

# Инвестиционный обзор



**FREEDOM**  
finance



№213  
2 декабря 2020

Фондовый рынок США:

## Начался сезон праздничных покупок

Американские потребители сохраняют высокую активность: онлайн-расходы в День благодарения установили новый рекорд. Это продолжит положительно влиять на динамику индексов

Российский рынок: Возвращение IPO

Рынок Украины: Осеннее ралли поддержала Укрнафта

Рынок Казахстана: KASE продолжает рост на фоне хороших отчетов

Рынок Узбекистана: «Быки» сдали смену «медведям»

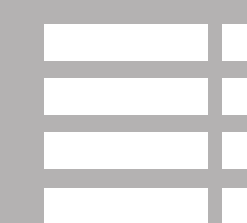
Рынок Германии: На распутье у летних максимумов

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



# Содержание:

Рынок США. Начался сезон праздничных покупок.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Новости ИК «Фридом Финанс».....	5
Самое главное. Мосты к Рождеству.....	6
Российский рынок. Возвращение IPO.....	7-9
Инвестиционная идея. НЛМК: стальной гигант с защитными свойствами.....	10-11
Рынок Украины. Осеннее ралли поддержала Укрнафта.....	12-13
Рынок Казахстана. KASE продолжает рост на фоне хороших отчетов.....	14-15
Среднесрочная идея. Казахтелеком. Всегда на связи с прибылью.....	16
Рынок Узбекистана. «Быки» сдали смену «медведям».....	17-18
Среднесрочная идея. УзПромСтройБанк. Инвестиция впрок.....	19
Рынок Германии. На распутье у летних максимумов.....	20-21
Среднесрочная идея. Bechtle AG. Только вверх.....	22
Наиболее важные новости компаний.....	23-24
Текущие рекомендации по акциям.....	25
Инвестиционная идея. IBM: ставка на облачные технологии.....	26-27
Активная стратегия. Обзор доверительного управления на 1 декабря.....	28
Дивидендная стратегия.....	29
Обзор венчурных инвестиций.....	30
Кто идет на IPO. IPO Roblox Corporation. Своя игра.....	31
Контакты.....	32



# Фондовый рынок США

## Начался сезон праздничных покупок

Американские потребители сохраняют высокую активность: онлайн-расходы в День благодарения установили новый рекорд. Это продолжит положительно влиять на динамику индексов.

По состоянию на 02.12.2020

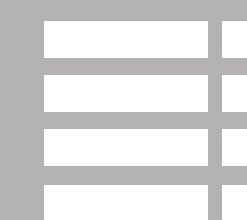


### Новости одной строкой:

- 24.11.2020** В США начался процесс передачи власти Байдену и его команде
- 25.11.2020** Протоколы ФРС: поддержка регулятора эффективна и будет продолжена
- 27.11.2020** Покупатели потратили рекордные \$5 млрд на онлайн-шопинг в День благодарения
- 02.12.2020** В США сохраняется высокая заболеваемость COVID-19, первые поставки вакцины ожидаются в середине декабря

