньги работают все время без пауз. Однако «Стратегия

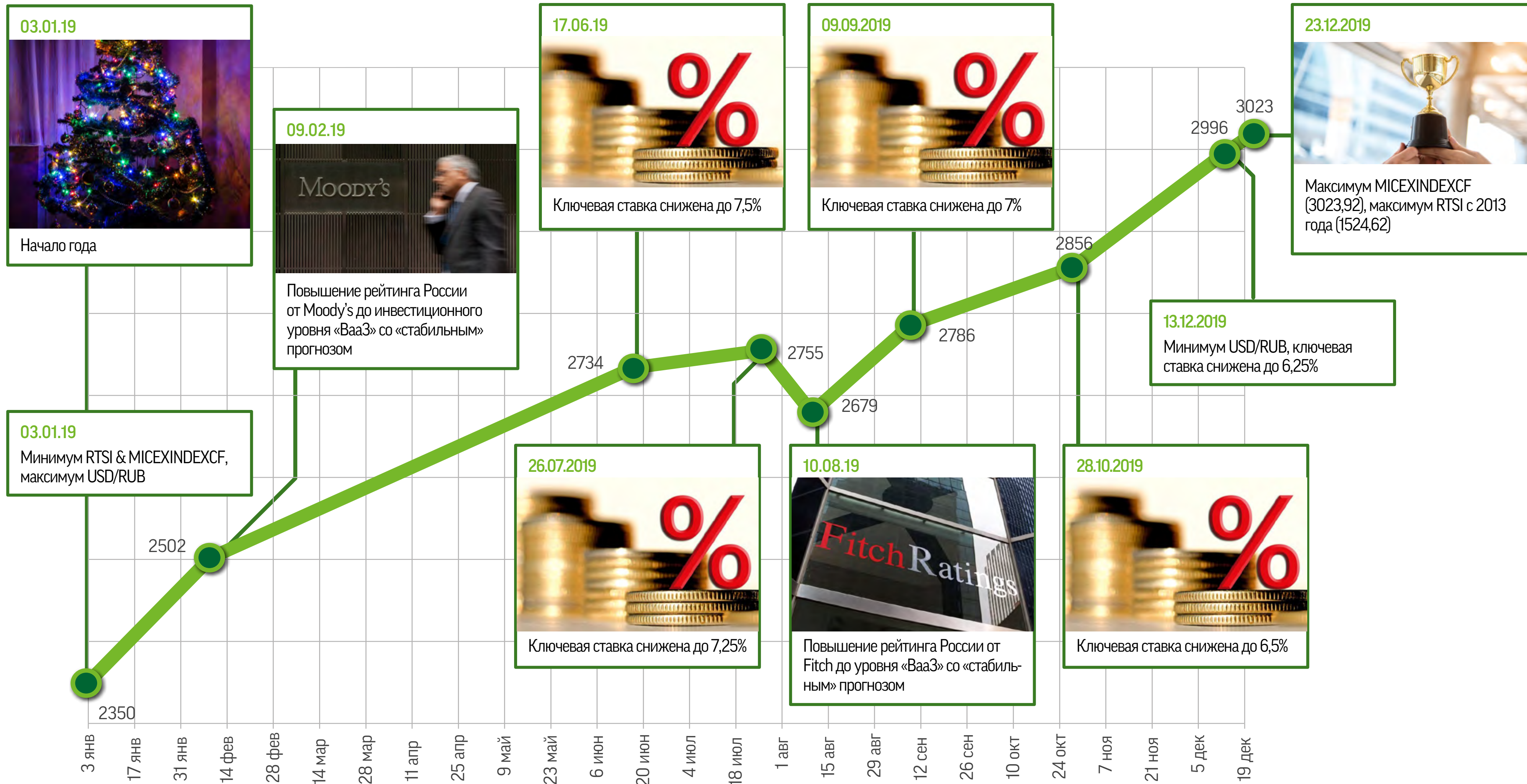
до выборов» – в последнем временном периоде это с 1 октября 2018-го до 31 декабря 2020 года – также может принести хороший доход инвестору. Если исходить из средней доходности стратегии с 1952 года в 34%, то S&P 500 на конец 2020 года может достигнуть 3900 пунктов. В 2020 году рынок еще имеет шансы расти, а вот перспективы 2021-2022 гг. могут быть не такими радужными. Более того, риски наступления рецессии в 2021-2022 гг. увеличатся, так как цикл удлинится, что лишь подтвердит гипотезу о слабых шансах на рост акций в первые годы президентского срока.

Таким образом получается, что в базовом сценарии Трамп выиграет, а акции вырастут. Вывод о том, что Трамп победит на выборах, если не начнется рецессия, подтверждается не только многочисленными теориями и исследованиями, но и здравым смыслом, ведь «коней на переправе не меняют». Отсутствие рецессии и ожидание победы Трампа могут положительно влиять на фондовый рынок весь сведуший год, что позволяет инвесторам оставаться в американских акциях как минимум до конца выборов. Тем же, кто считает, что вероятность рецессии в 30% уже достаточно высока, чтобы рисковать длинными позициями по акциям, стоит дождаться экономического спада и победы демократов или же 1 октября 2022 года, когда останется 27 месяцев до следующих выборов. В любом случае 2020 год обещает быть интересным, как и американские выборы.

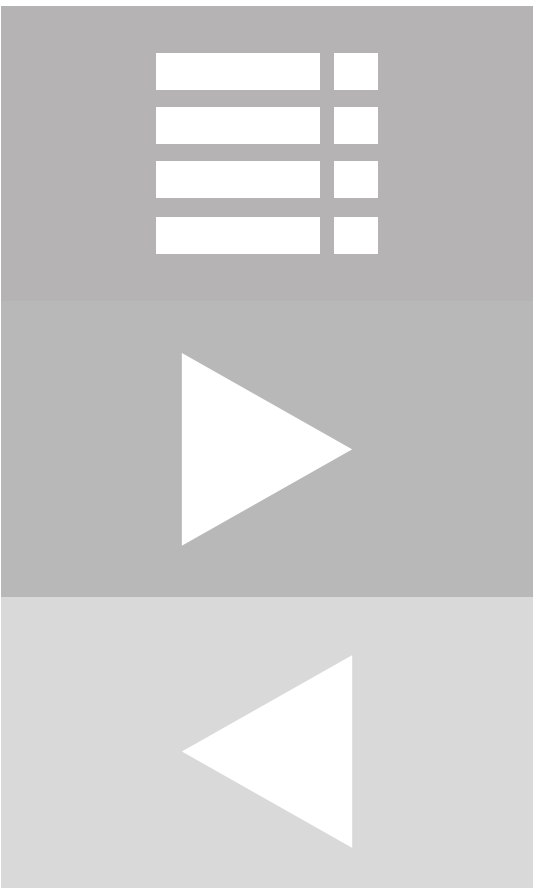
Долгосрочная доходность стратегий на примере инвестиций \$1000 в 1950 году



# Основные события на российском фондовом рынке в 2019 году (индекс MOEX)



Итоговый инвестиционный обзор за 2019 год 20 декабря [www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Российский рынок. Итоги 2019 года

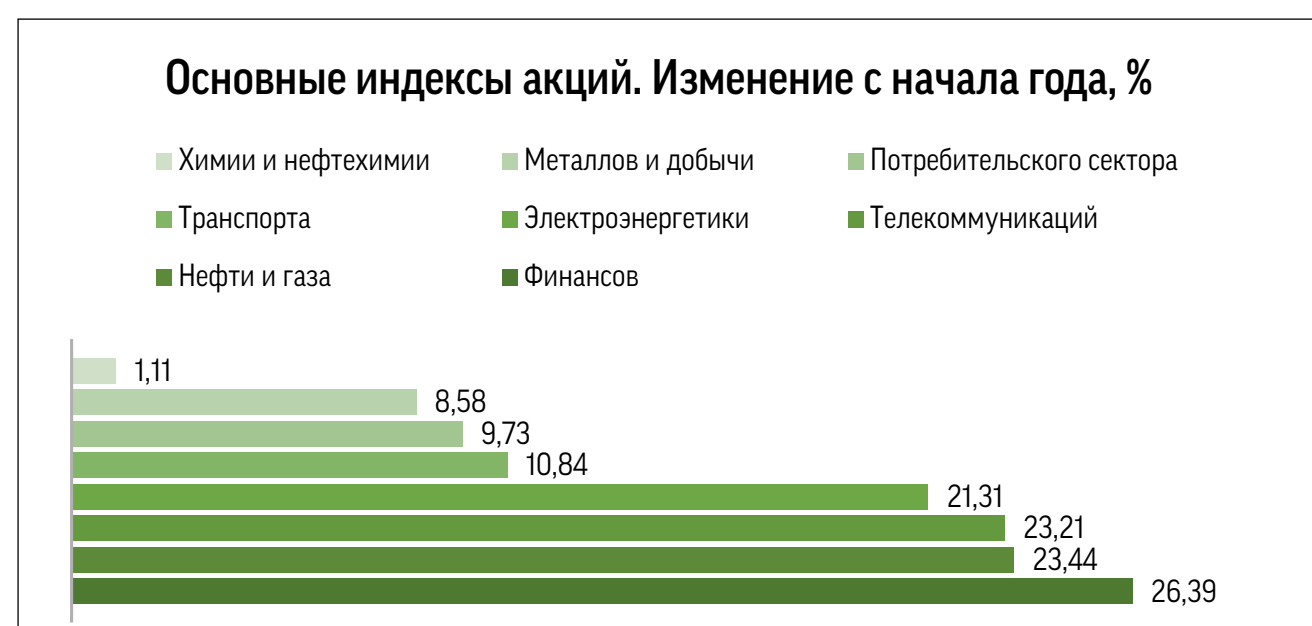
## Прыжок в высоту

Год назад мы давали консервативный прогноз по динамике российского фондового рынка, который, впрочем, в середине года был пересмотрен для подавляющего большинства ликвидных бумаг. Отчасти на наш первоначальный прогноз повлияло настроение на мировых рынках в конце 2018 года, когда американский рынок за месяц потерял 17%. К счастью, риски, которым мы уделяли повышенное внимание, не реализовались. Напротив, российскому рынку благоприятствовала конъюнктура на внешних сырьевых и фондовых площадках. То, что американские индексы выбрались из глубокой ямы и обновили максимум, стало одной из главных причин того, что и на Московской бирже сложилась позитивная динамика. Примечательно, что в первый торговый день года были минимальные значения основных индексов и максимум в паре USD/RUB, а в конце года, наоборот, максимумы обновили индексы (Мосбиржи – абсолютный, РТС - шестилетний), а рубль укрепился к доллару до максимума за полтора года.

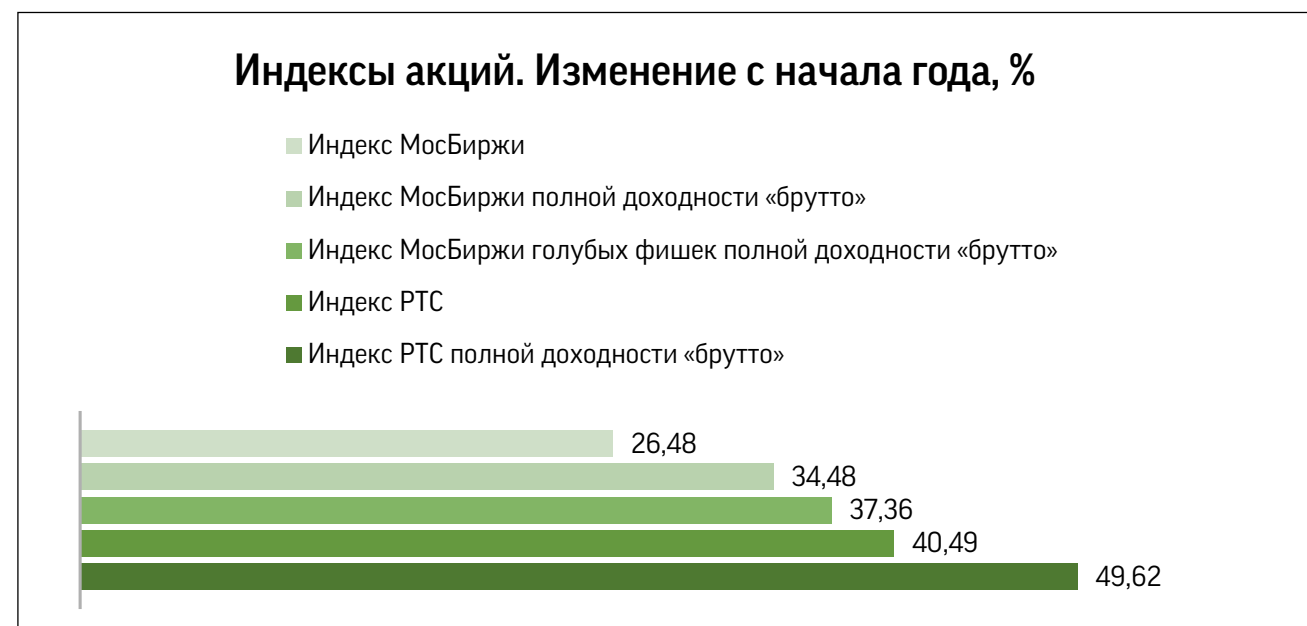


Динамика фондовых индексов развивающихся стран с начала 2019 года  
Данные Bloomberg

При этом нельзя не отметить, что российский фондовый рынок стал чемпионом мира по динамике: индекс РТС немного уступил лишь греческому, а индекс полной доходности (с учетом дивидендов) с начала года и вовсе захватил пальму первенства, прибавив 50%. Лучшую динамику рынок продемонстрировал ровно 10 и 20 лет назад: в 1999 и 2009 годах. Среди секторов были свои явные лидеры и отстающие.



Динамика отраслевых индексов с начала 2019 года (в рублях)  
По данным ПАО «Московская биржа» www.moex.com



Динамика основных индексов с начала 2019 года  
По данным ПАО «Московская биржа» www.moex.com

Георгий Ващенко,  
начальник управления торговых  
операций на российском рынке  
ИК «Фридом Финанс»

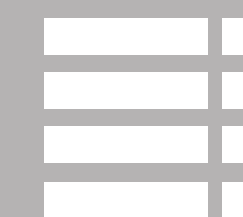


Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Дата	Индекс Мосбиржи	Индекс РТС	USD/RUB	Событие
03.01.2019	2350	1086	68,64	начало года
03.01.2019	2350	1086	71,45	минимум RTSI & MICEXINDEXCF, максимум USD/RUB
09.02.2019	2502	1199	65,81	Повышение рейтинга России от Moody's до инвестиционного уровня "Ваа3" со "стабильным" прогнозом
17.06.2019	2734	1340	64,32	ключевая ставка снижена до 7,50%
26.07.2019	2755	1348	63,36	ключевая ставка снижена до 7,25%
10.08.2019	2679	1289	65,28	Повышение рейтинга России от Fitch до уровня "Ваа3" со "стабильным" прогнозом
09.09.2019	2786	1340	65,55	ключевая ставка снижена до 7,0%
28.10.2019	2856	1411	63,75	ключевая ставка снижена до 6,5%
07.11.2019*	3009	1487	63,52	Абсолютный максимум MICEXINDEXCF
13.12.2019	2996	1501	62,15	максимум RTSI\$ за 6 лет, минимум USD/RUB за полтора года, ключевая ставка снижена до 6,25%

\* На момент написания обзора



# Российский рынок. Итоги 2019 года

## Прыжок в высоту



Акции энергетики и потребительского сектора были аутсайдерами, бумаги металлургических компаний скорректировались к концу года, и только бумаги сырьевого и финансового секторов, а также отдельных телекомов большую часть времени лидировали. При этом ни один из секторов не продемонстрировал отрицательную доходность.

обновила максимум с 2016 года. Курс казался далеким от стабильного. Повышенная волатильность сопровождала национальные валюты развивающихся стран. Но в итоге рубль вышел абсолютным победителем в валютной гонке.

Period	Year To Date	Basket	Emerging Markets	Base	USD
Range	12/31/18	-	12/13/19		
<b>Best Spot Returns (%)</b>					
1)	Russian Ruble	RUB			10.83
2)	Thai Baht	THB			7.73
3)	Philippine Peso	PHP			3.84
4)	Mexican Peso	MXN			3.04
5)	Indonesian Rupiah	IDR			2.86
6)	Taiwanese Dollar	TWD			1.35
7)	Singapore Dollar	SGD			0.57
8)	Hong Kong Dollar	HKD			0.46
9)	Peruvian Sol	PEN			0.01
10)	Malaysian Ringgit	MYR			-0.02
<b>Worst Spot Returns (%)</b>					
14)	Czech Koruna	CZK			-2.19
15)	Polish Zloty	PLN			-2.70
16)	Bulgarian Lev	BGN			-3.00
17)	Colombian Peso	COP			-3.77
18)	South Korean Won	KRW			-4.76
19)	Hungarian Forint	HUF			-5.56
20)	Romanian Leu	RON			-5.58
21)	Brazilian Real	BRL			-5.75
22)	Turkish Lira	TRY			-9.09
23)	Chilean Peso	CLP			-9.18
24)	Argentine Peso	ARS			-37.02

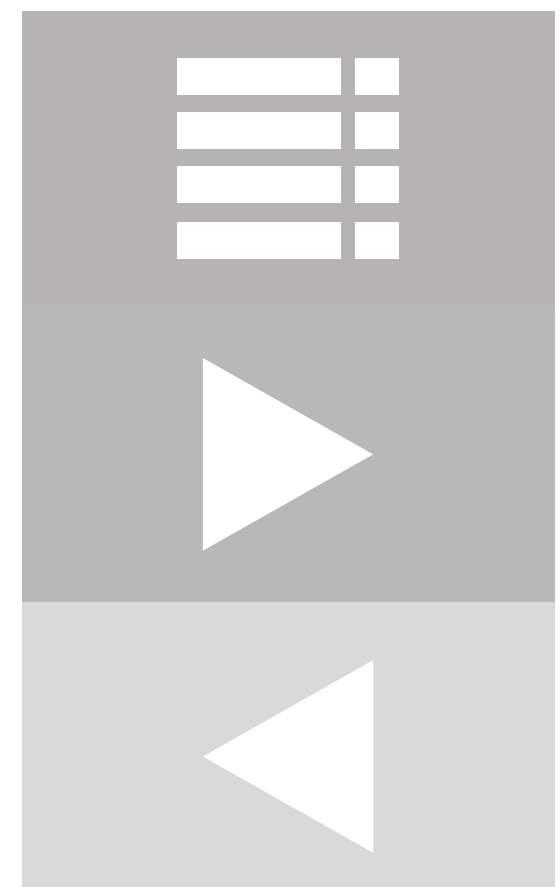
Динамика валют развивающихся стран с начала 2019 года  
Данные Bloomberg

Укрепление рубля обусловлено совокупностью внешних и внутренних факторов. Внешние сырьевые шоки не реализовались. На финансовый рынок усилился поток зарубежного капитала на фоне повышения рейтинга от ведущих агентств. Инфляция удержалась от разгона, к концу года снизилась до 3,5%. В первой половине года ключевая ставка находилась на повышенном уровне, что способствовало покупкам рублевых облигаций.



Динамика отраслевых индексов полной доходности с начала 2019 года (в рублях)  
По данным ПАО «Московская биржа» [www.moex.com](http://www.moex.com)

Инвесторам, которые держали акции с начала года, наибольшую доходность также принесли вложения в бумаги телекомов, финансового сектора, нефтегаза и энергетики. На валютном рынке год начался на фоне высокой волатильности рубля. В первый торговый день пара USD/RUB



# Российский рынок Сектора в 2020 году

## Нефть и газ

Инвестиционную привлекательность сектору обеспечивают успехи ПАО «Газпром» в развитии европейского и азиатского направлений бизнеса. При этом важным фактором является значительный интерес широкого круга крупнейших инвесторов к IPO Saudi Aramco. Это отражает снижение опасений в отношении бумаг компаний, чей бизнес довольно активно регулируется властями. Компании сектора предлагают инвесторам высокие дивиденды и, как правило, с точки зрения статистики по большинству своих финансовых мультипликаторов, недооценены в сравнении с широким рынком. Цены на нефть и опосредованно на натуральный газ поддержаны решениями ОПЕК+ на фоне высокого спроса и замедления динамики сланцевой добычи. Негативными факторами для отрасли являются риски нерыночного административно-политического давления на производителей, а также растущая налоговая нагрузка.