По состоянию на 01.12.2020

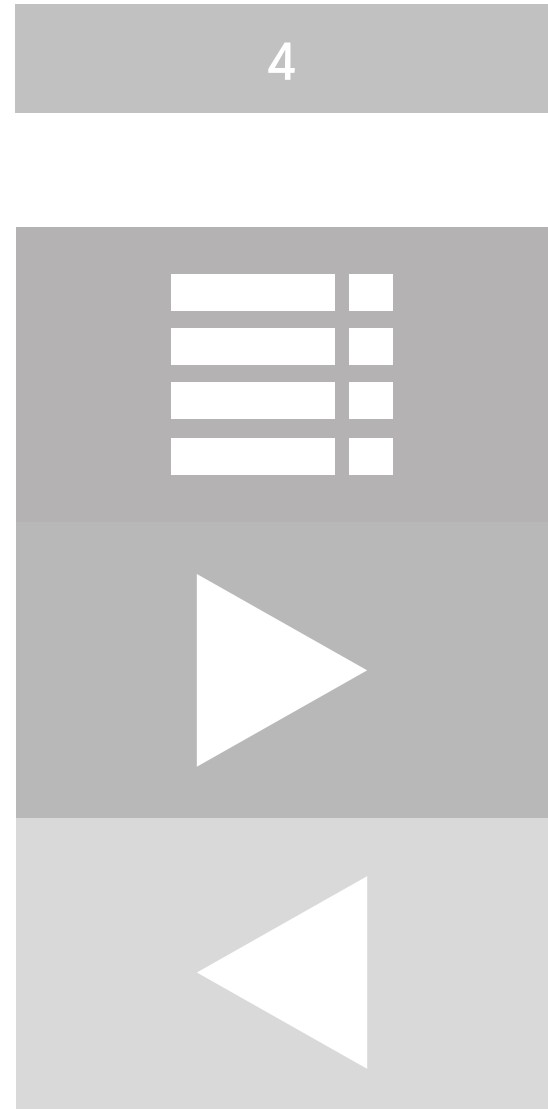
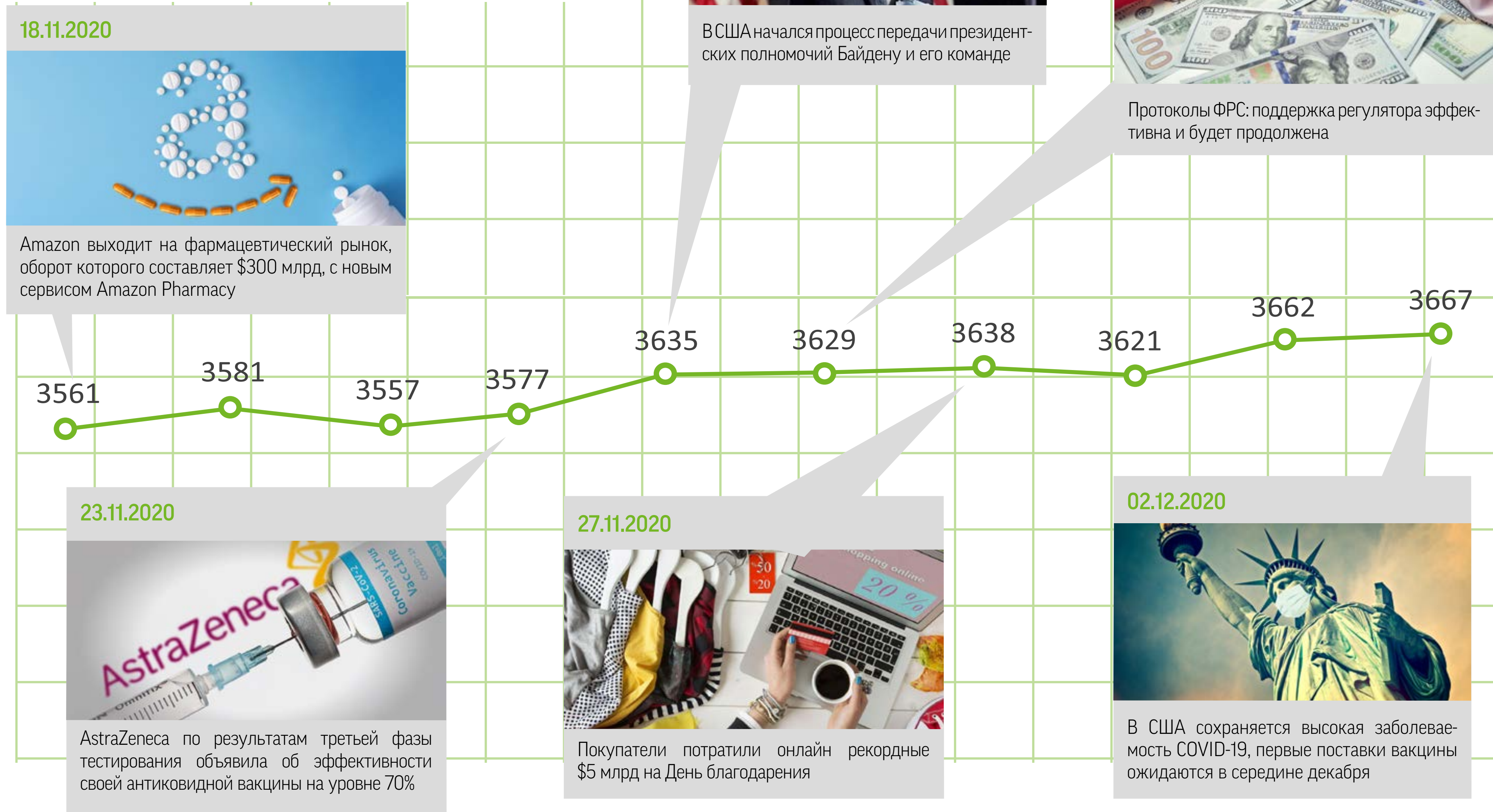
Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	2,39%	12,09%
QQQ	Индекс NASDAQ100	4,50%	12,65%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,86%	12,59%
UUP	Доллар	-1,48%	-3,04%
FXE	Евро	2,00%	3,60%
XLF	Финансовый сектор	2,24%	18,65%
XLE	Энергетический сектор	-3,68%	28,59%
XLI	Промышленный сектор	-0,34%	15,74%
XLK	Технологический сектор	4,15%	12,81%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-0,42%	1,44%
XLV	Сектор здравоохранения	1,97%	8,85%
SLV	Серебро	1,69%	1,41%
GLD	Золото	-1,19%	-3,42%
UNG	Газ	2,15%	-18,13%
USO	Нефть	3,73%	21,27%
VXX	Индекс страха	-5,50%	-34,60%
EWJ	Япония	1,44%	12,83%
EWU	Великобритания	1,61%	19,52%
EWG	Германия	3,45%	18,61%
EWQ	Франция	3,22%	25,12%
EWI	Италия	3,42%	27,44%
GREK	Греция	11,95%	37,73%
EEM	Страны БРИКС	1,02%	11,14%
EWZ	Бразилия	7,85%	29,90%
RSX	Россия	2,36%	20,38%
INDA	Индия	2,76%	12,00%
FXI	Китай	0,49%	7,66%





# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (18.11– 02.12.2020)







## Тимур Турлов рассказал о буме IPO в США и успехах IT-компаний

13 ноября 2020 года в прямом эфире в Instagram и на YouTube-канале состоялось выступление генерального директора и главного инвестиционного стратега ИК «Фридом Финанс» Тимура Турлова. В ходе своего выступления глава Freedom Holding Corp. ответил на вопросы инвесторов о буме IPO на биржах США, ожиданиях от американского рынка после победы Джо Байдена на выборах президента, а также об успехах ЗПИФ «Фонд первичных размещений» и БПИФ «Лидеры технологий». Тимур Турлов также представил обзор рыночной ситуации в текущем году, который, несмотря на высокую турбулентность в его начале, станет для инвесторов одним из самых успешных. Оптимизм на рынке обусловлен успешными испытаниями вакцины Pfizer и BioNTech, фундаментальным ростом IT-компаний, наметившейся определенностью по поводу итогов выборов президента США и появлением миллионов новых инвесторов по всему миру.

С начала года в США было проведено 209 первичных размещений компаний против 192 за весь 2019-й. В этой связи финансовый эксперт объяснил, как с помо-

щью ЗПИФ «Фонд первичных размещений» инвесторы, торгующие на российском рынке, могут заработать на акциях, дебютирующих в США эмитентов.

«Фонд покупает только рыночные фининструменты. Это самый торгуемый инструмент на Московской, Казахстанской и Санкт-Петербургской биржах. Оборот его паев уже заметно превысил \$150 млн», – рассказал Турлов.

БПИФ «Лидеры технологий» за время своего обращения на бирже подорожал на 88,56% и на 30 октября, по данным Investfunds, был самым доходным из всех фондов на рынке РФ.

## S&P улучшило прогноз по рейтингам ИК «Фридом Финанс»

Международное рейтинговое агентство S&P Global Ratings подтвердило рейтинги российского и казахстанского подразделений Freedom Holding Corp. на уровне В-/В и пересмотрело прогноз по рейтингам обеих компаний со стабильного на позитивный.

Аналитики S&P Global Ratings указывают на то, что увеличение розничных денежных потоков в России и Казахстане поддерживает показатели прибыльности Freedom Holding Corp. и ее дочерних компаний ООО ИК «Фридом Финанс» и АО «Фридом Финанс» на протяжении всего 2020 года.

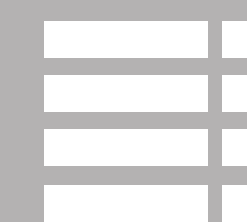
В аналитической записке агентства допускается, что при сохранении устойчивой способности компании генерировать прибыль благодаря расширению базы розничных клиентов S&P Global Ratings может предпринять позитивное рейтинговое действие в отношении Freedom Holding Corp. Кроме того, рейтинг может быть повышен, если показатели капитализации улучшатся до уровня, при котором коэффициент P/E будет устой-

чиво превышать 10%. Повышение рейтинга будет зависеть от успешного завершения сделок по приобретению активов и от значительного прогресса в рамках включения существующей базы клиентов в периметр Freedom Holding Corp.

«Улучшение прогноза S&P Global Ratings по рейтингам Freedom Holding Corp. мы оцениваем как значимое событие, которое отражает позитивное развитие нашего бизнеса. В этот непростой и интересный для мира и фондовых рынков год Freedom Holding Corp. продолжает улучшать результаты по всем направлениям и наращивать клиентскую базу. Во втором квартале 2021 фискального года выручка выросла на 111% год к году и достигла \$69,7 млн, а комиссионные доходы увеличились на 106%, до \$54,3 млн. По всему холдингу число клиентов превысило 195 тысяч. Эти результаты отражаются и в котировках наших акций, которые торгуются на Nasdaq уже больше года и за это время выросли более чем два раза. Мы также видим усиление интереса к нашей компании со стороны западных институциональных инвесторов, которые наращивают позиции в бумагах FRHC», – прокомментировал событие глава Freedom Holding Corp. Тимур Турлов.



Инвестиционный  
обзор №213  
2 декабря 2020  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Самое главное

## Мосты к Рождеству

Американский фондовый рынок – одно из наиболее позитивных явлений в этом году. Если жизнь большинства людей еще далека от той, которая была до пандемии, то индексы США уже давно переписали эту главу, установив новые абсолютные максимумы. И сейчас, в начале декабря, у рынка хорошие шансы продолжить рост, а у нас – поучаствовать в рождественском ралли.