Риски для сектора – это, в первую очередь, снижение цены на газ и геополитические факторы. Резкое снижение цены на газ на спотовом рынке вызвано, прежде всего, непродуманными действиями еврорегулятора, вынудившего производителей продавать газ в сегменте рынка, не рассчитанном на крупные объемы. Также на европейских потребителей и транзитеров оказывается политическое давление со стороны США, отчасти являющееся продолжением торговых войн. Азиатский рынок СПГ временно перестал быть премиальным.

## Металлургия и добыча

Бумаги металлургического и добывающего секторов поддерживает традиционная стабильность спроса и высокой (более 90-95%) загрузки мощностей в отрасли, а также щедрая дивидендная политика. Мы ожидаем значимого ускорения при-



Георгий Ващенко,  
начальник управления торговых  
операций на российском рынке  
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



ста промпроизводства в РФ и в ведущих экономиках в конце 2019-го и первой половине 2020 года под влиянием активизации стимулирующих и антидефляционных мер на внешних рынках. Госпрограмма «Доступное жилье» и программы поддержки развития ТЭК, в том числе в сфере СПГ, способны ускорить прирост спроса в отрасли в ближайшие 3-5 лет до 3-5% (г/г), против 2% согласно оценкам ПАО «НЛМК». Риски для акций сектора связаны с высоким уровнем отдельных финансовых мультипликаторов некоторых компаний. Прежде всего, это относится к показателям чистого долга ПАО «Мечел».

## Девелопмент

Год стал очень успешным для застройщиков. ПИК увеличил объем ввода на 11%, поступления денег – на 27%. Но будущий год обещает стать еще более удачным. ПИК реализует несколько проектов, спрос на жилье на первичном рынке сейчас очень высокий. 65% сделок заключается при помощи ипотеки. Эта доля, а вместе с ней и общий объем продаж, будет расти по мере снижения ипотечных ставок. С фундаментальной точки зрения, застройщики могут представляться оцененными справедливо на 2020 год по основным мультипликаторам, однако даже консервативная оценка дает потенциал роста в 14% без учета дивиденда, что достаточно неплохо.

Риски для сектора – ужесточение регулирования в рамках введения системы эскроу-счетов и планируемых ЦБ надбавок к коэффициентам риска по ипотечным кредитам. Однако крупные игроки имеют шанс нарастить выручку и прибыль, если сумеют воспользоваться возможностями, связанными с нацпроектом «Доступное жилье», который предполагает увеличение к 2024 году ввода жилой недвижимости в РФ до 120 млн м<sup>2</sup> против прогнозных 62,5 млн м<sup>2</sup> в текущем году.





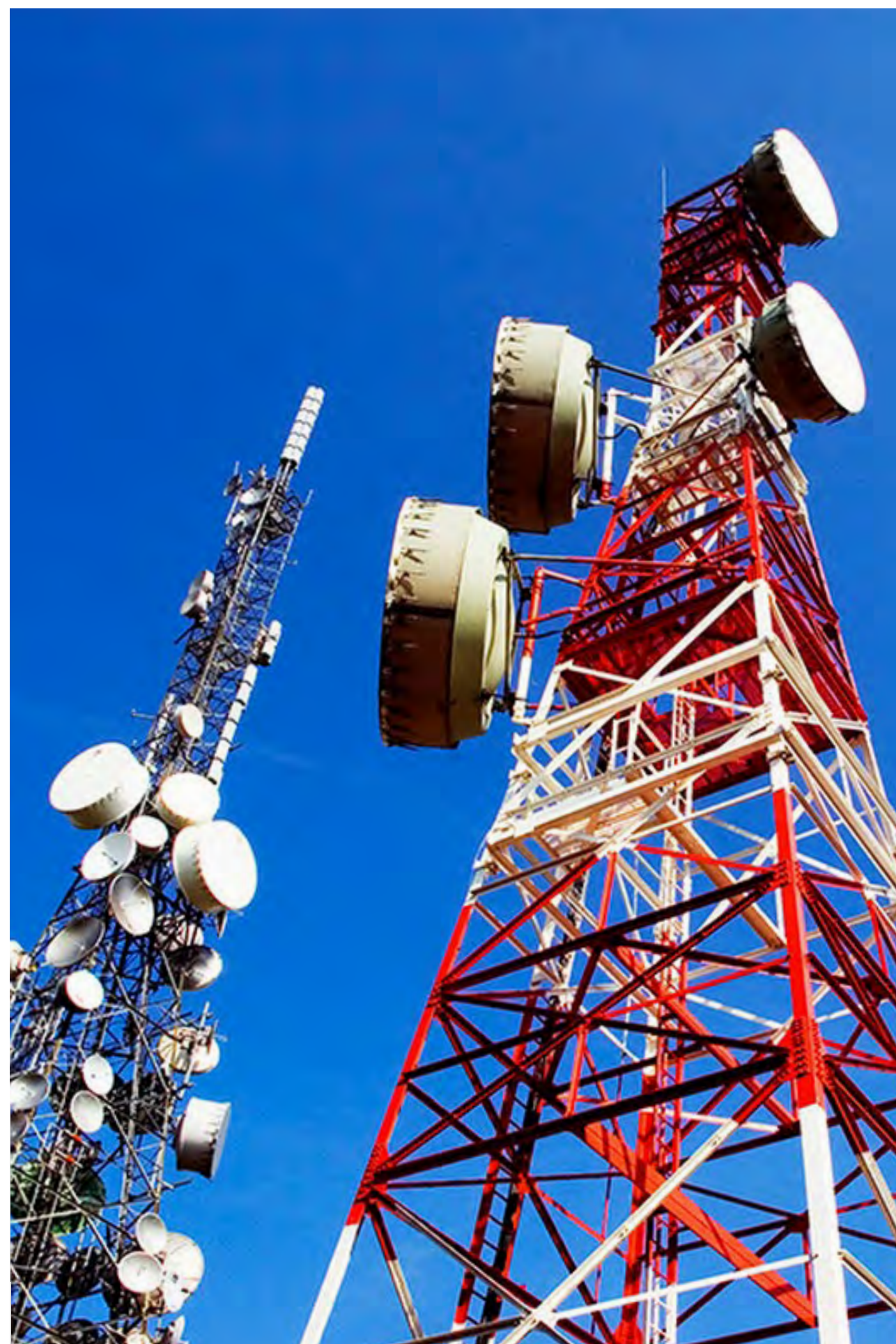
# Российский рынок Сектора в 2020 году

## Телекоммуникации

Рынок российских публичных компаний-телекомов сократился после делистинга Мегафона. По сути, у инвесторов остался небольшой выбор: акции Ростелекома или акции МТС. Отрасль испытывает давление: замедление прироста выручки, усиление конкуренции, снижение рентабельности на ключевых сегментах бизнеса. Тем не менее для отраслевых компаний усиливается роль в выручке альтернативных сфер инвестиций.

Лидер отрасли ПАО «Ростелеком» выглядят достаточно уверенно за счет вложений в расширение рыночной доли и поддержки со стороны государственных заказов. Ключевой риск для бумаг «Ростелекома» – высокие оценки финансовых мультипликаторов по сравнению с широким рынком. При реализации сценария ускорения инфляции, это будет сдерживать активность инвесторов в покупке данных бумаг. Значимое позитивное влияние на оценку справедливой стоимости бумаг телекоммуникационного сектора в ближайшие кварталы, возможно, окажет смягчение дивидендной политики.

У Ростелекома основной бизнес сосредоточен в сегменте проводной связи. Общая рентабельность EBITDA около 30%, долговая нагрузка превышает 2xEBITDA. Однако считать Ростелеком чистым оператором фиксированной связи неверно. Компания консолидировала 100% акций Tele2 (доля рынка составляет 17% и стремительно растет), и не исключается его вывод на IPO, также заметно увеличивается доля цифровых и облачных услуг – темпы роста этого сегмента 23%, а доля рынка Ростелекома уже 15%. Дополняет картину дивидендная политика. Компания будет увеличивать дивиденд до 75%



от свободного денежного потока, что даст эффект по мере роста рентабельности и снижения долговой нагрузки. По нашему мнению, акции Ростелекома будут расти быстрее МТС, потенциал которых во многом заранее отыгран.

## Банковский сектор

Банки, несмотря на снижение доходности облигаций и инструментов денежного рынка, по-прежнему чувствуют себя хорошо. Снижение ставок оживляет кредитование. Темпы роста ипотеки в 2020 году вновь могут превысить 10%. При этом гиганты, на которые приходится свыше половины всех депозитов, могут не опасаться оттока средств с вкладов, если рубль будет сохранять относительную стабильность. В России на банковские вклады приходится 52% инвестиций, ценные бумаги занимают лишь 3% сбережений домохозяйств. Кроме того, на рассмотрение будет вынесен законопроект об увеличении страхового возмещения с 1,4 млн до 10 млн руб.

В первом полугодии низкий уровень просрочки по потребкредитам (менее 5%), достаточный уровень капитала и чистая процентная маржа около 3,5% позволят крупным банкам наращивать прибыль на фоне увеличения объемов кредитования. Другой крупный драйвер – комиссионные доходы, у Сбербанка на них приходится около четверти всех операционных доходов.

Во втором полугодии ускорение инфляции и повышение экономической активности позволит кредитным организациям нарастить процентную маржу, увеличить доходность в альтернативных секторах вложений, нивелировав риски, связанные с «закредитованностью» сегмента нефинансовых компаний.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Российский рынок

## Заглядывая вперед: тренды 2020 года

Георгий Ващенко,  
начальник управления торговых  
операций на российском рынке  
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



### Денежный рынок: кредиты стремительно дешевеют

В 2019 году Банк России снижал ключевую ставку целых пять раз. Тональность заявлений регулятора по итогам заседаний по ходу года смягчилась. Однако в официальных прогнозах Банка России инфляция по итогам 2020 года будет выше, чем в декабре 2019 г. (4% г/г против 2,9–3,2% г/г). По нашим оценкам, в первом полугодии возможно сохранение низкой инфляции и снижение ключевой ставки Банка России до 5,5% годовых. Диапазон ожидаемой инфляции, исходя из показателей политики ЦБ, в первом полугодии 2020 г. составляет 2,7-3,3% (г/г), но это минимальная оценка на ближайшие кварталы. В дальнейшем в рамках базового сценария инфляция, скорее всего, будет постепенно ускоряться, в первую очередь за счет стимулирования спроса на внешних рынках. Внешние факторы уже привели к существенному ускорению инфляции в КНР и, вероятно, ускорят инфляцию в Европе до 2% (г/г) уже в первом полугодии. На этом фоне, с учетом количественного ослабления в ЕС стимулирующих и антидефляционных макроэкономических мер, реализованных в Японии и КНР, возможного отложенного проинфляционного эффекта от повышения НДС, а также роста тарифов на электроэнергию (которые в Москве и Санкт-Петербурге в 2020 году увеличатся на 5% и 7% г/г соответственно), даже относительно низких темпов прироста денежных агрегатов хватит для разгона инфляции по итогам 2020 года до 4,5-5% (г/г). Во втором полугодии 2020-го – первом полугодии 2021 года, возможно, начнется цикл повышения ставок ЦБ. Снижение шансов устойчивого замедления инфляции означает сокращение спекулятивного спроса на ОФЗ. Но в условиях медленного ускорения инфляции это не приведет к оттоку капитала нерезидентов, поскольку бегству инвесторов из рублевых бумаг препятствует стабильность курса рубля. Инвесторы

будут увеличивать вложения в акции, корпоративные облигации, а также напрямую в капиталы предприятий.

### Макроэкономика: усиливается поддержка за счет внешних факторов

Рост ВВП остается небольшим. Это не обусловлено эффектом высокой базы в прошлом году. Причины вялых темпов роста экономики кроются в слабом внутреннем рынке, низких темпах роста инвестиций, доходов домохозяйств.

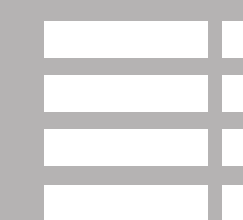
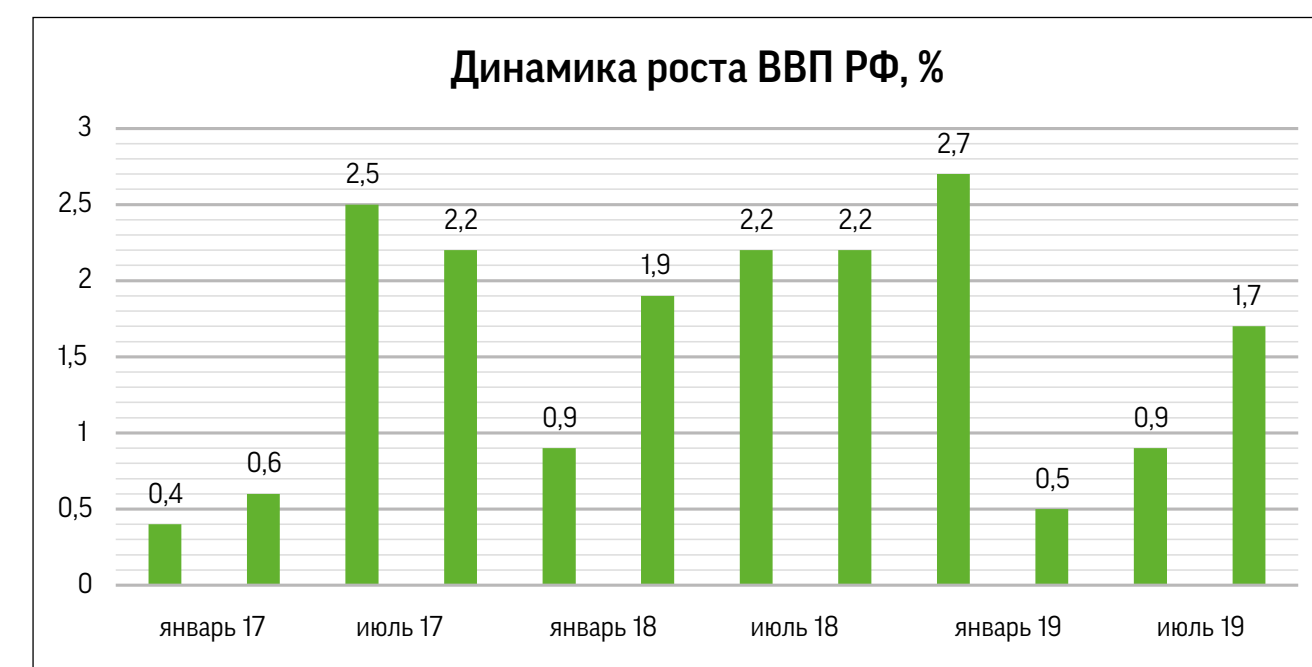
Сегодня основные драйверы изменения ВВП РФ – это внешний спрос, тенденция показателей инфляции и денежных агрегатов и динамика госрасходов. Профицит федерального бюджета, согласно принятому закону, должен составить 876 млрд руб. Средства расходной части в 2020 году преимущественно направляются на финансирование национальных программ «Инновационное развитие и модернизация экономики» (3,5 трлн руб.), «Новое качество жизни» (3,1 трлн руб.), «Обеспечение национальной безопасности» (2,5 трлн руб.), «Эффективное государство» (1,6 трлн руб.) и «Сбалансированное региональное развитие» (1,2 трлн руб.). Дополнительное финансирование в 1 трлн руб. получают инфраструктурные проекты, средства будут

предоставлены из ФНБ, который предстоит «распечатать» в 2020 году. Мы ожидаем ускорения роста частных инвестиций и потребления домохозяйств. Можно предположить, что темпы роста ВВП в 2020 году могут увеличиться до 2-2,5%. Вклад внесут строительство, транспорт, нефтегазовый сектор. Низкие ставки денежного рынка стимулируют рынок корпоративных и ипотечных облигаций. Для устойчивого роста необходимо отсутствие сырьевых, валютных и процентных шоков. Устойчивость внешнего спроса – ключевой фактор стабильности на российском рынке.

### Нефть и металлы

Прогнозы цен на сырье имеют, как правило, низкую надежность. Спекулятивные факторы нередко перевешивают фундаментальные, либо примешиваются новости, сильно влияющие на ход событий (как, к примеру, атака дронов на объекты нефтегазового сектора Саудовской Аравии). Страны ОПЕК+ в конце года приняли решение снизить добычу, что может привести к сокращению профицита или даже к появлению дефицита в объеме 150 тыс. б/с на рынке уже в первой половине 2020 года. Это поддержит цены. Мы полагаем, что в базовом прогнозе можно заложить среднюю цену на нефть Brent в диапазоне \$60-70 за баррель. Если прогноз оправдается, то производителей ждет еще один хороший год, а уровень дивидендов может вырасти.

Риски в металлургии сохраняются прежние. Торговые войны сильно повлияли на мировой рынок. Заметно просели цены на прокат. Локальные события в Китае, Индонезии вызвали волатильность котировок алюминия, никеля. К снижению цены может привести замедление спроса со стороны Индии, Китая и других крупных потребителей. В то же время цены на медь, палладий и платину, скорее всего, будут демонстрировать рост или преимущественно боковую динамику. Текущие





цены, за исключением алюминия, способны обеспечить высокую рентабельность российским производителям. Полюс и ГК Норникель в прошлом году были чемпионами по рентабельности в своих сегментах.

#### Геополитический фон и торговые войны

В США в будущем году состоятся выборы президента. От их исхода во многом будет зависеть и ход торговых войн. В случае переизбрания Трампа давление на торговых партнеров усилится, при этом направление главного удара может сместиться на европейский театр действий. В Европе главным событием станет завершение выхода Великобритании из ЕС, и нельзя исключать, что ослабление ЕС – один из главных рисков для России в наступающем году. Рост экономики еврозоны всего 1,2% (ниже, чем в России), а Германия уже полгода стоит на пороге рецессии.

Для России этот риск пока можно считать умеренным. ЕС – главный торговый партнер России, а рост торгового оборота с Китаем не купирует опасность снижения экспорта на Запад. Товарооборот ЕС и Китая около 700 млрд долларов, и его снижение может негативно повлиять и на цены и объемы спроса на углеводороды и металлы. Но пока мировые торговые войны российской внешней торговле существенного ущерба не принесли, и можно надеяться, что и в будущем году серьезных бед они не принесут.

#### Ожидания

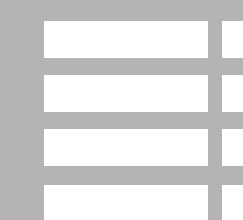
Мы не ждем, что в 2020 году рынок повторит успех 2019 года. Но в целом год может стать удачным для инвесторов. В отсутствии сильных внешних шоков фон-



довый рынок будет расти благодаря притоку частных инвесторов. Вновь станут популярными инструменты коллективных инвестиций – паи ПИФов, ETF. Инвесторы увеличивают аппетит к риску, и рост инструментов фондового рынка сам по себе является драйвером для новых покупок.

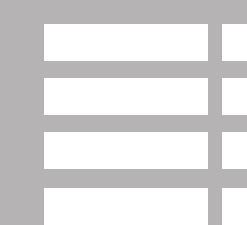
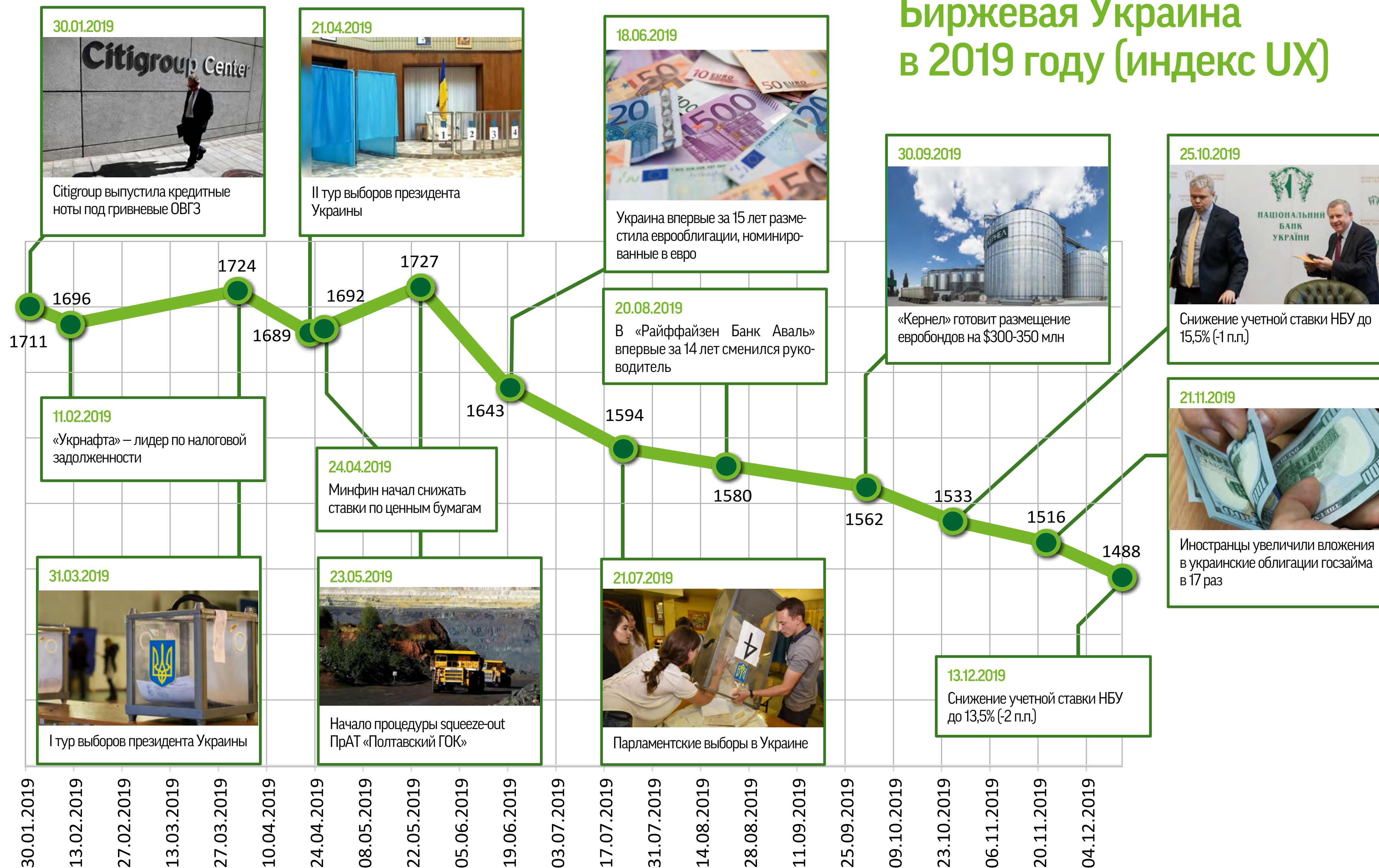
Оптимистический сценарий – рост до 3600 п. по индексу Мосбиржи. 20% роста без учета дивидендов – это неплохой результат. Потенциал коррекции – те же 20%, или 2400 пунктов. Базовый сценарий 3200 пунктов по индексу Мосбиржи к концу 2020 года. Коррекция может быть спровоцирована внешними факторами, один из которых – негативная динамика на американском рынке. Поскольку итоги выборов в США сейчас надежно предсказать нельзя, а геополитика – главный фактор, который может повлиять на американский рынок в будущем году, то в случае падения на американских биржах, российский рынок тоже постигнет отрицательная динамика.

Наиболее надежные акции на 2020 год – ВСПО, ВТБ, ПИК, Детский мир, НЛМК, ММК, Газпром, Мосбиржа, Роснефть. Динамика большинства сырьевых компаний будет в сильной зависимости от цен на их базовые активы. Мы полагаем, что их акции будут волатильными, но сильные падения будут выкупаться. Меньше будет спрос на облигации, при укреплении рубля консервативные инвесторы будут увеличивать покупки долларовых активов. Пара USD/RUB, вероятнее всего, будет торговаться преимущественно в диапазоне 60-70.



# Биржевая Украина в 2019 году (индекс UX)

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Украинский рынок. Итоги 2019 года

## Год сильной гривны и популярности внутренних облигаций Украины

Начнем с самой успешной валюты 2019 года – гривны. По данным агентства Refinitiv гривна сильнее всех остальных валют укрепилась по отношению к доллару США в 2019 году – на целых 17,1% по состоянию на конец декабря 2019 года. На втором месте находится российский рубль – 11,1%, на третьем – египетский фунт с 1,1%. Больше всех остальных валют в мире в 2019 году девальвировал аргентинский песо (-37%). Что же стало причиной такого сильного укрепления украинской гривны?

В 2019 год Украина вошла с одной из самых высоких учетных ставок Центрального банка в мире – 18%. Плавное достижение этой отметки позволило НБУ максимально ужесточить монетарную политику, результатом которой стало замедление инфляции до 9,8% к концу 2018 года. В связи с контролируемой инфляцией НБУ на протяжении всего 2019 года снижал учетную ставку (с 18% до 13,5%). Несмотря на такое снижение учетной ставки, инфляция снизилась к расчетным 6,3% к концу 2019 года. Не последнюю роль в снижении инфляции сыграло описанное нами укрепление гривны. Такая высокая процентная ставка не оставила без внимания нерезидентов государственные облигации, номинированные в гривне. С начала 2019 года их портфель вырос с 6,3 млрд грн до 110 млрд грн, что привело к превышению предложения иностранной валюты на рынке над спросом. Способствовало такому притоку средств нерезидентов присоединение депозитария НБУ к системе Clearstream, что позволило транснациональным банкам скупать внутренний госдолг Украины. Наиболее успешно это делает City, который скупает гривневые ОВГЗ и под них выпускает свои ноты, которые размещают иностранные инвесторы из-за высокой доходности. Даже снижение доходности по четырехлетним бумагам с 16% до 12% не умерило их пыл, иностранцы продолжают скупать «длинные» обязательства Украины. На протяжении 2019 года НБУ выкупил с рынка излишек валюты в размере 6 млрд долларов США. Не смогли преломить тренд укрепления гривны ни президентские, ни парламентские выборы, как ожидали многие. Из позитивных новостей для страны следует отметить также снижение доходно-

стей украинских еврооблигаций (доходность бумаг с погашением в 2026 году снизилась с 10,5% в начале 2019-го до 6% в декабре 2019 года). Также летом Украина впервые за последние 15 лет совершила размещение еврооблигаций, номинированных в евро, что свидетельствует о возвращении доверия к Украине со стороны иностранных инвесторов.

Говоря о внутреннем фондовом рынке, дела шли хуже, чем в предыдущем году. Индекс Украинской биржи, по сути, весь год находился в нисходящем тренде (-13%). 2019 год украинские инвесторы провели без возможности доступа к интернет-трейдингу, как следствие, объемы торгов корпоративными бумагами упали катастрофически. Однако «Фридом Финанс», совместно с Украинской биржей, инициировала восстановление электронных торгов через платформу «Трейдернет». И уже с 16 декабря 2019 года все клиенты компании получили возможность самостоятельно (без подачи распоряжения брокеру) совершать сделки на бирже.

Из корпоративных событий следует отметить стабильное накопление прибыли компанией «Райффайзен», которая за 3 квартала 2019 года заработала немного меньше аналогичного периода предыдущего года (-14%). Однако, несмотря на этот факт, дивидендные выплаты останутся примерно на уровне 0,07 грн на акцию, что при текущей цене 1 бумаги в 0,32 грн составляет доходность, равную 21,88% годовых. Также хорошо отчитался за 3 квартала 2019 года холдинг МХП, который почти на 100% увеличил чистую прибыль в 2019 году и стабильно выплачивает дивиденды (доходность 8,5% годовых в долларах США при текущей цене), однако стоимость акций этого эмитента в 2019 году заметно просела (-29,41%). Следует отметить «Крюковский вагоностроительный завод», который за 3 квартала 2019 года заработал на 60% больше чистой прибыли, чем за весь 2018 год, и в 2019 году, согласно прошлогодней дивидендной политике, инвесторы могут рассчитывать на хорошие дивидендные выплаты (22% годовых при текущих ценах). Аутсайдерами 2019 года стали «Укрнафта» (несмотря на прирост стоимости ак-

Денис Белый,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Украина

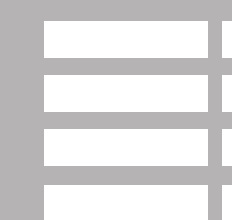


### Динамика наиболее интересных акций

Акция	Значение на 03.01.2019	Значение на 13.12.2019	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1 710,65	1 487,87	-13,02
Райффайзен Банк (BAVL)	0,3189	0,3295	3,32
Укрнафта (UNAF)	105,00	137,00	30,48
Центрэнерго (CEEN)	15,00	9,00	-40,00
Донбасэнерго (DOEN)	23,50	25,00	6,38
Турбоатом (TATM)	14,44	10,729	-25,68
Крюковский вагоностроительный завод (KVBZ)	11,50	12,00	4,35
МНР S.A. (MHP)	340,00	240,00	-29,41

ций в 30,48%), «Донбассэнерго», «Центрэнерго». Все эти компании вышли в убытки в 2019 году, а «Укрнафта» к тому же никак не решит судьбу огромной прибыли 2018 года (118,72 грн на акцию при текущей цене акции – 140 грн). Таким образом, индекс UX подходит к концу 2019 года с отрицательной доходностью -13%.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

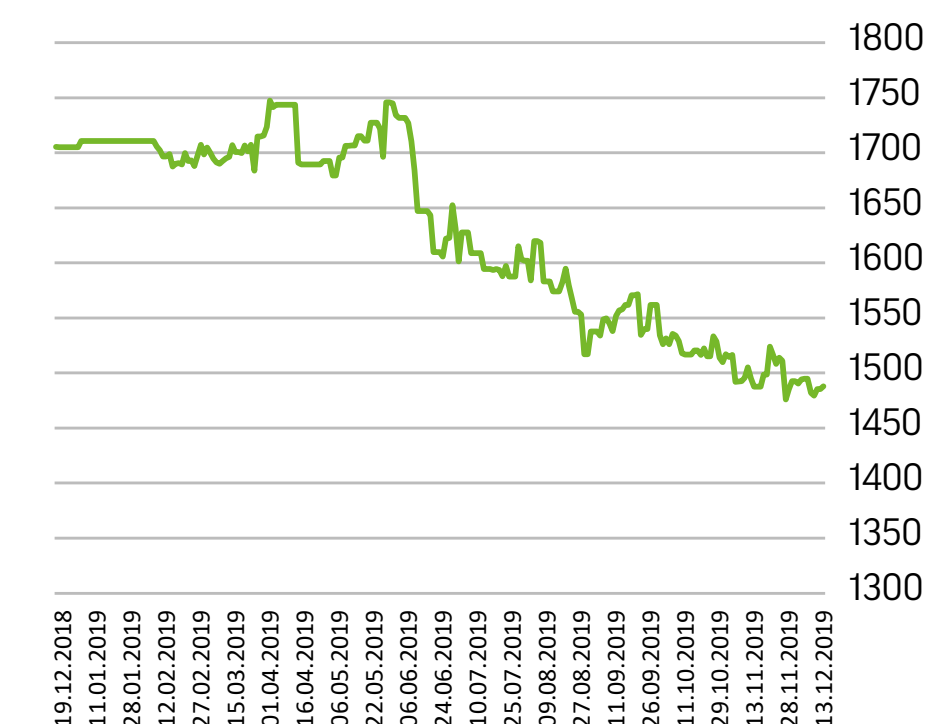


# Украинский рынок

## Основные тренды

- 1. Существенное укрепление гривны в 2019 году негативно повлияло на украинских экспортеров.** Как следствие, промышленное производство в Украине на конец октября 2019 года упало на 5%, по данным Госстата. В перерабатывающей промышленности падение и вовсе составило 6%. Также неблагоприятно сказывается коррекция мировых цен на металлы во второй половине 2019 года. При таком неблагоприятном фундаментальном фоне наиболее разумным решением будет контролируемая девальвация национальной валюты до уровня 27 грн за доллар, что поспособствует сглаживанию дисбалансов в экономике и снижению влияния на экономику потенциального мирового кризиса
- 2. НБУ прогнозирует достижение таргета по инфляции 5% (+/-1%) уже в начале 2020 года.** К концу 2020 года НБУ ставит цель снизить потребительскую инфляцию до 5%. Рост ВВП в 2020 году прогнозируется регулятором на уровне 3,5%. Учетную ставку планируется снизить до 8% в 2021 году. В то же время в 2020 году НБУ планирует снижать учетную ставку наиболее стремительно. Ставки доходности внутреннего долга Украины будут продолжать падать. Также в 2020-2024 годах Украина откажется от выпуска внутренних валютных облигаций
- 3. Украина в 2020 году, скорее всего, потеряет доходы от транзита газа в размере 3 млрд долларов ежегодно.** Данный факт создаст дополнительное давление на курс национальной валюты и уменьшит доходы бюджета. С другой стороны, в конце декабря 2020 года МВФ анонсировал запуск новой программы расширенного кредитования на 5 млрд долларов
- 4. Инициированный «Фридом Финанс» Украина, запуск электронных торгов позволит уменьшить расходы мелких инвесторов на совершение сделок с небольшим объемом бумаг.** Это добавит ликвидности украинскому фондовому рынку в 2020 году. Также в следующем году планируется возвращение в оборот таких инструментов, как расчетные биржевые фьючерсы
- 5. С октября 2020 года в Украине планируется запуск свободного обращения земли сельскохозяйственного назначения.** Собственники земель будут иметь возможность свободно распоряжаться своей собственностью, капитализация которой, по мнению экспертов агросектора, вырастет до 2000-3000 долларов за гектар в зависимости от региона страны. Такая либерализация позволит привлечь дополнительный ресурс иностранных инвесторов, что сможет поддержать курс национальной валюты

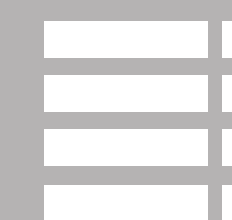
Динамика индекса UX



Динамика USD/UAH



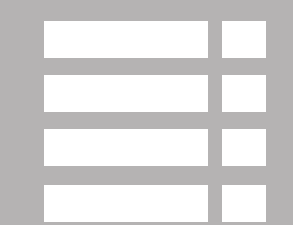
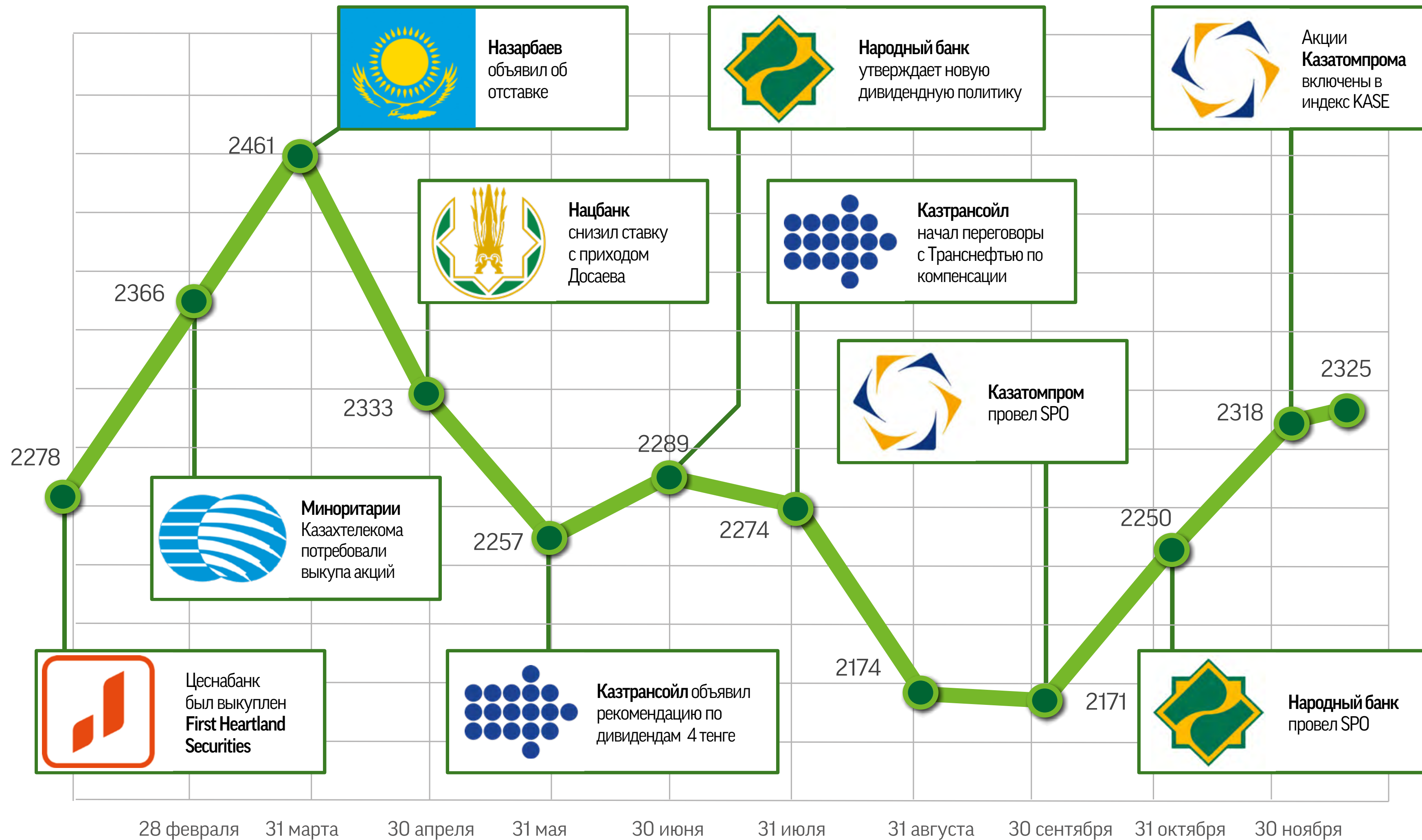
Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Казахстанский фондовый рынок

## Важные новости за 2019 год на одной странице (индекс KASE)

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Казахстан. Итоги 2019 года

## Повторяя результаты прошлого года

**Довольно примечательно то, как индекс KASE практически полностью повторил динамику 2018 года: удачный первый квартал, коррекция в конце весны, затишье летом и ралли осенью. Данный паттерн раскрывает смысл только при взгляде на общую глобальную картину движения индекса**

Долгосрочная техническая картина указывает на фигуру флага. На первый взгляд все может показаться довольно очевидным – индекс KASE практически полностью повторяет динамику прошлого года. Даже на момент написания данного обзора показатели находятся практически на тех же позициях, что были в прошлом году. Однако на недельном графике нам предстает обширная фигура флага, которая сформировалась после бурного роста в 2016-2017 годах. Для долгосрочного инвестора данная картина позитивна, так как консолидация указывает на продолжение тренда. Главным вопросом остается когда будет совершен выход вверх. Пока индекс находится в данном флаге, мы старались уделить внимание сезонным факторам. Это принесло неплохую доходность инвесторам, закупавшимся портфельными бумагами по нашей рекомендации в середине сентября – начале октября.