Сильнейшим драйвером роста для фондовых площадок стали появившиеся эффективные вакцины, а также перспективы их одобрения и поставок. Вакцины сейчас воспринимаются как билеты на возвращение чувства нормальной жизни и ассоциируются с высвобождением огромного отложенного спроса и желанием делать то, что было так легко делать до пандемии. В настоящий момент не оценивается, как быстро можно будет вакцинировать большое число людей, но воодушевляет сам факт того, что вакцины есть. Препараты против COVID-19 разработаны несколькими независимыми компаниями, которые способны произвести большой объем вакцины, и это действительно обнадеживает.

Немаловажно для инвесторов и то, что думают о будущем ведущие инвестдома. JPMorgan видит потенциал роста S&P500 до 4500 пунктов к концу 2021 года, а Goldman Sachs прогнозирует для индекса уровень 4300 пунктов. В BMO Capital Markets считают, что в пределах досягаемости отметка 4200 пунктов. Эти ожидания находятся примерно в 13-20% роста от

**Тимур Турлов,**  
глава инвестиционного  
комитета ИК «Фридом Финанс»



текущих уровней, что способно поддерживать покупательский настрой инвесторов.

Сезон праздничных трат также выступает драйвером роста. Начало положено: расходы увеличились по сравнению с прошлогодними показателями, а это значит, что и дальше, в декабре, люди продолжат покупать. То есть у компаний есть возможность успешно отчитаться в январе-феврале за прошедший квартал.

Ну, и не просто так новые максимумы были зафиксированы, в том числе 24 ноября, когда начался процесс передачи власти избранному президенту Джоозефу Байдену. Фактор неопределенности относительно возможных действий Дональда Трампа почти сошел на нет, а это важно для спокойствия инвесторов. Приближение момента, когда политическая жизнь страны пойдет по более предсказуемому руслу, внушает уверенность.

Таким образом, до конца декабря рынком будут двигать преимущественно позитивные события – начало вакцинации, голосование выборщиков за Байдена и, собственно, Рождество. Да, всему этому предстоит происходить на фоне продолжающейся пандемии. Но у американцев есть основания предполагать, что после начавшегося спада заболеваемости в Европе очередь дойдет и до США.

### Важные новости

24 ноября, спустя три недели после дня голосования, избранный президент Джо Байден и его команда наконец-то получили доступ к правительственным учреждениям. Это произошло после того, как Управление общих служб (GSA) признало его очевидным победителем на выборах в результате признания лидерства Байдена в Мичигане. Трамп распорядился начать выполнение протокола передачи власти, однако в Твиттере заявил, что по-прежнему уверен в собственной победе и намерен продолжать отстаивать эту позицию в судах. Сессию 24 ноября индекс S&P500 завершил на новом абсолютном максимуме. 27 ноября Трамп заявил, что откажется от власти, если Коллегия выборщиков подтвердит победу Джо Байдена на выборах. Выборщики должны проголосовать 14 декабря, в Сенат результаты поступят до 23 декабря.

По данным Adobe Analytics, опубликованным 27 ноября, потребительские онлайн-расходы на День благодарения в США выросли на 21,5% в годовом исчислении, до \$5,1 млрд что стало новым рекордом. В прошлом году онлайн-продажи составили \$4,2 млрд. Во время пандемии все больше потребителей избегают посещения торговых центров и покупают подарки, не выходя из дома. Есть изменения в самом сезоне распродаж. Крупнейшие розничные торговцы, в том числе Walmart и Target, растянули по времени распродажи, начав их еще в середине октября, чтобы у покупателей меньше поводов спешить в магазин в Черную пятницу. Несмотря на сокращение доходов, американские потребители сохраняют высокую активность, что поддерживает растущий тренд индексов.

25 ноября ФРС США опубликовала протоколы своего ноябрьского заседания, на котором было принято решение сохранить процентные ставки около нулевых значений. Руководство регулятора было едино во мнении, что покупка активов обеспечивала поддержку экономике и служила страховкой от рисков, которые могли возникнуть из-за неопределенности, созданной пандемией коронавируса. Большинство участников заседания выступили за то, чтобы Комитет по открытым рынкам делился бы планами действий, которые увязывают темпы и структуру покупок активов с определенными экономическими результатами. На пресс-конференции председатель Федрезерва Джером Пауэлл пообещал, что комитет будет использовать свои инструменты для поддержки экономики. Другие представители ФРС высказали предположение, что до конца года не будет принято нового пакета фискальной поддержки. Однако они считают, что домохозяйства в совокупности накопили достаточно денег, чтобы поддержать потребление до конца года.