Лидеры и аутсайдеры. Лидером роста среди акций индекса стал Народный банк. Наши ставки на рост благодаря сильным финансовым показателям и удачной сделке по покупке Казкома оправдали себя. Банк укрепляет позиции на фоне того, как конкуренты оказались в непростой позиции и начали объединяться. Еще одной компанией, которая получила хороший драйвер роста за счет удачного объединения, стал Kcell. После покупки 75% акций Казхотелекомом компания начала оживать в финансовых показателях. Последний отчет за третий квартал показал, что

она начала заметно снижать капитальные затраты. А вот прошлогодний лидер Казхотелеком, показавший более 70% доходности за 2018 год, в текущем году попал в шторм, вызванный «медведями». Еще свежи в памяти инвесторов сильные просадки акций с февраля по конец мая и обещания представителей Самрук-Казына провести SPO. На наш взгляд, компания все-таки вышла на финишную прямую и имеет уже более весомые шансы в 2020 году провести размещение. Другим разочарованием для инвесторов стали акции Казтрансойл. Переломный момент – рекомендация Совета директоров по выплате дивиденда в размере 104 тенге по итогам 2018 года. Это позволило акциям Народного банка стать дивидендным лидером на рынке. Наш взгляд, 2020 год остается умеренно позитивным. Мы ожидаем дивиденды в районе 120 тенге и дивдоходность в районе 9%. Это дает акциям потенциал роста до отметки 1300-1350 тенге.

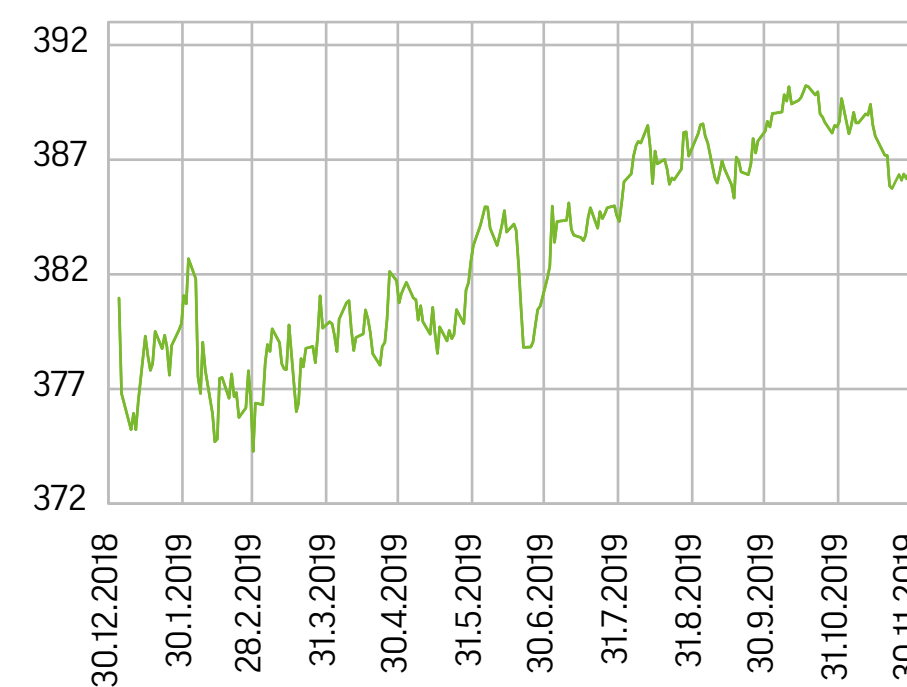
Однако самый большой результат на местном рынке показали акции иностранных эмитентов. Наиболее ликвидные из них, Сбербанк, Газпром и Bank of America, выросли на 39%, 87% и 37% соответственно. Нейтральным год получился для KAZ Minerals, несмотря на традиционно высокую волатильность бумаг. Свой статус защитной бумаги подтвердили акции KEGOC, также показав нейтральный результат.

Курс тенге. Несмотря на кажущуюся затяжную коррекцию тенге, снижение тенге с 1 января по 13 декабря составляет не более

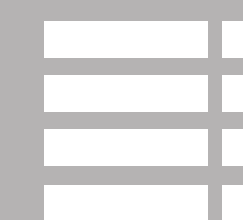
Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



одного процента. Тем не менее на фоне практически повсеместного укрепления валют развивающихся рынков такой результат выглядит разочаровывающим. Стоит отметить, что в текущем году курс нацвалюты потерял заметную корреляцию с рублем.





# Ожидания от KASE в 2020 году

## Дивиденды, SPO и сезонные факторы

### Основные тренды следующего года:

- 1. Сезонность.** Даже если индекс KASE не выйдет из фигуры флага в этом году, может произойти ралли индекса KASE в первые 4-5 месяцев за счет дивидендных ожиданий. Традиционно лето оказывается довольно нейтральным, однако осень часто приносит старт нового ралли на местном рынке
- 2. Дивиденды.** Лидером по выплачиваемым дивидендам и дивидендной доходности в предстоящем году может стать Народный банк. Дополнительным позитивным фактором является то, что компания собралась увеличить долю дивидендов от чистой прибыли вплоть до 100%. Если это не произойдет в 2020 году, то случится в 2021-2022 годах, когда будет погашение ближайших бондов и снятие всех ограничений по увеличению дивидендов. Неплохими остаются ожидания и по акциям Казтрансойл. Несмотря на некоторые потрясения, дивидендная доходность в текущий момент находится на уровне 12%. Также ожидаем неплохие дивиденды от Казатомпрома и KEGOC
- 3. IPO, SPO и их результаты.** В 2019 году прошли значимые вторичные размещения ГДР Народного банка и Казатомпрома. Мы ожидаем, что уже в 2020-м эти размещения могут дать результат в виде увеличения ликвидности акций. Также в 2020 году ожидаем, что

Казателеком, наконец, проведет свое долгожданное размещение на AIX. Под вопросом остаются первичные размещения РД КМГ, Казпочты, Air Astana и Жилстройсбербанка

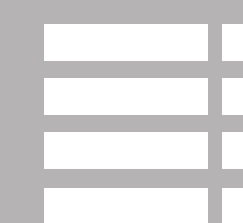
- 4. Укрепление тенге и снижение базовой ставки.** В 2018 году тенге заметно отставал от «соседей». В частности отставание идет к рублю. Мы ожидаем, что при стабильных ценах на нефть тенге может показать неплохие результаты в первом квартале. Также мы прогнозируем первое с марта 2019 года снижение ставки до уровня 9%
- 5. Стабильные цены на нефть.** Основным позитивным драйвером, помимо с договоренностей по ограничению добычи нефти ОПЕК, может стать замедление роста добычи в США. Пока мы консервативно смотрим на цены, ожидая стабильные \$60-64 за баррель марки Brent
- 6. Основные риски – замедление роста мировой экономики, валютные кризисы на развивающихся рынках.** Внешние негативные факторы могут сказываться на индексе KASE за счет повышения осторожности инвесторов, что приводит к уменьшению объемов покупок. Значительным риском для роста акций на местном рынке может стать пробой уровня 2130 пунктов индекса KASE

### Ожидания

Пока индекс продолжает движение в двухлетнем предсказуемом паттерне, у нас имеется возможность покупать акции подходящие под определенный сезон. Рост внешних рынков позволяет также делать ставки на акции иностранных эмитентов. Мы ожидаем позитивное первое полугодие, потепление отношений Китая и США, стабильные цены на нефть в районе \$60-65 за баррель и увеличение ликвидности акций компаний, которые провели SPO в 2019 году.

### Динамика акций и ГДР

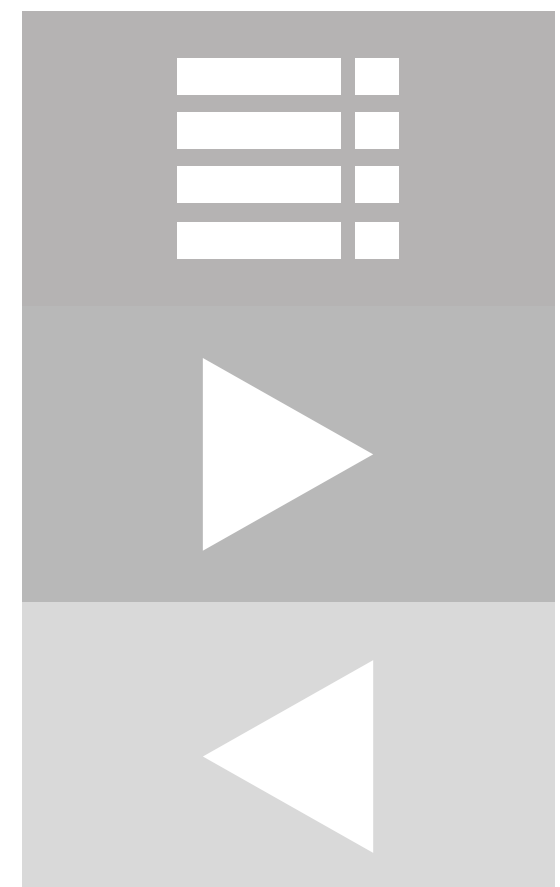
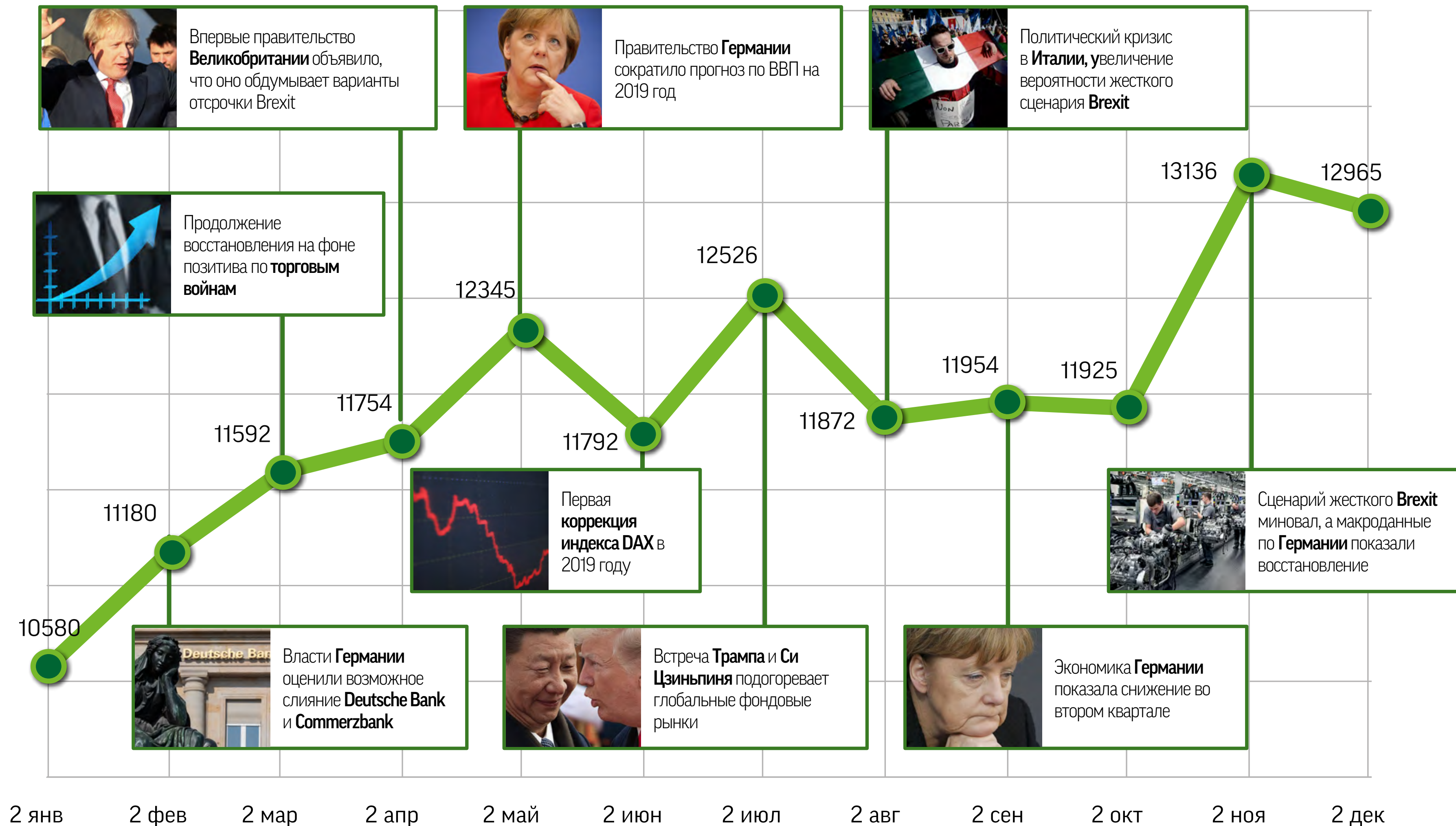
Акция	Значение на 13.12.2019	Значение на 29.12.2018	Изменение, %
Индекс KASE	2 304	2 325	-0,9%
Bank of America (KASE)	13 400	9 770	37,2%
Халык Банк (ГДР)	13	10	29,9%
Халык Банк (KASE)	130	100	29,5%
K Cell (ADR)	6	5	20,8%
K Cell (KASE)	2 219	1 850	19,9%
KAZ Minerals PLC (KASE)	2 654	2 530	4,9%
Казатомпром	5 417	5 200	4,2%
KAZ Minerals PLC (LDN)	535	523	2,2%
Индекс KASE	2 304	2 325	-0,9%
Банк ЦентрКредит (KASE)	227	234	-3,3%
Казатомпром (ГДР)	12,85	14	-8,2%
АЗМ (KASE)	8 501	9 504	-10,6%
Баст (KASE)	27 882	33 129	-15,8%
Казателеком (KASE)	26 110	33 499	-22,1%
Казтрансойл (KASE)	984	1 342	-26,7%



# Фондовый рынок Германии

## Важные новости за 2019 год на одной странице (индекс DAX)

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Германия. Итоги 2019 года

## Рост рынка на фоне глобального позитива

**Основными драйверами роста немецкого фондового рынка оказались глобальные факторы: прогресс в торговых переговорах между КНР и США, а также ЕС и США, перенос сроков по вопросу Brexit, некоторое восстановление экономики Германии**

**В начале года немецкий рынок бодро стартовал вместе с глобальным рынком акций после формирования дна к Рождеству 2018 года.**

Основными факторами роста стали некоторое смягчение в торговых войнах между США и КНР, а также в торговых противоречиях между США и ЕС, которые в большей степени затрагивают автомобильную отрасль Германии. В начале года делегации США и КНР провели несколько встреч в Пекине и Вашингтоне с результатами, которые были позитивно восприняты рынком. В феврале британское правительство впервые объявило об условиях возможного переноса сроков Brexit, что потом также стало одним из важных факторов давления на рынок практически до конца 2019 года. На этом фоне рост главного немецкого индекса DAX в первый квартал составил 10,5%.

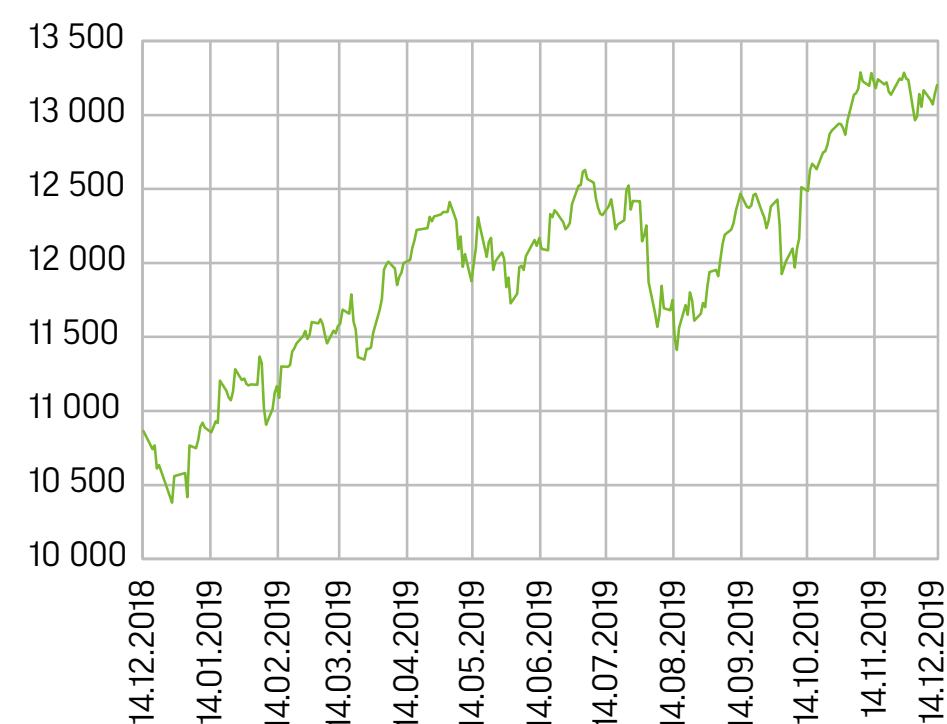
В середине года рынок взял паузу, несмотря на продолжение роста в апреле. В мае Трамп повысил тарифы с 10% до 25% на китайский импорт в размере 200 млрд долларов США, что сразу вызвало ответную реакцию КНР: 1 июня были повышены тарифы на американские товары в сумме 60 млрд долларов. На этом фоне индекс DAX, достигнув локального максимума в июле, начал снижаться до середины августа. Этому также поспособствовала ситуация с Brexit, ставшая фактором смены премьер-министра в конце июля, который показался рынку явным сторонником Brexit без сделки. Это привело бы

к непредсказуемым последствиям для финансовых рынков. К тому же сообщение о снижении ВВП Германии во втором квартале не помогло немецкому рынку.

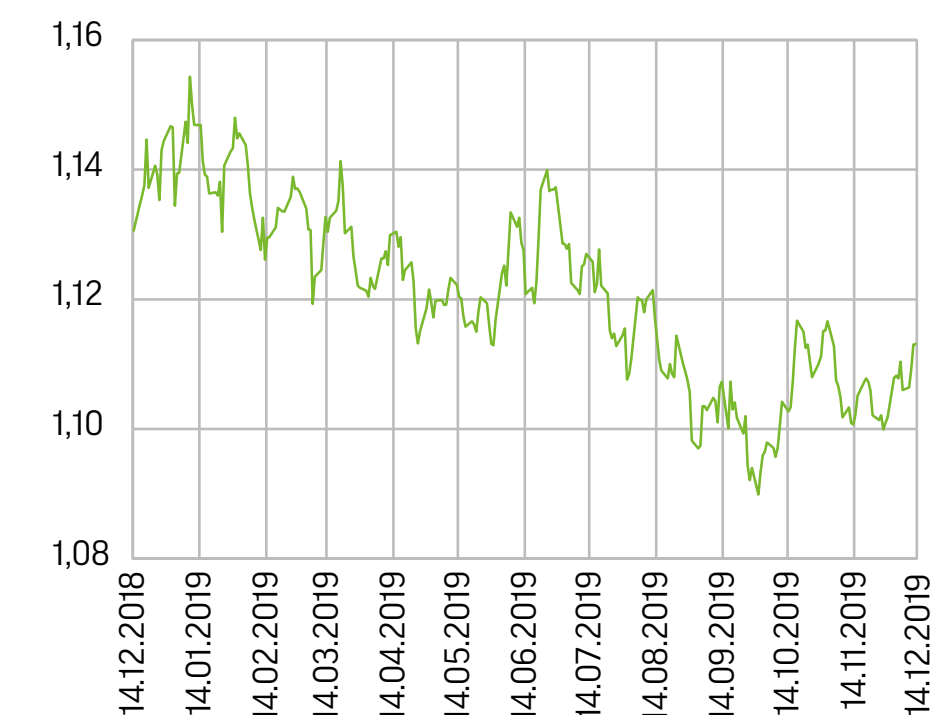
Однако затем акции довольно быстро восстановились сначала на фоне заявления немецких властей о готовности проведения фискального стимулирования на сумму в 50 млрд евро, а потом на фоне объявления КНР и США об исключении нескольких сотен товаров из тарифного списка в сентябре. Уже в следующем месяце британский парламент объявляет о переносе сроков Brexit и лишает премьер-министра возможности провести Brexit без сделки. Подобная новость позволила рынкам выдохнуть и забыть ненадолго об этом риске. Также разрешение политического кризиса в Италии, в рамках которого случилась отставка и восстановление премьер-министра в должности, и относительное спокойствие в торговых переговорах между США и ЕС поспособствовало росту индекса DAX. В итоге индекс вырос практически на 28% к середине ноября, немного не дотянув до исторического рекорда.

Сильные финансовые результаты большинства немецких компаний помогли рынку показать существенный рост в этом году. Такие компании из различных отраслей, как Puma, Deutsche Post, SAP, KION group, Symrise, Bayer, Infineon Technologies, Lufthansa показали неплохие финансовые результаты и прогнозы на ближайшее будущее, что поспособствовало росту рынка.

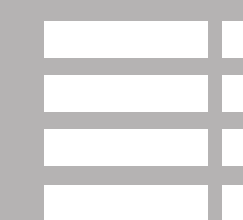
Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



По результатам года можно отметить, что в общем настроения умеренно-положительные в рамках некоторого восстановления экономики и готовности властей предоставить ей помощь. К тому же рынок позитивно смотрит на ослабление торговых войн и ситуации с Brexit.



# Ожидания от рынка Германии в 2020 году

## Экономика под надежной защитой

### Основные тренды следующего года:

- 1. Продолжающиеся торговые войны вновь станут основной темой для немецкого фондового рынка.** По большей части они инициированы Дональдом Трампом. Основная борьба между КНР и США уже ударила по фондовым рынкам в 2018 году и, несмотря на восстановление рынков в 2019 году, сохранение данного фактора дает инвесторам ненужную неопределенность. Тем не менее последние сообщения о различных торговых договоренностях между этими странами помогли рынкам продолжить рост и обнадежили инвесторов. Также не забываем о существующих противоречиях между США и ЕС по тарифам на некоторые товары, особенно на автомобильную индустрию. Автомобильная отрасль Германии является ведущей в Европе, и бесконечные переносы тарифов на автомобили продолжают нервировать инвесторов. Трудно предсказать, к какому результату приведут торговые войны, но то что это останется главной темой 2020 года можно сказать однозначно
- 2. Эксперты ожидают роста экономики Германии в 2020 году.** Несмотря на падение ВВП в третьем квартале на 0,1% и возможную рецессию по итогам четвертого квартала, эксперты и экономисты довольно позитивны в своих свежих прогнозах. По их мнению, экспортная экономика Германии все еще сильна и готова расти вместе с развивающимися странами, которые тоже ждут рост в 2020 году. В любом случае рынок надеется на рост ВВП Германии в 2020 году в размере 0,9-1%, а неожиданное разре-

шение всех торговых споров может стать еще одним катализатором

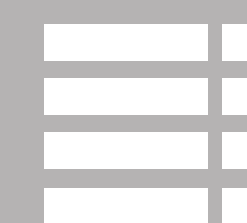
- 3. Власти Германии в курсе возможных проблем в экономике и готовы нанести упреждающий удар.** Возможная рецессия в экономике Германии и всеобщая неопределенность, вызванная торговыми войнами и Brexit, не являются новостью для правительства Германии. Министр финансов имеет «подстраховку» в размере 50 млрд евро, которую, возможно, не будет использовать, а бюджет Германии – достаточную мощь для роста дефицита в случае проблем в экономике. Поэтому можно предположить, что 2020 год пройдет относительно спокойно для экономики страны и ее фондового рынка благодаря подобной финансовой защите от неопределенностей
- 4. Фактор Brexit скорее будет гаснуть, чем усиливаться.** Фактор выхода Британии из ЕС был довольно серьезной страшилкой для европейских инвесторов. Тем не менее устранение неопределенностей по жесткому сценарию Brexit, скорее всего говорит о том, что он потеряет свою силу для фондовых рынков Европы и Германии
- 5. Автомобильная индустрия Германии продолжит страдать от глобальных факторов.** Эксперты ожидают снижения глобальных продаж автомобилей из-за различных факторов, что вероятнее всего, приведет к продолжению сокращения работников, начавшегося в 2019 году

### Ожидания

Экономика Германии, несмотря на стабильность и лучшие позиции в ЕС, находится под угрозой рецессии (падение ВВП в течение двух кварталов подряд) из-за неопределенностей по торговым войнам. Тем не менее ожидается, что экспортноориентированная экономика Германии будет находиться в ударе благодаря более высокому росту развивающихся стран. К тому же заявления немецкого правительства о готовности влить миллиарды евро в борьбу против рецессии дают определенные надежды на продолжение роста немецкого фондового рынка.

### Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 12.12.2019	Значение на 28.12.2018	Изменение, %
DAX INDEX	13 200,87	10 558,96	25,0%
SRT3 GR Equity	188,00	108,90	72,6%
MTX GR Equity	257,70	158,40	62,7%
PUM GR Equity	68,20	42,70	59,7%
ADS GR Equity	281,85	182,40	54,5%
LXS GR Equity	60,32	40,20	50,0%
HNR1 GR Equity	170,70	117,70	45,0%
DPW GR Equity	34,23	23,91	43,2%
SAP GR Equity	122,04	86,93	40,4%
RWE GR Equity	26,57	18,97	40,1%
KGX GR Equity	61,54	44,33	38,8%
MUV2 GR Equity	262,90	190,55	38,0%
SY1 GR Equity	87,38	64,50	35,5%
DB1 GR Equity	138,65	104,95	32,1%



# Итоги рынка IPO-2019

## Более 50% компаний торгуются выше цены IPO

Коррекция S&P 500 в августе заставила многие компании отложить или перенести свои IPO. Однако рост рынка с сентября по декабрь и достижение исторических максимумов по индексу S&P 500 «подарил» множество интересных размещений

### Сложный и волатильный год

С 1 января по 10 декабря 2019 года IPO провели 238 компаний. В общей сложности компании привлекли на IPO \$65,9 млрд, а самым крупным стало размещение компании Uber Technologies, Inc., которая привлекла \$8,1 млрд, предложив инвесторам на Нью-Йоркской бирже 180 млн акций по цене \$245. Uber Technologies, Inc. является разработчиком платформы для вызова такси и доставки еды. На данный момент акции торгуются ниже цены IPO на 38%.

На конец года, только 12 компаний демонстрируют доходность свыше 100%. Это Karuna Therapeutics, Inc. (+308%), Palomar Holdings, Inc. (+254%), NextCure, Inc. (+248%), Inmode Ltd (+205%), Turning Point Therapeutics, Inc. (+202%), Beyond Meat, Inc. (+196%), Shockwave Medical, Inc. (+138%), Soliton, Inc. и Progyny, Inc. (+114%), Bridgebio Pharma, Inc. и Applied Therapeutics, Inc. (+113%), RAPT Therapeutics, Inc. (+109%).

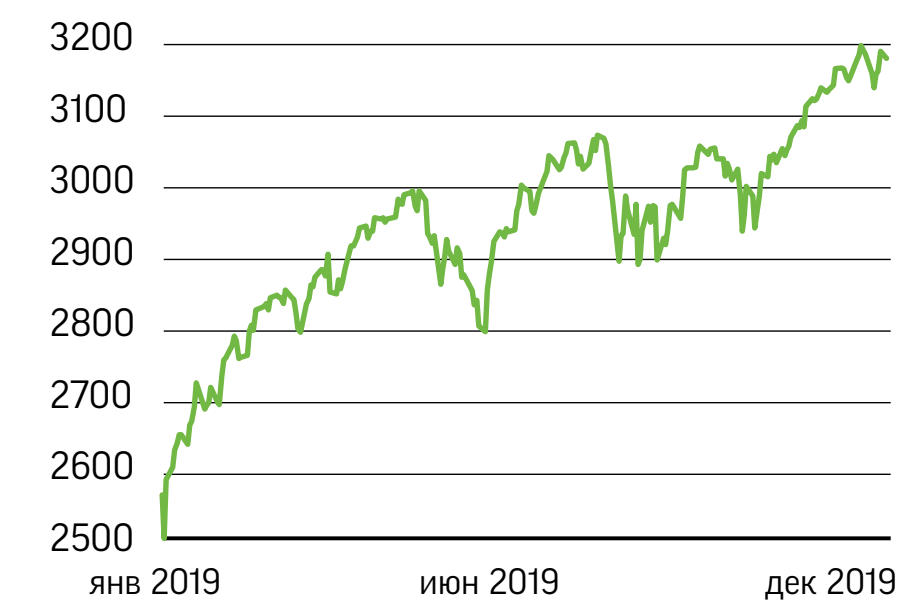
Главным же разочарованием года стали такие компании, как: Guardion Health Sciences, Inc. (-95%), Anchiano Therapeutics Ltd (-86%), Greenlane Holdings, Inc. (-84%), Axcella Health, Inc. (-83%), Sundial Growers, Inc. (-82%), China SXT Pharmaceuticals, Inc. (-82%) и Sonim Technologies, Inc. (-79%).

Также с конца августа на рынке произошла ротация между акциями роста и недооцененных компаний. Бумаги эмитентов, которые превосходили ожидания на отчетах, продолжают падение. На текущий момент, множество компаний недооценены, в особенности сектор технологий.

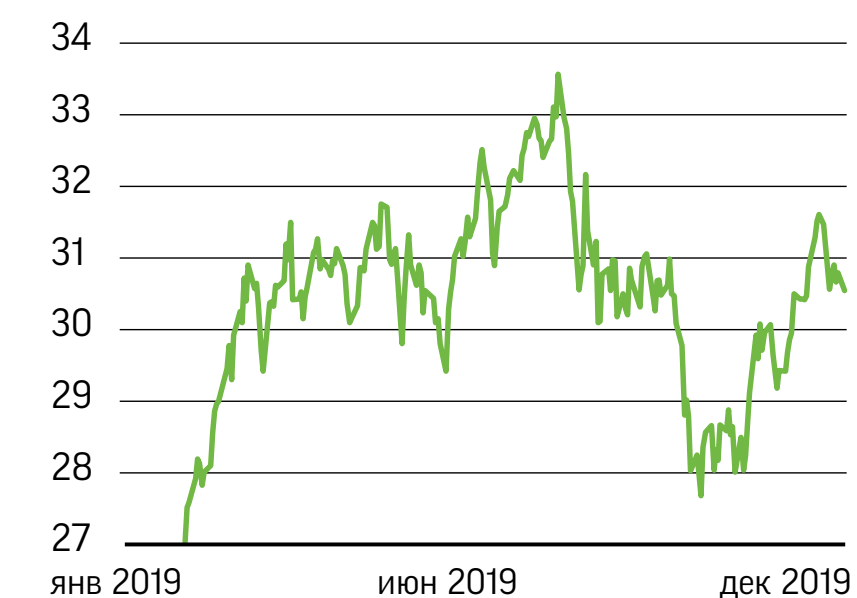
Из 238 размещений, 141 компания торгуется выше цены IPO, а это 59% от всего количества. 3% или 7 компаний демонстрируют доходность в 0%. 90 компаний из 238 размещений торгуются ниже цены IPO, а это 38% от общего количества.



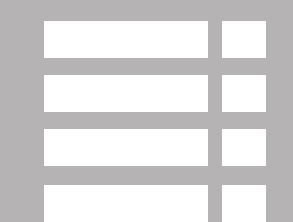
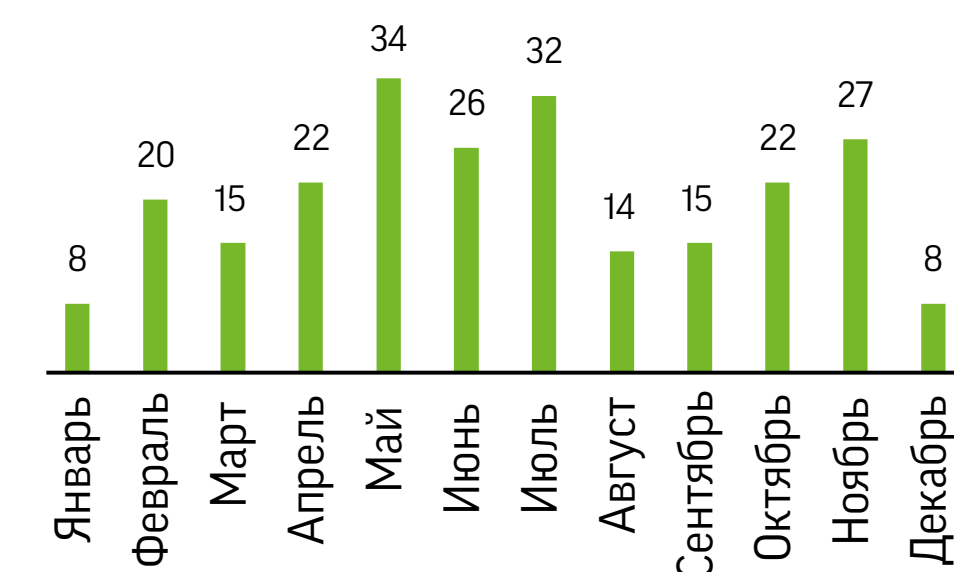
Индекс SPX с начала года



Индекс ETF IPO с начала года



Количество размещений в месяц



# Прогноз на 2020 год

## Самые долгожданные размещения

В целом ожидания очень хорошие, так как некоторые крупные компании подали конфиденциальные заявки на IPO (например, Postmates), которые, возможно, проведут в первом-втором кварталах 2020 года. Также ожидаются размещения интересных компаний Rackspace, Instacart, Casper, Eaze

Ерлан Абдикаримов,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»



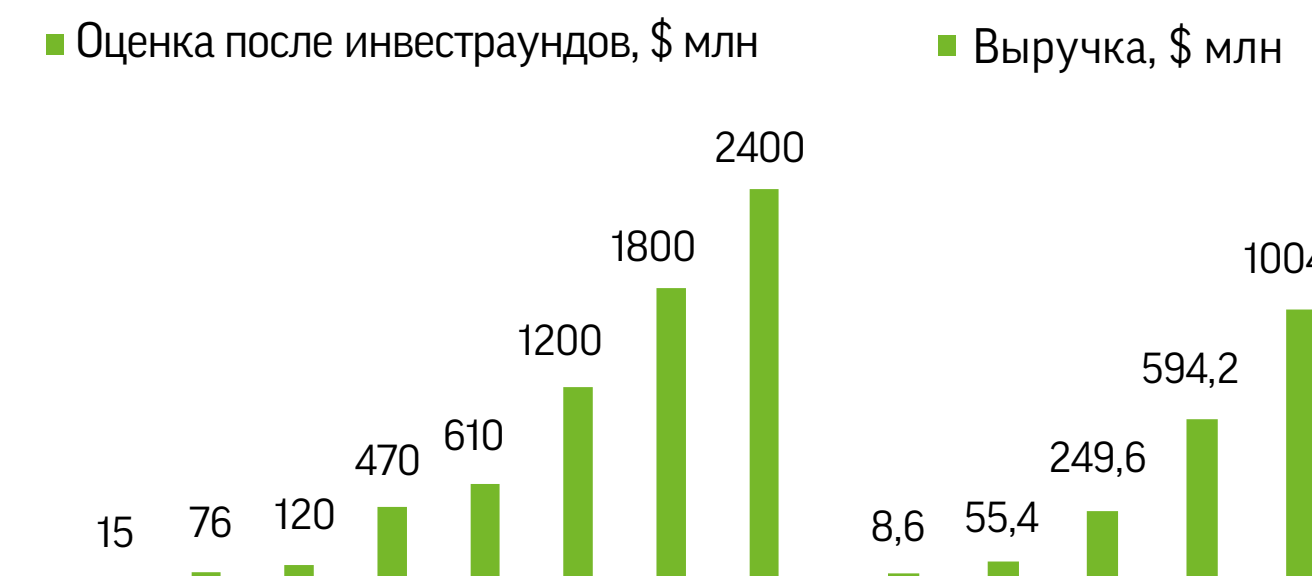
Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Postmates

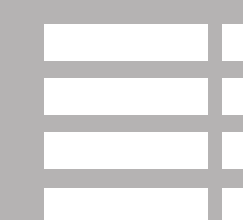
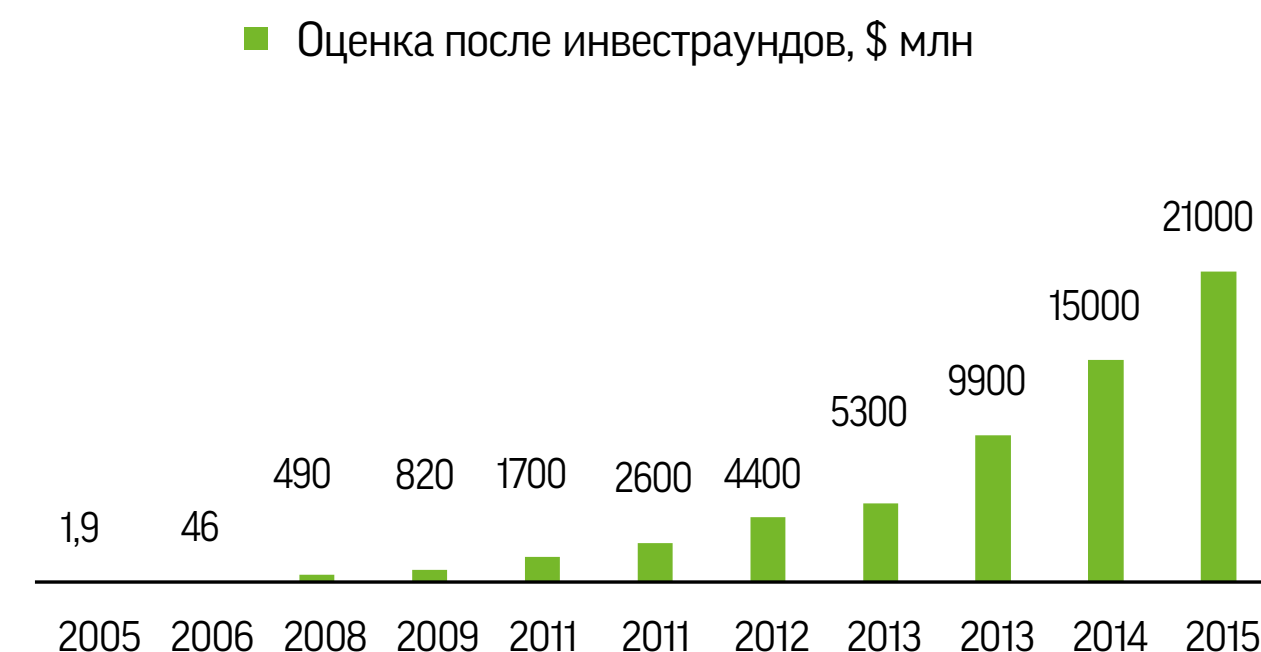
Дата основания: **2011 год**  
Сотрудники: **5341**  
Всего привлечено: **\$903 млн**  
Последняя оценка: **\$2,4 млрд**  
Выручка 2018 год: **\$1 млрд**  
Темпы роста 2018 год: **74,7%**

**1. Postmates** – это компания по доставке. Доставляет все – от еды до мебели. Компания была основана в 2011 году, а сама идея Postmates была разработана в 2005 году, когда Бастиан Леманн переезжал из Мюнхена в Лондон. Он столкнулся с проблемой транспортировки вещей и искал простое решение. Позже он встретился со своими будущими партнерами, Шоном Плейсом и Сэмом Стритом, а в 2011 году был запущен сервис курьерской службы. В настоящее время Postmates работает в более чем 3000 городов США и осуществляет около 5 миллионов поставок в месяц.



Дата основания: **2009 год**  
Сотрудники: **2580**  
Всего привлечено: **\$3 млрд**  
Последняя оценка: **\$21 млрд**  
Выручка 2018 год: **\$1 млрд**

**2. Palantir** – один из самых засекреченных и дорогих стартапов Кремниевой долины. Компания является разработчиком ПО для анализа big data в целях безопасности. Основные клиенты – спецслужбы США, инвестбанки, хедж-фонды. Компания стала знаменитой после работы совместно с Пентагоном и ЦРУ в Ираке и Афганистане, и по неофициальным данным, сыграла важную роль в захвате Усамы бен Ладена.