На 1 декабря коронавирусом в мире заразилось около 64 млн умерло около 1,5 млн более 41 млн вылечились. В США заболеваемость держится на максимальных уровнях, около 170 тыс. в сутки. Калифорния ввела для подавляющего большинства жителей комендантский час с 22:00. В Европе вторая волна эпидемии пошла на спад. Pfizer и BioNTech подали запросы о регистрации вакцины в США и ЕС. Ожидается, что этот процесс не займет много времени и уже в середине декабря начнутся первые поставки препарата в США. Великобритания 2 декабря первой из всех стран одобрила использование данной вакцины.



### Ожидаем

- Достижения индексом S&P 500 уровня 3700 пунктов

# Российский рынок Возвращение IPO

## OZON привлек почти \$1 млрд в ходе успешного размещения

Подъем на фондовом рынке замедлился, но оптимизм у инвесторов сохраняется. Новости о появлении антиковидных вакцин действуют на рынок сильнее, чем статистика заболеваемости COVID-19, которая растет с пугающей быстротой. Тем не менее у инвесторов разгорается аппетит к риску. Агентство Bloomberg пишет о наступлении «стадии Златовласки» (Goldilocks) на развивающихся рынках.

Низкие ставки на фоне относительно комфортных цен на сырье позволяют экономике расти без шоков, в то же время инфляция остается низкой, в России она достигла 4%. По мнению главы отечественного ЦБ, пространство для снижения ключевой ставки сохраняется. Однако речь не идет о скором смягчении денежно-кредитной политики, поэтому в декабре ключевая ставка, скорее всего, будет оставлена без изменений.

Фонды, ориентированные на Россию, демонстрируют приток

\$200-300 млн в неделю. Рубль в этом году стал аутсайдером среди валют стран ЕМ. Однако доллар всего за полгода потерял 11% к евро. Это может вызвать тревогу на американском рынке и усилить переток на другие площадки, в том числе, российские.

Из-за обесценения доллара улучшаются прогнозы для рубля. Поддержку ему оказывает и нефть, которая торгуется вблизи \$50 за баррель. Государство вскоре может прекратить тратить резервы и вновь начать их копить, а это позитивный сигнал. На рынке в будущем году может появиться несколько новых акций. На днях IPO провел OZON, которому удалось привлечь около \$1 млрд. Его акции подскочили на 40% от цены размещения. Этот успех побуждает известные компании не тянуть с публичным размещением. Так, Ivi.ru может провести его уже в январе.

### Ожидаем

Мы ожидаем, что динамика на отечественном фондовом и валютном рынках будет увязана с трендами на мировых сырьевых и фондовых площадках. Сильная коррекция маловероятна. Развивающиеся рынки будут торговаться лучше американского на фоне большого притока средств. Главные новости – распространение коронавируса и борьба с ним, курс новой администрации США, политика ведущих финансовых регуляторов на первый квартал 2021-го. Ориентир по индексу Московской биржи: диапазон 3100-3300 п. Ожидания по паре USD/RUB: диапазон 75-77.

### Наша стратегия

Рекомендуем удерживать позиции в индексных бумагах и компаниях ИТ-сегмента. До конца года лидерами роста могут стать акции Яндекса, Mail.ru, NN.ru, Сбербанк, ВТБ, ТКС, Системы, Аэрофлота. Положительную динамику способны продемонстрировать акции Газпрома и Сургутнефтегаза. Аутсайдерами, вероятно, окажутся бумаги МТС и представителей черной металлургии.

Георгий Ващенко,  
заместитель  
директора департамента  
торговых операций  
ИК «Фридом Финанс»



### Ключевые индикаторы по рынку

Акция	Значение на 16.11.2020	Значение на 30.11.2020	Изменение, %
MOEX	3 079	3 107	0,91%
PTC	1 268	1 281	1,03%
Золото	1 888	1 781	-5,67%
Brent	44,37	47,51	7,08%
EUR/RUR	93,80	91,36	-2,60%
USD/RUR	80,70	76,49	-5,21%
EUR/USD	1,1624	1,1949	2,80%

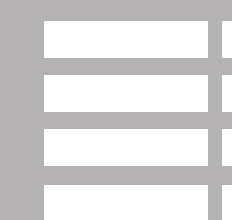
### Индекс Мосбиржи



окт. 18 фев. 19 июнь 19 сен. 19 дек. 20 апр. 20 июн. 20 ноя. 20

Фондовые индексы демонстрировали слабый рост. Индекс Московской биржи достиг максимума с конца января, вернувшись тем самым на докризисный уровень. Пара USD/RUB торговалась в диапазоне 75-77, а EUR/RUB держится выше психологической отметки 90.