# Прогноз на 2020 год

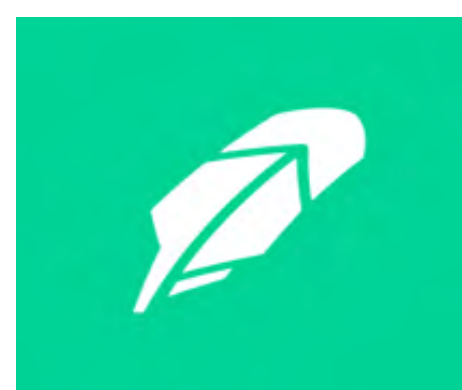
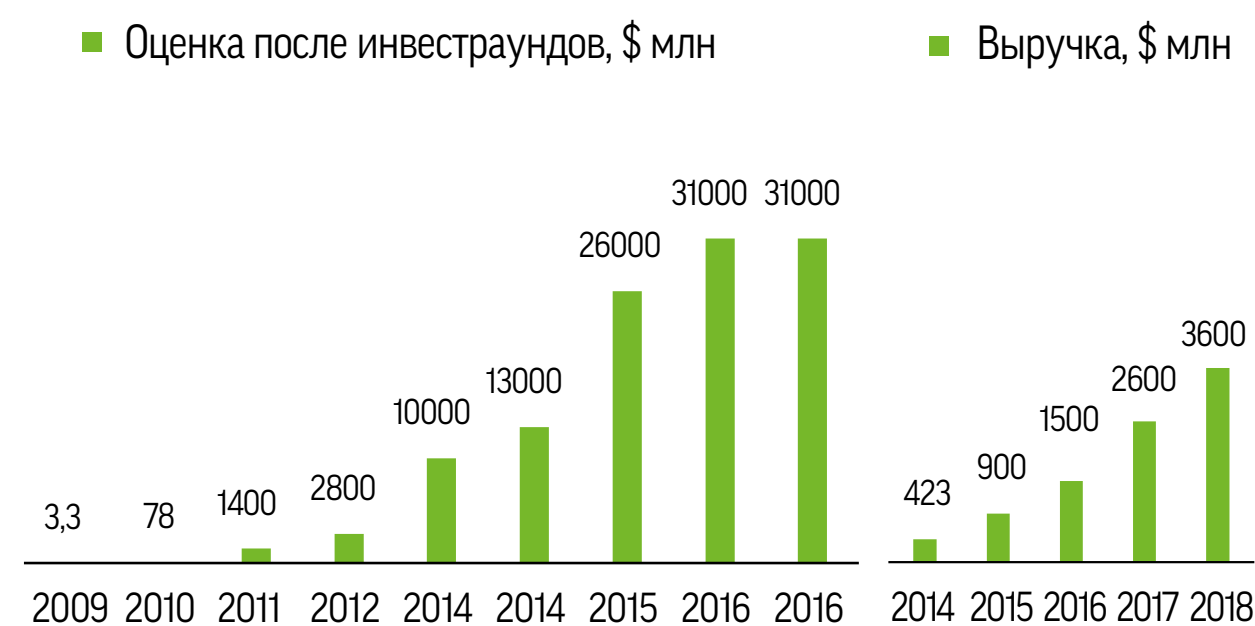
## Самые долгожданные размещения

Также возможны IPO не менее интересных компаний, в том числе Airbnb, Robinhood и других



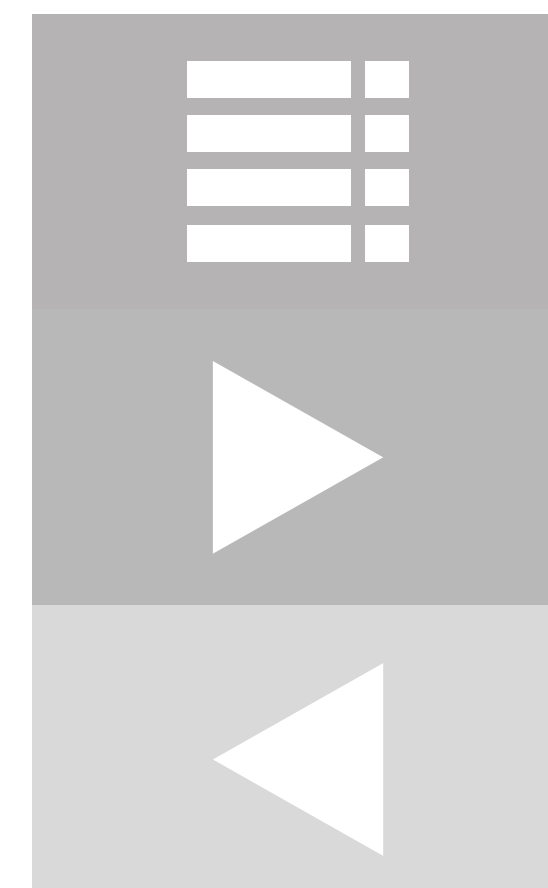
Дата основания: **2008 год**  
Сотрудники: **9869**  
Всего привлечено: **\$3,5 млрд**  
Последняя оценка: **\$31 млрд**  
Выручка: **\$3,6 млрд**  
Темпы роста 2018 год: **38,46%**

**3. Airbnb** – это платформа для поиска и аренды жилья по всему миру. Компания предоставляет услуги в 191 стране мира и уже помогла найти жилье более 400 млн гостей с момента запуска. Всего за свою историю приобрела более 17 разных компаний для развития и продвижения бизнеса. В числе инвесторов – фонды Sequoia Capital, TCV, All Blue Capital, CaptalG, Bucket Capital и Andreessen Horowitz. Руководство компании уже подтвердило, что готовится к размещению в 2020 году.



Дата основания: **2013 год**  
Сотрудники: **908**  
Всего привлечено: **\$912 млн**  
Последняя оценка: **\$7,6 млрд**

**4. Robinhood** – это брокерское приложение, которое предоставляет доступ к финансовым рынкам. Платформа позволяет клиентам покупать и продавать акции, ETF и опционы в США с нулевой комиссией. Торговая платформа также направлена на то, чтобы людям было удобно хранить деньги. Компания была основана в 2013 году и является зарегистрированным брокером-дилером SEC и членом FINRA и SIPC.



# ДУ портфель

## Обзор для доверительного управления за 2019 год с прогнозом на 2020

Вадим Меркулов,  
старший аналитик  
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

### Глобальная картина

Геополитическая ситуация за год только обострилась, несмотря на согласование первого этапа сделки между США и Китаем. Помимо постоянного конфликта между этими странами, который отчасти является причиной их слабого экономического роста, в Европе продолжается драма с брекзитом, которая должна разрешиться в начале 2020 года. Однако Трамп уже намекает, что год начнется с введения новых пошлин для Европы и пересмотра торговых отношений с ней. Европейские партнеры уже негативно высказались по этому поводу, а значит, позитивные прогнозы инвестбанков относительно роста еврозоны могут быть снижены уже в первом квартале следующего года.

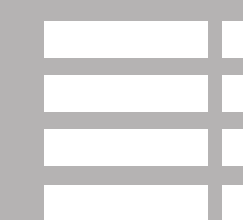
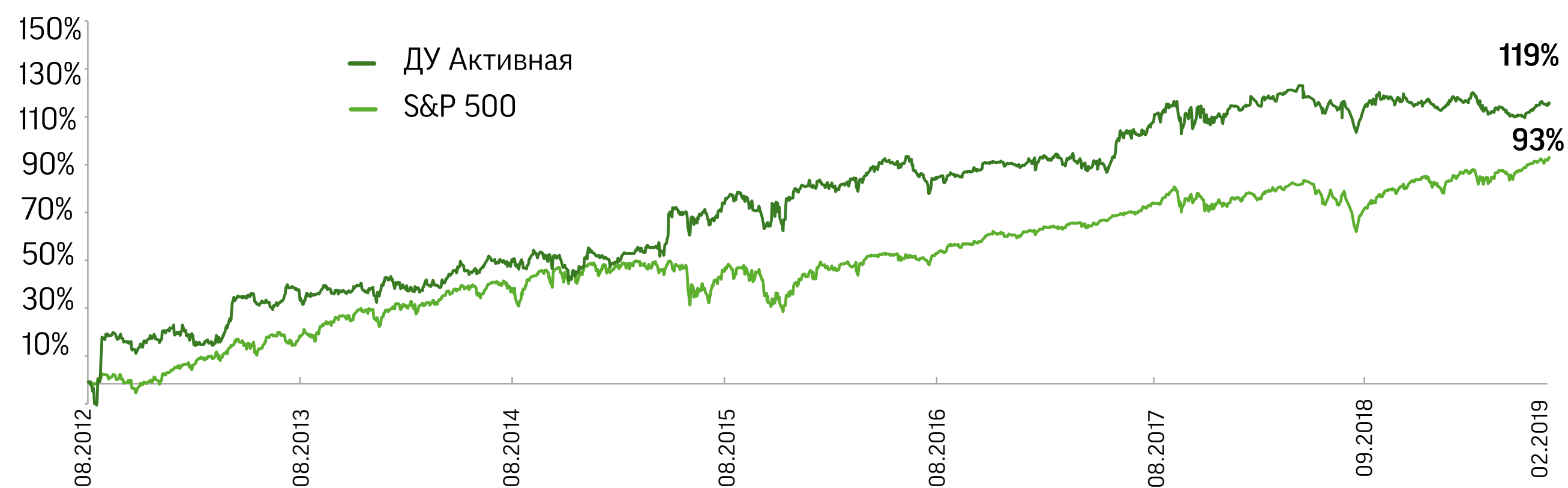
### Действия ФРС

ФРС снизил ставку в три раза, на 25 б.п., в 2019 году. Более того, регулятор начал предоставлять финансовой системе краткосрочную ликвидность, которая имеет характеристики количественного смягчения. Баланс уже увеличился на 9% с конца августа, что в результате воспринимается рынком как количественное смягчение (QE). Возвращается аппетит к риску, но в то же время в начале 2020 года наращивание баланса должно прекратиться.

### Прогнозы

В мире, где категорически не хватает доходности из-за мягкой монетарной политики, инвесторы пытаются найти инструменты, которые смогут принести им ощутимый прирост капитала. В прошлые годы из-за этого росли

облигации с «мусорным» рейтингом, которые давали инвестору высокую доходность относительно облигаций инвестиционного рейтинга. Однако теперь эти инструменты стали сравнительно дорогими, так что если искать активы с постоянной выплатой, то стоит обратить внимание на облигации с инвестиционным рейтингом в США, Европе, России, Бразилии, Индии, Южной Корее и Великобритании. Желательно, чтобы облигации были номинированы в долларах, евро или фунтах. Акции можно рассмотреть, как и среди участников индекса S&P 500, так и среди компаний малой капитализации и активов на развивающихся рынках. Компании S&P 500 сейчас близки к своим историческим значениям по стоимости по мультипликатору P/E – 19,5. Из основного фондового индекса стоит присмотреться к секторам здравоохранения, производства, добычи, сельского хозяйства, которые переживали не самые лучшие времена и стоят сильно дешевле своих исторических значений, но тут стоит фильтровать эмитентов по росту выручки и прибыли, так как вышеуказанные сектора не так просто отставали от S&P 500. Внимание в предстоящем году стоит направить на компании малой капитализации с низкой волатильностью, поскольку риск-фактор вырос (инвесторы готовы к большому риску) из-за действий ФРС. Искать идеи в Европе, когда Трамп вот-вот начнет с ней торговый конфликт, – не самое лучшее решение. Развивающиеся рынки – интересная история, но намного эффективнее искать идеи среди компаний из списка Russell 2000, который будет превосходить S&P 500 по доходности в следующем году.





# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка

Тикер	<b>CMCSA</b>
Цена акций на момент анализа	<b>\$43,53</b>
Текущая цена акций	<b>\$43,53</b>
Целевая цена акций	<b>\$52,40</b>
Текущий потенциал роста	<b>20,37%</b>
Текущая дивидендная доходность	<b>2,05%</b>

## COMCAST CORP.

Корпорация Comcast имеет потенциал роста в 2020 году за счет увеличения рекламных доходов на фоне президентских выборов в США и запуска стримингового сервиса Peacock.

Comcast специализируется на услугах телерадиовещания (включая ТВ программы, интернет, кабельное ТВ и услуги связи). У компании три подразделения: основной Comcast Cable, NBC Universal и приобретенный в 2018 году бизнес Sky plc. Наибольшая доля выручки приходится на сегмент Comcast Cable (58,3%). Географически основная доля выручки поступает от деятельности в США (87%).

Поглощение британского конгломерата Sky в октябре 2018 года позволило диверсифицировать выручку Comcast, значительно увеличив доходы за пределами США (в Великобритании, Германии, Италии, Австрии и др.). За третий квартал 2019-го доля выручки Sky составила 17%. Долгосрочный долг компании увеличился в 2018-м почти в два раза, с \$59 млрд до \$109 млрд, что значительно подняло показатель долговой нагрузки Debt/EBITDA с 2,18 до 3,58, и это делает Comcast более обремененной долгом по сравнению с Walt Disney. Тем не менее сильный денежный поток компании и чистая прибыль более \$12 млрд позволят ей погасить значительную часть долга за ближайшие 2 года.

В значительной мере темп роста выручки будет зависеть от увеличения количества новых клиентов-пользователей интернета. Этот показатель имеет долгосрочную тенденцию к снижению, однако в третьем квартале количество новых пользователей интернета составило 379 тысяч против

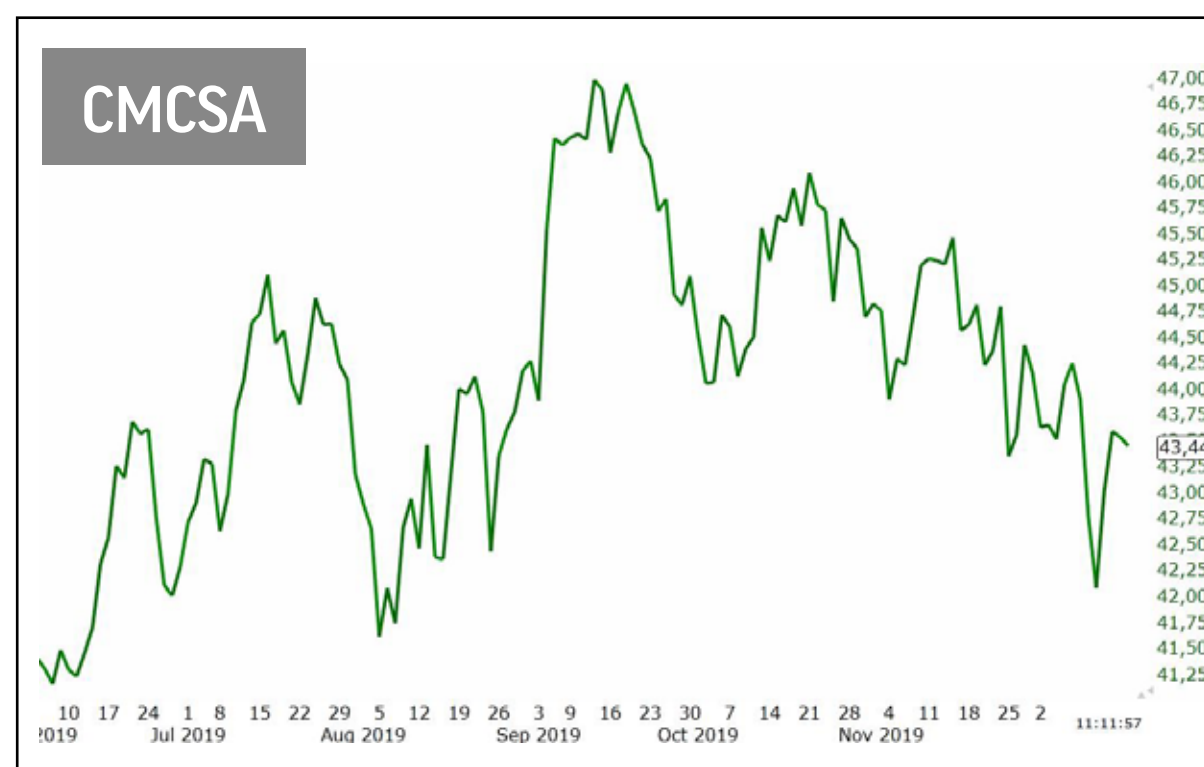
363 тысяч годом ранее, поэтому темп роста пока силен. Потребители все чаще отказываются от платного ТВ в пользу стриминговых видеосервисов, поэтому компания стремится конкурировать на одном рынке с Netflix, Amazon, Disney и др. В 2019 году Comcast объявила о планируемом в 2020-м запуске бесплатного для своих клиентов стримингового видеосервиса Peacock, монетизировать который компания планирует исключительно за счет рекламы, в отличие от своих конкурентов, предлагающих подписки средней стоимостью \$9 в месяц. Учитывая наличие оригинального контента от студии Universal и миллионы лояльных пользователей интернета и платформы Xfinity, компания имеет высокие шансы набрать необходимое для создания заинтересованности у рекламодателей количество зрителей. Кроме того, президентские выборы в США в 2020 году позитивно повлияют на рекламные доходы Sky и провайдера финансовых новостей CNBC.

В оценочную модель мы заложили WACC 7,5%, прогнозные темпы роста на уровне реалистичного сценария и постпрогнозные темпы роста 2%, а также сохранение операционной рентабельности на текущем уровне, в области 20%. Потенциал роста оценивается в 13-25% с наиболее вероятным сценарием в 20%. Ключевым драйвером переоценки может выступить успешный запуск сервиса Peacock в 2020 году. Таким образом, согласно нашей модели оценки стоимости на основе дисконтированных денежных потоков, акции компании имеют потенциал роста 20%, что наряду с дивидендной доходностью в 2% и достаточно низкими рисками делает Comcast привлекательной для инвестиций.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка



Income Statement, \$ млн	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Выручка	80 736	85 029	94 507	108 764	114 234	116 341	120 271	122 028	123 811
Основные расходы	24 348	25 355	29 692	32 859	34 511	35 148	36 335	36 866	37 404
Валовая прибыль	56 388	59 674	64 815	75 905	79 723	81 193	83 936	85 162	86 406
SG&A	30 131	31 968	35 130	40 243	42 267	43 046	44 500	45 150	45 810
EBITDA	26 257	27 706	29 685	36 701	37 894	38 610	42 118	42 907	43 687
Амортизация	9 426	9 688	10 676	15 178	15 288	15 587	15 913	16 318	16 710
EBIT	16 831	18 018	19 009	21 523	22 606	23 023	26 206	26 589	26 977
Процентные выплаты (доходы)	2 819	2 665	3 317	4 282	4 280	4 203	4 348	4 626	5 090
EBT	14 326	15 353	15 242	17 241	18 326	18 820	21 858	21 963	21 887
Налоги	5 298	-7 569	3 380	5 357	5 694	5 848	6 791	6 824	6 800
Чистая прибыль	8 678	22 735	11 731	11 884	12 632	12 972	15 066	15 139	15 086
Dilluted EPS	\$1,78	\$4,75	\$2,53	\$2,56	\$2,68	\$2,72	\$3,11	\$3,09	\$3,04
DPS	\$0,54	\$0,61	\$0,73	\$0,76	\$0,80	\$0,81	\$0,93	\$0,92	\$0,90

Маржинальность, в %	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Вадовая маржа	70%	70%	69%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Маржа по EBITDA	33%	33%	31%	34%	33%	33%	35%	35%	35%
Маржа по чистой прибыли	11%	27%	12%	11%	11%	11%	13%	12%	12%

Анализ коэффициентов	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE	16%	15%	14%	14%	15%	14%	13%
ROA	5%	5%	5%	5%	5%	6%	5%
ROCE	10%	9%	9%	9%	11%	11%	11%
Выручка/Активы (x)	0,38x	0,42x	0,42x	0,42x	0,44x	0,44x	0,44x
Коэф. покрытия процентов (x)	5,37x	4,79x	5,02x	5,11x	6,02x	6,54x	6,89x

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
CMCSA US Equity	-0,11%	-0,82%	-2,31%	-6,73%	20,22%
S&P 500	0,71%	1,77%	2,27%	6,18%	25,35%
Russell 2000	0,73%	1,25%	3,35%	4,54%	19,72%
DJI	0,36%	1,17%	0,82%	4,15%	19,68%
NASDAQ Composite	0,91%	2,23%	3,20%	7,67%	30,51%

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка

Тикер	<b>DISCA</b>
Цена акций на момент анализа	<b>\$32,35</b>
Текущая цена акций	<b>\$32,35</b>
Целевая цена акций	<b>\$42,61</b>
Текущий потенциал роста	<b>31,73%</b>

## Discovery, Inc.

Рекомендуем обратить внимание на недооцененные акции медиахолдинга Discovery на фоне важного изменения в стратегии развития, которая будет набирать обороты в 2020 году.