Инвестиционный  
обзор №213  
2 декабря 2020  
[www.fff.ru](http://www.fff.ru)





# Российский рынок

## Новости по российским акциям в США



**Русгидро** представило результаты за третий квартал по МСФО. Выручка компании увеличилась на 6,5%, до 93 176 млн руб. EBITDA повысилась на 16,5% г/г и составила 22 896 млн руб. Прибыль увеличилась до 13 646 млн руб. с 5 772 млн руб. за июль-сентябрь прошлого года. Долговая нагрузка находится на уровне 0,95x EBITDA. Улучшение показателей обусловлено увеличением выработки и продаж.



**ФСК** отчиталось за девять месяцев текущего года по международным стандартам. Выручка увеличилась на 1,6%, до 176,2 млрд руб., EBITDA сократилась на 3,6%, до 104 млрд руб. Чистая прибыль осталась на уровне прошлого года 58,5 млрд руб. Основная часть выручки компании определяется регулируемыми тарифами.



**Россети** выпустили отчетность по МСФО за три квартала 2020-го. Консолидированная выручка холдинга выросла на 2%, до 719,3 млрд руб., скорректированная EBITDA опустилась на 3,5%, до млрд руб. Чистая прибыль сократилась на 8,4%, до 421 млрд руб. Чистый долг практически не изменился и держится на уровне 421 млрд руб.



**МТС** опубликовала отчет по международным стандартам за июль-сентябрь. Выручка компании выросла на 4,9% г/г и составила 129 млрд руб. Одним из ее позитивных драйверов стали продажи товаров. OIBDA достигла 58,5 млрд руб., рентабельность – 45%. Прибыль оператора связи осталась вблизи прошлогодних значений и составила 18,8 млрд руб. Долговая нагрузка равнялась 1,4x OIBDA.



Акция	Значение на 16.11.2020	Значение на 30.11.2020	Изменение, %
-------	------------------------	------------------------	--------------

Фонды			
FINEX CHINA UCITS ETF	4085	4130	-1,09%
FINEX GERMANY UCITS ETF	2747	2684	2,35%
FinEx Gold ETF USD	917	982,6	-6,68%
FinEx USA IT UCITS ETF	9331	9373	-0,45%
FinEx FFIN KZT UCITS ETF	233,6	228,1	2,41%
FinEx CASH EQUIVALENTS ETF	1645,8	1644,8	0,06%
FinEx Rus Eurobonds ETF (RUB)	1807	1796	0,61%
FinEx RTS UCITS ETF USD	3267,5	3238,5	0,90%
FinEx Rus Eurobonds ETF	971	970,3	0,07%
FinEx RUB GLOBAL EQUITY UC ETF	1,1	1,0942	0,53%
FinEx USD CASH EQUIVALENTS ETF	777,7	778,9	-0,15%
FinEx USA UCITS ETF	5040	5052	-0,24%
БПИФ Фридом-Лидеры технологий	1892,9	1874,1	1,00%
ITI FUNDS RUSSIA-FOCUSED USD	2216	2228	-0,54%
ITI FUNDS RTS EQUITY ETF	2010	1997	0,65%
БПИФ Сбер Индекс Еврооблигаций	1319,4	1319,8	-0,03%
БПИФ Сбербанк Индекс Мосбиржи	1510,5	1497	0,90%
Сбер Рублевые Корп Облигации	1116,6	1113,2	0,31%
БПИФ Сбербанк - Эс энд Пи 500	1458	1470	-0,82%
БПИФ ТИНЬКОФФ ВЕЧНЫЙ ПОРТФ РУБ	5,794	5,876	-1,40%
БПИФ ТИНЬКОФФ ВЕЧНЫЙ ПОРТФ США	0,1055	0,1065	-0,94%
БПИФ ТИНЬКОФФ ВЕЧНЫЙ ПОРТФ ЕВР	0,1029	0,1042	-1,25%
БПИФ ВТБ Акции компаний США	952,6	958,6	-0,63%
БПИФ ВТБ Корпоративные облигации	1206,7	1205,8	0,07%
БПИФ ВТБ Акции разв-ся рынков	900,2	895,2	0,56%
БПИФ ВТБ Корп облигации США	810,9	807,6	0,41%
БПИФ ВТБ Ликвидность	1,038	1,0366	0,14%
БПИФ ВТБ Корп рос еврооблигаций	4150	4143	0,17%
БПИФ ВТБ-Индекс Мосбиржи	117,7	116,25	1,25%

Инвестиционный  
обзор №213  
2 декабря 2020  
[www.ffmpeg.ru](http://www.ffmpeg.ru)