Discovery – глобальный медиахолдинг, который предоставляет контент в различных форматах, включая платное ТВ по подписке, бесплатное эфирное ТВ, а также заключает соглашения о цифровом распространении и лицензировании контента. Компания владеет каналами Discovery Channel, Animal Planet, ID, Velocity, TLC, Eurosport и другими. Наибольшая доля выручки приходится на США (около 60%).

В ноябре акции Discovery продемонстрировали рост на фоне новостей о том, что компания работает над созданием стримингового сервиса наподобие Hulu от The Walt Disney Company. Новый сервис агрегирует контент от различных ТВ-каналов, которыми владеет компания. В последнее время Discovery испытывала давление из-за снижения популярности платного ТВ и перехода части пользователей на стриминговые сервисы конкурентов. В связи с этим стратегический ход Discovery является обоснованным. Компания рассчитывает, что текущая база клиентов, платящих за подписку на кабельное ТВ, сохранится после запуска нового сервиса, а набор пользователей стриминг-сервиса произойдет за счет притока новых зрителей. По словам CFO компании стратегия Discovery менее рискованна, чем модель Hulu у Disney, в первую очередь за счет более низких издержек. Компания планирует потратить \$300-400 млн по итогам 2019 года на свою диджитал-трансформацию, что является небольшой величиной относительно свободного денежного потока \$2,4 млрд, который демонстрирует уверенные темпы роста с CAGR 14%.

Несмотря на то, что акции компании показали рост на 30% с начала 2019 года, акции все еще являются недооцененными по отношению к ключевым

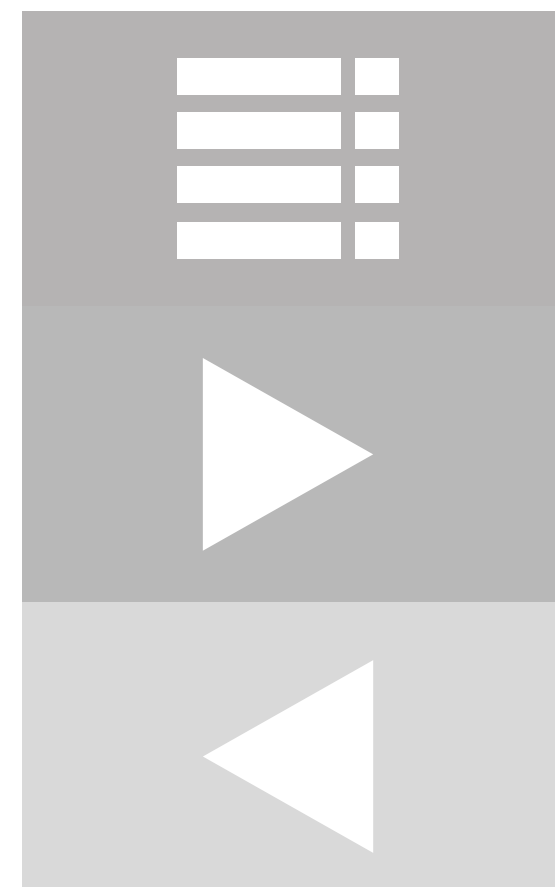
Маржинальность, в %	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Вадовая маржа	63%	61%	63%	66%	66%	66%
Маржа по EBITDA	37%	15%	32%	34%	31%	30%
Маржа по чистой прибыли	18%	-5%	6%	12%	13%	13%

Анализ коэффициентов	2018A	2019E	2020E	2021E
ROE	8%	12%	12%	11%
ROA	2%	4%	4%	4%
ROCE	8%	10%	10%	9%
Выручка/Активы (x)	0,32x	0,33x	0,33x	0,31x
Коэф. покрытия процентов (x)	2,65x	3,66x	3,87x	3,85x

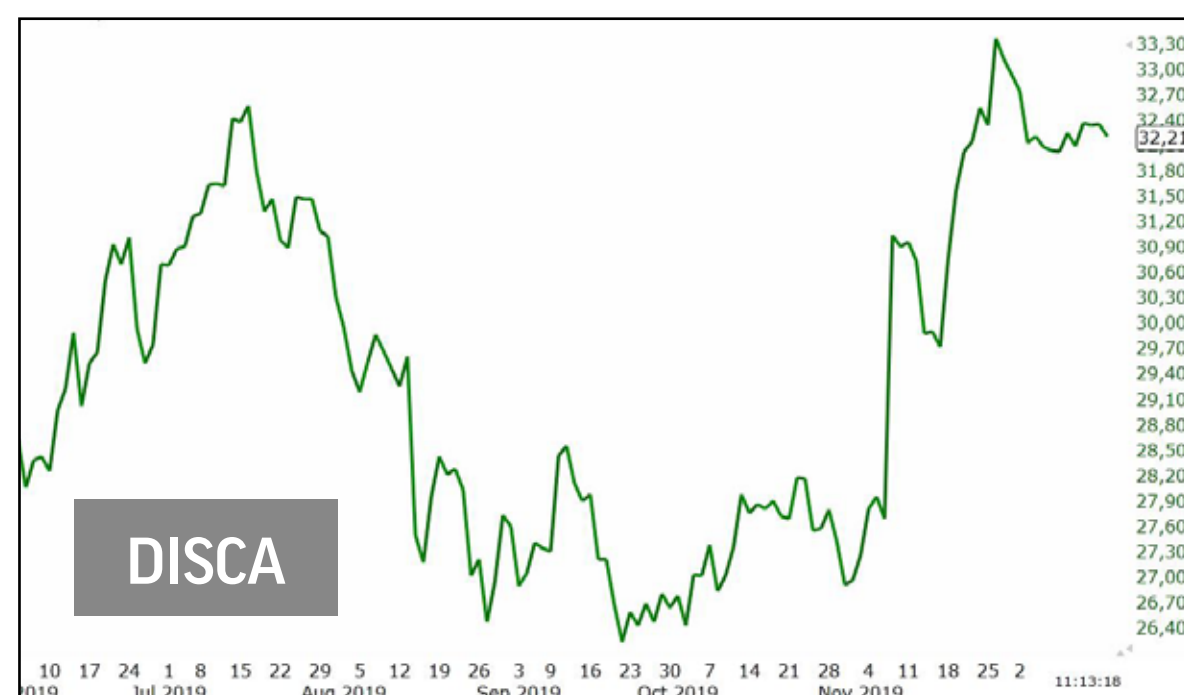
Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
DISCA US Equity	0,03%	1,03%	8,85%	18,93%	17,55%
S&P 500	0,71%	1,77%	2,27%	6,18%	25,35%
Russell 2000	0,73%	1,25%	3,35%	4,54%	19,72%
DJI	0,36%	1,17%	0,82%	4,15%	19,68%
NASDAQ Composite	0,91%	2,23%	3,20%	7,67%	30,51%

конкурентам и похожим компаниям. Наша модель сравнительной оценки стоимости предполагает потенциал роста в 32%. Модель основывается на сложных исторических взаимосвязях ключевых мультипликаторов EV/EBITDA и P/E по отношению к индустриальным значениям. Акции компании торгуются с соотношением EV/EBITDA около 8,7x, тогда как акции Fox Corp. (FOXA) торгуются с аналогичным соотношением 9,8x. При этом Discovery обладает значительно более высокой операционной маржинальностью, чем Fox Corporation (27% против 17%). Мы считаем, что акции компании в следующем году будут торговаться с мультипликатором EV/EBITDA не менее 10,8x, что уже дает не менее 24% потенциала роста. Триггером роста текущих мультипликаторов станет стратегическая инициатива по выходу на рынок стриминга, которая еще не полностью учтена в ценах.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка



Название компании	Мультипликаторы					
	Enterprise Value to EBITDA			Price to Earnings		
	Средний EV/ EBITDA за 5 лет	Текущий EV/ EBITDA	Форвард EV/ EBITDA	Средний P/E за 5 лет	Текущий P/E	Форвард P/E
Discovery Inc.	12,0x	8,7x	8,1x	15,3x	11,2x	8,4x
ViacomCBS Inc.	8,2x	9,8x	6,6x	14,6x	8,0x	7,0x
Fox Corporation	N/A	9,8x	11,0x	N/A	16,5x	15,2x
Charter Communications Inc.	9,6x	11,8x	11,2x	N/A	69,7x	40,8x
AMC Entertainment Holdings	7,2x	5,8x	5,2x	10,5x	4,1x	4,5x
MSG Networks Inc.	7,7x	5,7x	6,1x	16,6x	6,9x	6,0x
Среднее	8,17x	8,60x	7,99x	13,86x	21,03x	14,71x
Медиана	7,95x	9,81x	6,55x	14,56x	7,99x	7,02x
Целевой мультипликатор		13,7x	10,8x		15,7x	11,7x
Потенциал		57,3%	24,3%		40,3%	5,1%
DPS	\$0,61	\$0,73	\$0,76	\$0,80	\$0,81	\$0,93

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



36

Финансовые показатели, \$ млн	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Выручка	6 497	6 873	10 553	11 141	11 764	11 719
Основные расходы	2 432	2 656	3 935	3 811	4 024	4 009
Валовая прибыль	4 065	4 217	6 618	7 330	7 739	7 710
SG&A	1 690	1 768	2 620	3 027	3 196	3 184
EBITDA	2 380	1 043	3 332	3 736	3 616	3 516
Амортизация	322	330	1 398	941	664	576
EBIT	2 058	713	1 934	2 795	2 951	2 940
Процентные выплаты (доходы)	336	462	725	733	665	609
EBT	1 671	-137	1 022	2 062	2 286	2 331
Налоги	453	176	341	676	749	764
Чистая прибыль	1 194	-337	594	1 386	1 537	1 567
Dilluted EPS	\$1,96	\$-1,17	\$0,86	\$1,97	\$1,70	\$1,41



# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка

Тикер	<b>GBT</b>
Текущая цена акций	<b>\$77,80</b>
Целевая цена акций	<b>\$95,62</b>
Текущий потенциал роста	<b>22,90%</b>
Текущая дивидендная доходность	<b>0,00%</b>

## Global Blood Therapeutics, Inc.

Небольшая по капитализации и сравнительно молодая компания из биотехнологического сектора Global Blood Therapeutics, Inc. (GBT) направила свой исследовательский фокус на разработку терапии против редкого заболевания – серповидно-клеточной анемии. Недавняя история успеха с одобрением FDA (Управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов) их первого препарата Oxbryta (voxelotor) потянула котировки компании вверх до исторического максимума. Сейчас у нее в портфеле еще два лекарственных средства для лечения серповидно-клеточной анемии, которые находятся на рассмотрении ведомства.

Серповидно-клеточная анемия – редкое заболевание, от которого страдают в основном представители негроидной расы. По данным компании, это около 100 тыс. человек в США и около 60 тыс. человек в Европе. Расходы на борьбу с заболеванием для одного человека составляют около \$300 тыс. в год и около \$700 тыс. – в течение жизни пациента. Использование препарата Oxbryta (voxelotor) позволяет более чем в два раза сократить издержки на поддержание больных. Стоимость годовой терапии данным препаратом составляет около \$125 тыс.

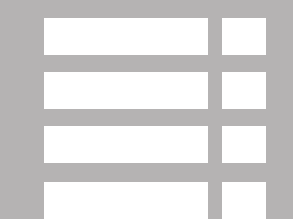
Несмотря на то, что в фокусе исследовательской команды находится лишь одно заболевание, Global Blood Therapeutics, Inc. может попасть на радар более крупных игроков фармацевтической отрасли, портфели которых требуют систематического пополнения новыми и перспективными разработками. На фоне низких ценовых показателей относительно фундаментальных, в 2020 году может усилиться M&A-активность в фармацевтической и биотехнологической отраслях, которая к концу 2019 года начала набирать обороты. Сильная команда менеджмента из крупных конгломератов, таких как Celgene, Jazz Pharmaceuticals, Gilead Sciences и AstraZeneca, и их шестилетняя история успеха от открытия молекулы



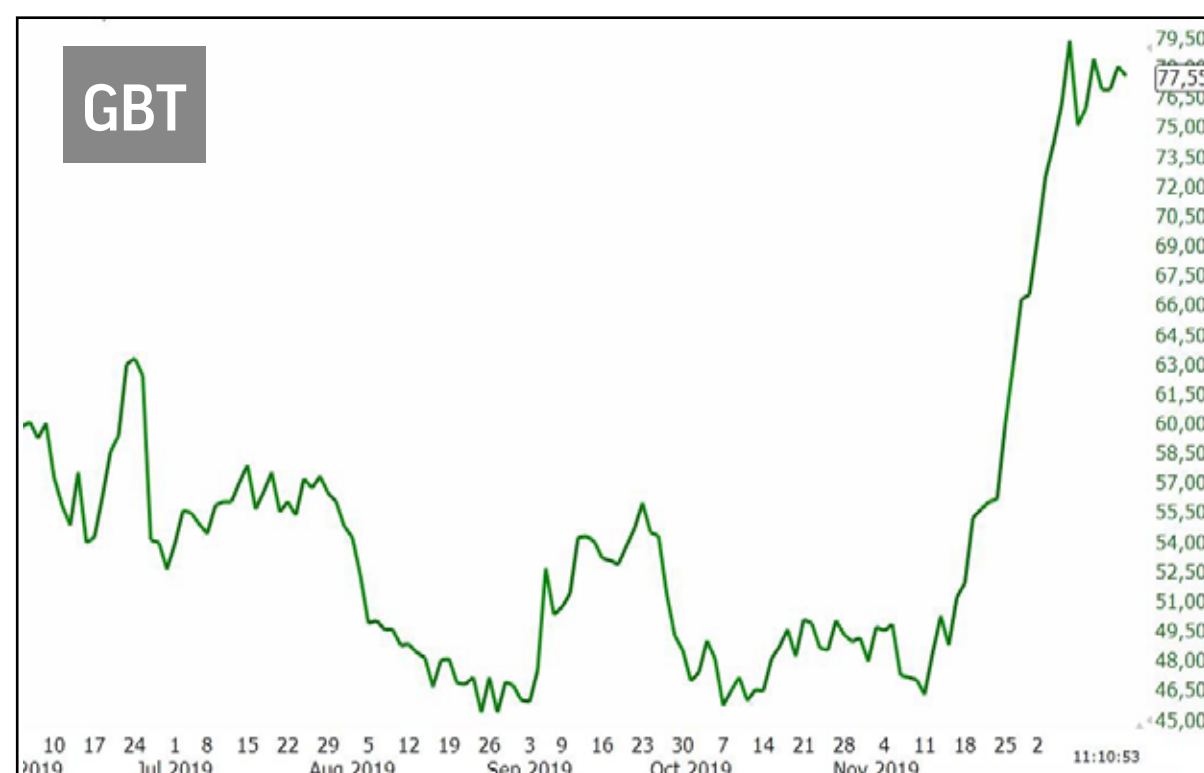
до полноценного работающего препарата может послужить позитивным фактором в привлечении крупных инвесторов.

На данный момент у фирмы нет потенциальных покупателей, но ее бизнес стабилен и предсказуем с точки зрения денежных потоков. В комбинации с эффектом низкой базы данный факт сыграет на руку инвесторам. При сохранении текущей динамики на НОКР и отсутствии событий, способных отразиться на выручке, к 2024 году продажи компании смогут достигнуть \$1,4 млрд – неплохой результат для компании с нулевой на данный момент выручкой. В ближайшее время компании предстоит выстроить цепочку производства и реализации своей продукции и разработать маркетинговую стратегию. Это, вероятно, будет несложно, учитывая, что у компании нет конкурентов на данном рынке. По нашим оценкам, целевая цена на горизонте в 1 год сможет достигнуть \$95,62, что составляет потенциал роста в 22,90%.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка



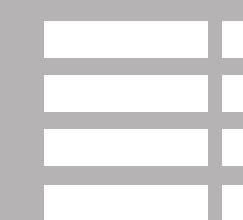
Income Statement, \$ млн	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Выручка	0	0	0	0	41	83	126	765	1 419
Основные расходы	0	0	0	0	4	8	13	77	142
Валовая прибыль	0	0	0	0	37	75	113	689	1 277
SG&A	22	31	51	77	116	174	260	391	710
EBITDA	-82	-118	-178	-267	-371	-540	-811	-699	284
Амортизация	1	2	5	8	4	2	1	0	0
EBIT	-83	-119	-183	-274	-374	-542	-812	-699	284
Процентные выплаты (доходы)	-1	-3	-9	-3	-1	-1	-1	-1	-1
EBT	-82	-117	-174	-271	-373	-541	-810	-698	285
Налоги	0	0	0	0	0	0	0	0	77
Чистая прибыль	-82	-117	-174	-271	-373	-541	-810	-698	208
Dilluted EPS	\$-2,48	\$-2,76	\$-3,41	\$-4,82	\$-6,07	\$-8,13	\$-11,31	\$-9,09	\$2,71
DPS	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$-0,00

Маржинальность, в %	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Валовая маржа	-	-	-	-	90%	90%	90%	90%	90%
Маржа по EBITDA	-	-	-	-	-904%	-651%	-643%	-91%	20%
Маржа по чистой прибыли	-	-	-	-	-910%	-651%	-643%	-91%	15%

Анализ коэффициентов	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE	Не значимо						
ROA	-35%	-39%	-46%	-65%	-120%	-111%	20%
ROCE	-40%	-41%	-47%	-68%	-133%	-176%	48%
Выручка/Активы (x)	0,00x	0,00x	0,05x	0,10x	0,24x	1,08x	1,01x
Коэф. покрытия процентов (x)	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
GBT US Equity	-0,38%	2,38%	51,99%	46,63%	87,06%
S&P 500	0,09%	1,98%	2,37%	6,28%	25,47%
Russell 2000	0,27%	1,39%	3,63%	4,82%	20,05%
DJI	0,15%	1,43%	0,98%	4,31%	19,86%
NASDAQ Composite	0,09%	2,39%	3,29%	7,77%	30,62%

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка

Тикер	<b>SRPT</b>
Цена акций на момент анализа	
Текущая цена акций	<b>\$132,3</b>
Целевая цена акций	<b>\$186,7</b>
Текущий потенциал роста	<b>41,08%</b>
Текущая дивидендная доходность	<b>0,00%</b>

## **Sarepta Therapeutics**

Sarepta Therapeutics (SRPT) – зрелая биотехнологическая компания, находящаяся на стадии коммерциализации продукта. Ее ключевые направления – точная медицина и генная терапия, направленная на лечение таких редких заболеваний как мышечная дистрофия, наследственная моторная и сенсорная невропатия, а также других проблем центральной нервной системы. В портфеле компании более 20 терапевтических программ. С глобальной точки зрения, доходности фармацевтического сектора и сектора биотехнологий с начала 2019 года находились под давлением опиоидного кризиса и законодательных органов, которые выступают за более жесткую политику ценообразования в отношении больших фармацевтических конгломератов. На фоне новостей о потенциальном урегулировании опиоидного дела, а также исторически низких агрегированных показателей P/E, индексы и ETF на фармацевтику и биотехнологии в третьем квартале 2019 года демонстрируют рекордные доходности. Так, например, iShares NASDAQ Biotechnology ETF (IBB) прибавил 20,9% с начала квартала, в то время как SPDR S&P Biotech ETF (XBI) – 24,4% против 6,4% S&P 500. По нашим прогнозам, данный тренд продолжится и в 2020 году.