# Российский рынок

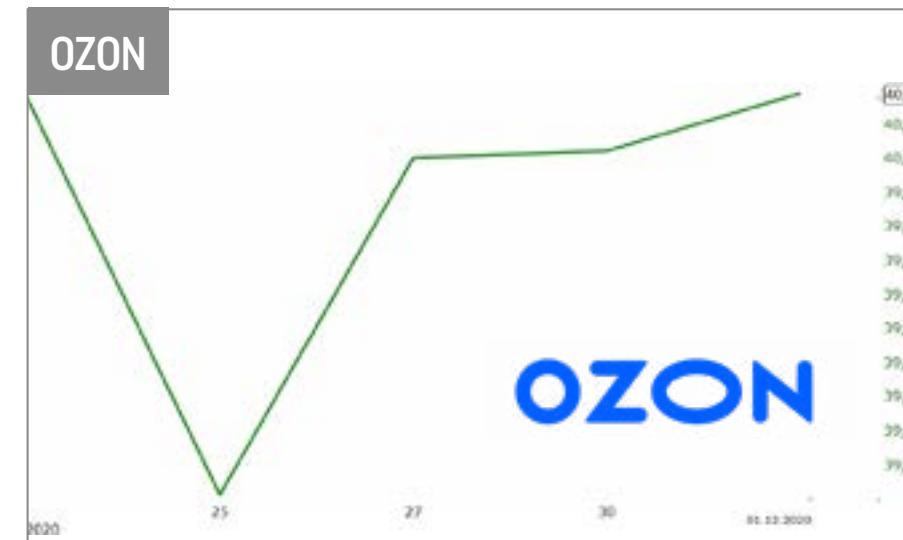
## Новости по российским акциям в США

24 ноября в первый день торгов после IPO акции **Ozon Holdings Plc (NASDAQ: OZON)** взлетели более чем на 40%. В ходе размещения компании удалось привлечь почти \$1 млрд.

Торги для компании открылись при цене \$42,3 за американскую депозитарную расписку при цене на IPO \$30.

Объем торгов акциями OZON на NASDAQ и Московской бирже был высоким, что во многом объясняется сильным спросом. Переподписка, по некоторым данным, оказалась многократной.

IPO OZON оказалось самым успешным после размещения Яндекса.



25 ноября **Яндекс (NASDAQ: YNDX)** провел онлайн-конференцию Yet another Conference 2020. Компания презентовала Станцию Макс – новую умную колонку с голосовым помощником Алиса и LED-экраном и рассказала о проведенных усовершенствованиях взаимодействия между сервисами.

У Станции Макс пять динамиков общей мощностью 65 ватт и Dolby Audio. LED-экран на передней панели поддерживает видео в 4K HDR. Пульт со встроенным микрофоном позволяет отдавать команды. С помощью колонки, Станции Макс и Станции Мини можно управлять умным домом. Новое устройство поступило в розничную продажу 1 декабря. Его цена составит 16 990 руб.

Новый сервис, представленный на конференции, создан для малого бизнеса. Яндекс.Бизнес – это платформа, через которую можно выстраивать рекламные акции во всех сервисах Яндекса. Предприниматели смогут выбирать ежемесячную сумму, которую хотят тратить на рекламу и площадки размещения. Размещение объявлений и таргетинг возьмут на себя алгоритмы.

Компания провела усовершенствование взаимодействия таких своих сервисов, как Яндекс.Заправки, Яндекс Go и Яндекс.Лавка.

На АЗС через инструменты Яндекса теперь можно заказать еду с доставкой в машину. А заказы из интернет-магазинов можно отправлять в ближайшую Лавку, откуда ее на следующий день доставит курьер. Пока услуга доступна в Яндекс Go для Яндекс.Маркета.

27 ноября финансовый директор Яндекса, Грег Абовский, заявил, что компания больше не планирует публичное размещение акций Яндекс.Такси, так как в текущих условиях приоритетом стало развитие экосистемы сервисов.

С 25 ноября акции компании выросли на 7%, с начала года котировки прибавляют более 60%.



Акция	Значение на 16.11.2020	Значение на 30.11.2020	Изменение, %
-------	------------------------	------------------------	--------------

Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1131,2	1119,6	-1,03%
НЛМК	201,7	192,38	-4,62%
ММК	42,94	42	-2,19%
ГМК Норникель	20694	21456	3,68%
Распадская	155,18	146,22	-5,77%
АЛРОСА	86,11	87,95	2,14%
Полюс	15960	14522,5	-9,01%
Мечел - ао	61,25	58,6	-4,33%
Мечел - ап	71,1	70,15	-1,34%
Русал	33,58	37,65	12,12%
Polymetal	1726,2	1595,4	-7,58%
Финансовый сектор			
Сбербанк-ао	248	249,65	0,67%
Сбербанк-ап	224,43	229,35	2,19%
ВТБ	0,0373	0,0374	0,27%
АФК Система	31,784	30,757	-3,23%
Мосбиржа	135,74	152,92	12,66%
Сафмар	468,2	467,4	-0,17%
TCS-гдр	2298,2	2350	2,25%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	185,3	182,43	-1,55%
НОВАТЭК	1254,2	1202	-4,16%
Роснефть	429,55	447,55	4,19%
Сургут-ао	37,595	35,27	-6,18%
Сургут-ап	39,15	39,685	1,37%
ЛУКОЙЛ	4926	5031	2,13%
Башнефть - ао	1715,5	1695	-1,19%
Башнефть - ап	1266	1231	-2,76%
Газпром нефть	314,7	315,8	0,35%
Татнефть - ао	512,7	490	-4,43%
Татнефть - ап	485,3	469,9	-3,17%