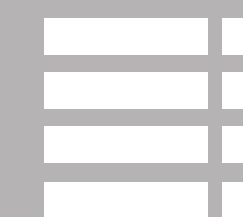
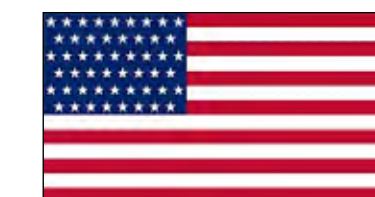
Возвращаясь к нашему кейсу, необходимо отметить, что бизнес-модель Sarepta Therapeutics (SRPT) несет в себе некоторые риски, в частности в связи с тем, что компания занимается разработкой так называемых orphan drugs – лекарств против редких заболеваний на основе генной терапии, цель которой – коррекция мутированных генов. Данная процедура может навсегда избавить пациента от недуга без включения в лечебный процесс поддерживающей терапии. С точки зрения ведения бизнеса, этот факт добавляет вес в риск-профиль компании. Однако с точки зрения ESG-стратегии, при сохранении положительной динамики в разработке новых препаратов, такие истории успеха всегда будут добавлять стоимости эмитенту. Учитывая, что на сегодняшний день в мире существуют около 7 тыс. подобных редких заболеваний, 80% из которых связаны



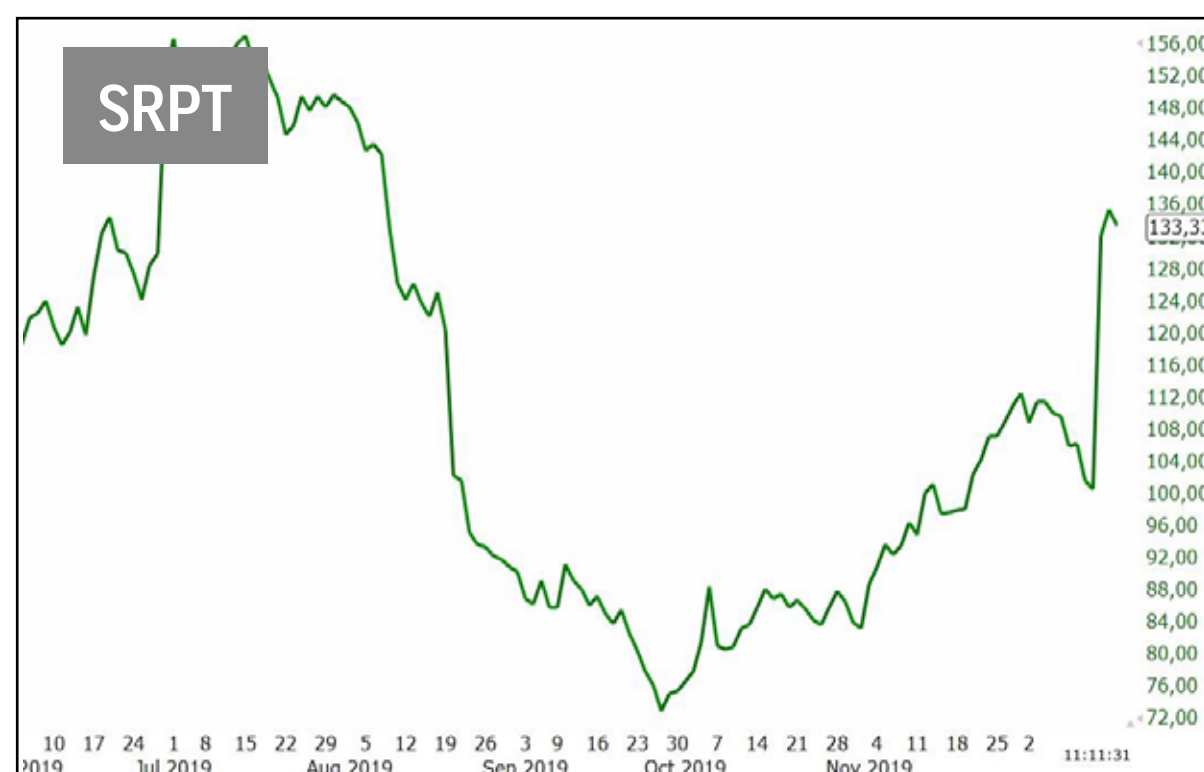
с мутацией единственного гена, и только для 5% из них есть терапия, потенциал роста Sarepta ограничен только экспертизой исследовательского состава.

Сейчас Sarepta поставляет на рынок два препарата против мышечной дистрофии Дюшенна и Беккера, заболевания, поражающего 1 из 3500–5000 новорожденных мальчиков. Расходы на лечение подобного заболевания могут достигать \$300 тыс. в год. Конкуренцию Sarepta составляют только частная Marathon Pharmaceuticals и PTC Therapeutics. Благодаря ограниченной конкуренции и расширенной линейке препаратов, направленных на таргетированную терапию мышечной дистрофии, Sarepta в течение 5 лет сможет занять значительную долю рынка. По нашим прогнозам, выручка компании только от двух препаратов к 2024 году сможет достигнуть \$2,6 млрд. Учитывая исследовательский потенциал и расширенный пайплайн проектов, при успешной реализации стратегии по выпуску одного препарата на рынок каждые 3,5 года, показатели доходности могут значительно превысить определенный в нашем анализе потенциал. На сегодняшний день наш целевой показатель по цене – с потенциалом роста в 41% на горизонте в 1 год.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка



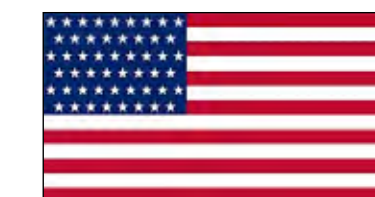
Income Statement, \$ млн	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Выручка	5	155	301	378	584	905	1 455	2 042	2 667
Основные расходы	0	7	34	38	58	91	145	204	267
Валовая прибыль	5	147	267	340	526	815	1 309	1 838	2 400
SG&A	84	123	208	280	375	490	643	902	1 179
EBITDA	-261	-164	-331	-378	-408	-360	-146	212	825
Амортизация	6	8	12	19	30	47	72	110	159
EBIT	-267	-172	-344	-397	-438	-407	-218	102	667
Процентные выплаты (доходы)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	-267	-49	-363	-397	-438	-407	-218	102	667
Налоги	0	2	-1	0	0	0	0	28	180
Чистая прибыль	-267	-51	-362	-397	-438	-407	-218	75	487
Dilluted EPS	-\$5,49	-\$0,86	-\$5,46	-\$5,73	-\$6,07	-\$5,42	-\$2,90	\$0,99	\$6,48
DPS	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$-0,00	\$-0,00

Маржинальность, в %	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
Валовая маржа	98%	95%	89%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Маржа по EBITDA	-4817%	-106%	-110%	-100%	-70%	-40%	-10%	10%	31%
Маржа по чистой прибыли	-4930%	-33%	-120%	-105%	-75%	-45%	-15%	4%	18%

Анализ коэффициентов	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE	Не значимо						
ROA	-24%	-23%	-24%	-20%	-10%	3%	14%
ROCE	-26%	-26%	-28%	-25%	-13%	6%	28%
Выручка/Активы (x)	0,18x	0,22x	0,31x	0,42x	0,62x	0,70x	0,66x
Коэф. покрытия процентов (x)	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
SRPT US Equity	-2,21%	24,67%	35,81%	55,94%	14,40%
S&P 500	0,09%	1,98%	2,37%	6,28%	25,47%
Russell 2000	0,27%	1,39%	3,63%	4,82%	20,05%
DJI	0,15%	1,43%	0,98%	4,31%	19,86%
NASDAQ Composite	0,09%	2,39%	3,29%	7,77%	30,62%

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка

Тикер	<b>QCOM</b>
Цена акций на момент анализа	<b>\$88,43</b>
Текущая цена акций	<b>\$88,43</b>
Целевая цена акций	<b>\$108,94</b>
Текущий потенциал роста	<b>23,19%</b>
Текущая дивидендная доходность	<b>3,00%</b>

## Qualcomm

На фоне значительного прогресса в торговых переговорах между США и Китаем, а также ожидаемого распространения технологий связи 5G в 2020 году, рекомендуем обратить внимание на акции компании Qualcomm, разработчика микропроцессоров и беспроводных решений для связи.

Компания работает в двух основных сегментах: разработка CDMA-систем (около 75% выручки) и лицензирование технологий. На Китай приходится 48% выручки. Компания является одним из лидеров по производству микропроцессоров и чипов для смартфонов. Акции выросли на 55% с начала 2019 года в основном благодаря соглашениям с Apple, которые включают в себя единовременную выплату Qualcomm в размере \$5 млрд (после долгих судебных разбирательств в сфере лицензирования и нарушения патентов), а также долговременный контракт на использование комплектующих Qualcomm в смартфонах Apple. В следующем году от Apple ожидается релиз смартфона с поддержкой сетей связи 5G, что значительно увеличит выручку Qualcomm. Ожидается, что Apple будет приносить дополнительные \$4 млрд выручки к 2022 году. Возросшая цена новых антенн 5G и других комплектующих позволит компании увеличить операционную маржинальность.

5G-трансформация является значительным, но далеко не единственным драйвером роста стоимости. Мы считаем, что инвесторы долго игнорировали потенциал Qualcomm в сферах, отличных от производства комплектующих для смартфонов. Ее конкурентное преимущество – низкая себестоимость и высокая маржинальность (маржа по EBITDA составляет 37%). В частности, в течение ближайших лет Qualcomm составит конкуренцию Intel в сегменте комплектующих для ноутбуков за счет более



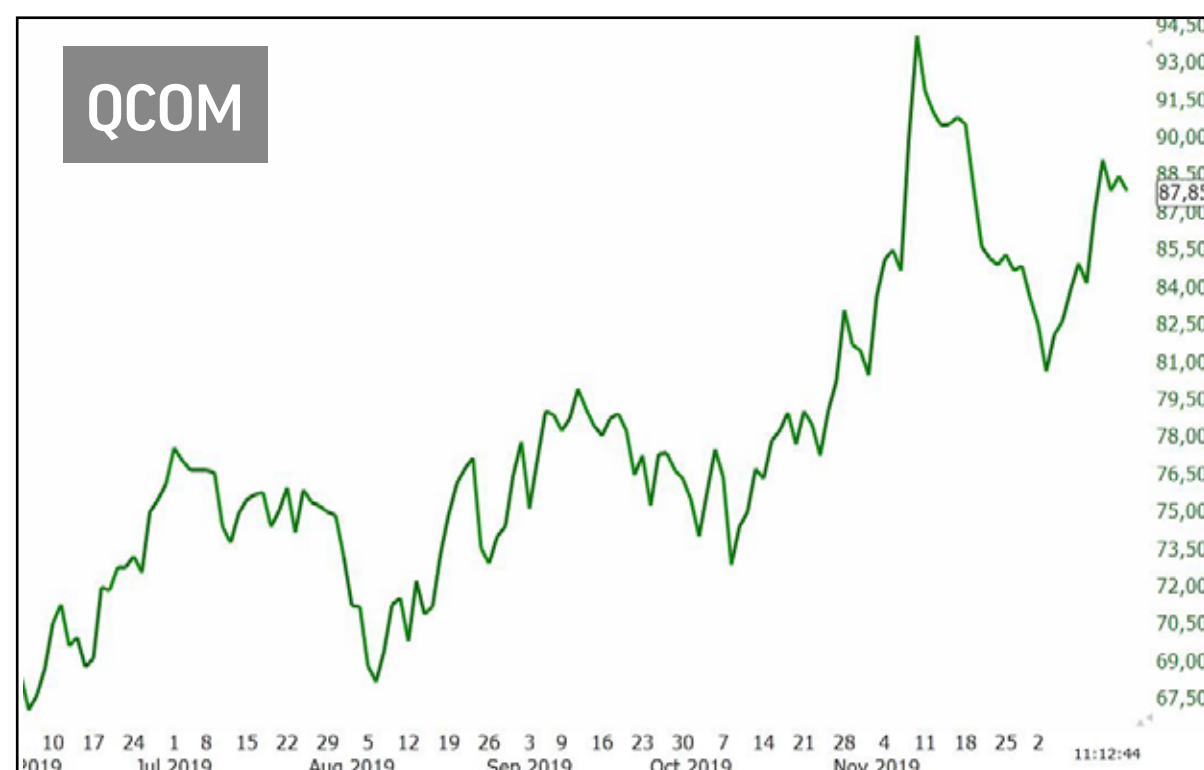
низкой стоимости при аналогичной производительности, а также будет производить чипы для автомобилей, которые становятся все более технологичными и также потребуют соединения с сетями 5G. Повсеместное развитие технологий IoT тоже поспособствует росту продаж.

По нашим оценкам, цена акций сможет достигнуть отметки \$109 в 2020 году, что составляет потенциал роста 23%. Кроме того, в следующем году ожидается выплата дивидендов в размере \$2,14 на акцию, что означает дивидендную доходность около 3%. В модель по оценке мы закладывали операционную маржинальность на уровне 19% в 2020 году с дальнейшим повышением до 27%, стоимость капитала 9,4% и темп роста в постпрогнозном периоде 2%. В целом допущения являются достаточно реалистичными, а перечисленные выше факторы будут способствовать переоценке стоимости компании в положительную сторону.

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционные идеи на 2020 год для американского рынка



Income Statement, \$ млн	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Выручка	22 291	22 611	24 273	21 975	27 190	29 058	31 055	32 956	34 726
Основные расходы	9 792	10 244	8 599	9 229	10 876	12 204	10 869	10 875	10 418
Валовая прибыль	12 499	12 367	15 674	12 745	16 314	16 854	20 186	22 080	24 308
SG&A	2 658	2 986	2 195	2 637	3 263	3 196	3 416	3 625	3 820
EBITDA	4 075	2 182	9 068	8 217	9 701	10 415	13 175	14 578	16 377
Амортизация	1 461	1 561	1 401	2 284	1 816	1 698	1 684	1 725	1 792
EBIT	2 614	621	7 667	5 933	7 885	8 717	11 490	12 853	14 585
Процентные выплаты (доходы)	494	768	627	580	541	502	424	356	289
EBT	3 020	392	7 481	5 354	7 344	8 215	11 066	12 496	14 296
Налоги	555	5 356	3 095	1 017	1 395	1 561	2 988	3 374	3 860
Чистая прибыль	2 466	-4 964	4 386	4 336	5 949	6 654	8 078	9 122	10 436
Diluted EPS	\$1,65	-\$3,39	\$3,59	\$3,56	\$4,84	\$5,38	\$6,48	\$7,26	\$8,25
DPS	\$2,18	\$2,37	\$2,43	\$2,14	\$2,91	\$3,23	\$3,89	\$4,36	\$4,95

Маржинальность, в %	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Валовая маржа	56,1%	54,7%	64,6%	58,0%	60,0%	58,0%	65,0%	67,0%	70,0%
Маржа по EBITDA	18,3%	9,7%	37,4%	37,4%	35,7%	35,8%	42,4%	44,2%	47,2%
Маржа по чистой прибыли	11,1%	-22,0%	18,1%	19,7%	21,9%	22,9%	26,0%	27,7%	30,1%

Анализ коэффициентов	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	153%	69%	63%	50%	47%	41%	38%
ROA	13%	13%	16%	17%	19%	20%	22%
ROCE	34%	24%	30%	30%	37%	37%	38%
Выручка/Активы (x)	0,74x	0,64x	0,71x	0,72x	0,73x	0,71x	0,70x
Коэф. покрытия процентов (x)	12,23x	10,24x	14,58x	17,36x	27,07x	36,05x	50,55x

Акция против Индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
QCOM US Equity	0,68%	4,13%	-2,62%	12,38%	55,14%
S&P 500	0,71%	1,77%	2,27%	6,18%	25,35%
Russell 2000	0,73%	1,25%	3,35%	4,54%	19,72%
DJI	0,36%	1,17%	0,82%	4,15%	19,68%
NASDAQ Composite	0,91%	2,23%	3,20%	7,67%	30,51%

Итоговый  
инвестиционный  
обзор  
за 2019 год  
20 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Москва

+7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, 15, этаж 18, башня «Меркурий», Москва-Сити (м. «Выставочная», «Деловой центр»)  
www.ffin.ru | info@ffin.ru



### Архангельск

+7 (8182) 457-770  
пл. Ленина, 4, 1 этаж  
arhangelsk@ffin.ru

### Барнаул

+7 (3852) 29-99-65  
ул. Молодежная, 26  
barناول@ffin.ru

### Владивосток

+7 (423) 279-97-09  
ул. Фонтанная, 28  
vladivostok@ffin.ru

### Волгоград

+7 (8442) 61-35-05  
пр-т им. В.И. Ленина, 35  
volgograd@ffin.ru

### Воронеж

+7 (473) 205-94-40  
ул. Карла Маркса, 67/1  
voronezh@ffin.ru

### Екатеринбург

+7 (343) 351-08-68  
ул. Сакко и Ванцетти, 61  
yekaterinburg@ffin.ru

### Иркутск

+7 (3952) 79-99-02  
ул. Горького, 36 Б  
офис II-5  
irkutsk@ffin.ru

### Казань

+7 (843) 249-00-51  
ул. Сибгата Хакима, 15  
kazan@ffin.ru

### Калининград

+7 (4012) 92-08-78  
пл. Победы, 10  
БЦ «Кlover», 1 этаж  
kaliningrad@ffin.ru

### Кемерово

+7 (3842) 45-77-75  
пр-т Октябрьский, 2 Б  
БЦ «Маяк Плаза», офис 910  
kemerovo@ffin.ru

### Краснодар

+7 (861) 203-45-58  
ул. Кубанская Набережная, 39/2  
ТОЦ «Адмирал»  
krasnodar@ffin.ru

### Красноярск

+7 (391) 204-65-06  
пр-т Мира, 26  
krasnoyarsk@ffin.ru

### Липецк

+7 (4742) 50-10-00  
ул. Гагарина, 33  
lipetsk@ffin.ru

### Набережные Челны

+7 (8552) 204-777  
пр-т Хасана Туфана, 12  
офис 1915  
n.chelny@ffin.ru

### Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92  
ул. Короленко, 29, офис 414  
nnovgorod@ffin.ru

### Новосибирск

+7 (383) 377-71-05  
ул. Советская, 37 А  
novosibirsk@ffin.ru

### Омск

+7 (3812) 40-44-29  
ул. Гагарина, 14, 1 этаж  
omsk@ffin.ru

### Пермь

+7 (342) 255-46-65  
ул. Екатерининская, 120  
perm@ffin.ru

### Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54  
Буденновский пр-т, 62/2  
БЦ «Гедон»  
rostovnadonu@ffin.ru

### Самара

+7 (846) 229-50-93  
ул. Молодогвардейская, 204  
4 этаж  
samara@ffin.ru

### Санкт-Петербург

+7 (812) 313-43-44  
Басков переулок, 2, стр. 1  
spb@ffin.ru

### Сочи

+7 (862) 300-01-65  
ул. Парковая, 2  
sochi@ffin.ru

### Саратов

+7 (845) 275-44-40  
ул. им. Вавилова Н.И.,  
28/34  
saratov@ffin.ru

### Ставрополь

+7 (8652) 22-20-22  
ул. Ленина, 219,  
(Бизнес-центр)  
3 этаж, офис 277,  
stavropol@ffin.ru

### Тольятти

+7 (848) 265-16-41  
ул. Фрунзе, 8  
ДЦ PLAZA, офис 909  
tolyatti@ffin.ru

### Тюмень

+7 (3452) 56-41-50  
ул. Челюскинцев, 10,  
офис 112  
tyumen@ffin.ru

### Уфа

+7 (347) 211-97-05  
ул. Карла Маркса, 20  
ufa@ffin.ru

### Челябинск

+7 (351) 799-59-90  
ул. Лесопарковая, 5  
chelyabinsk@ffin.ru

### Череповец

+7 (8202) 49-02-86  
ул. Ленина, 54 Г  
cherepovets@ffin.ru

### Ярославль

+7 (4852) 60-88-90  
ул. Свободы 34, 1 этаж,  
центральный вход,  
левая секция  
yaroslavl@ffin.ru