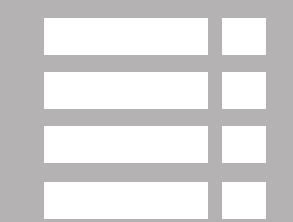
Котировки по данным ПАО Московская биржа

Акция	Значение на 16.11.2020	Значение на 30.11.2020	Изменение, %
-------	------------------------	------------------------	--------------

Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	5,21	5,136	-1,42%
Русгидро	0,7624	0,783	2,70%
ОГК-2	0,729	0,7326	0,49%
Юнипро	2,736	2,776	1,46%
ТГК-1	0,011158	0,01076	-3,57%
Энел	0,9055	0,9	-0,61%
Мосэнерго	2,0805	2,0375	-2,07%
ФСК ЕЭС	0,1984	0,20088	1,25%
Россети - ао	1,69	1,6851	-0,29%
Потребительский сектор			
Магнит	4972	4947	-0,50%
Х 5	2786,5	2720,5	-2,37%
Лента	221,7	219	-1,22%
Детский мир	120	140,2	16,83%
М.Видео	730,9	722,8	-1,11%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	321,3	321	-0,09%
Ростелеком - ао	95,3	96,25	1,00%
Ростелеком - ап	86,4	86	-0,46%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	68,9	72,18	4,76%
НМТП	8,425	8,23	-2,31%
ДВМП	10,33	11,61	12,39%
GLTR-гдр	463	443,95	-4,11%
Совкомфлот	97,7	96,29	-1,44%

## Динамика котировок акций

Внутриотраслевая динамика была смешанной. Однако это не помешало рынку в целом демонстрировать восходящее движение. Лидерами роста стали акции Детского мира и ДВМП, а лидерами снижения оказались бумаги Полюса. Коррекция преобладала в акциях нефтегазового сектора и металлургии.





# Инвестиционная идея

## НЛМК:

### стальной гигант с защитными свойствами

На основе данных средне- и долгосрочных прогнозов и расчетов оцениваем справедливую стоимость акции НЛМК до конца 2021 года на уровне 238,34 руб.

Название: ПАО «НЛМК»  
Тикер: NLMK  
Текущая цена акций: 192,70 руб.  
Целевая цена акций: 238,34 руб.  
Потенциал роста: 23,68%  
Стоп-аут: 184,99 руб.

Производство стали на предприятиях НЛМК за девять месяцев текущего года выросло на 3% г/г, до 3,9 млн тонн, на фоне увеличения выплавки на отечественных площадках компании. Продажи увеличились на 11% г/г, до 4,4 млн тонн, в основном за счет роста объемов реализации чугуна в США, Китае и Турции. С точки зрения финансовой статистики повышение объема продаж было во многом нивелировано падением мировых цен на сталь на 7-12% в первом полугодии.

Чистая прибыль НЛМК за третий квартал с учетом сезонных факторов и восстановления спроса соответствовала нашим прогнозам на 2020 год, предполагавшим показатель на уровне 73,6 млрд руб. Влияние ожидаемого и уже реализованного в ряде стран эффекта стимулирующих экономику мер на фоне активного восстановления цен на сталь и ослабления рубля в текущем году позволяет прогнозировать выручку НЛМК за будущий год в объеме 821,5 млрд (+20% к максимальному результату 2019 года) при чистой прибыли на уровне 83 млрд руб. Этот уровень учитывает 30%-й дисконт, обусловленный рисками повышения НДС для отрасли, а

также, как правило, запаздывающей реакцией ряда ключевых финансовых показателей на улучшение экономической конъюнктуры.

Дивиденд за 2020-й и 2021 годы мы ожидаем в размере 17 и 22 руб. на акцию. При этом НЛМК заметно переоценен к аналогам по финансовым мультипликаторам.

С учетом произошедших в последние годы изменений на рынке и оценки показателей, отражающих динамику товарной и денежной массы, ожидаем ускорения роста цен на металлургическую продукцию в среднесрочном горизонте. В то же время, на наш взгляд, стальной сегмент в последние годы с определенным опережением отразил в своей динамике позитивную переоценку стоимости активов товарного сегмента, реализуемую под влиянием мер монетарного стимулирования и в рамках долгосрочных трендов динамики баланса спроса/предложения на ключевых товарных рынках. Это фактор, возможно, будет сдерживать повышение цен в металлургической индустрии в 2022-2026 годах.

В долгосрочных моделях на 2021-2025 годы

Александр Осин,  
аналитик управления операций  
на российском фондовом рынке  
ИК «Фридом Финанс»

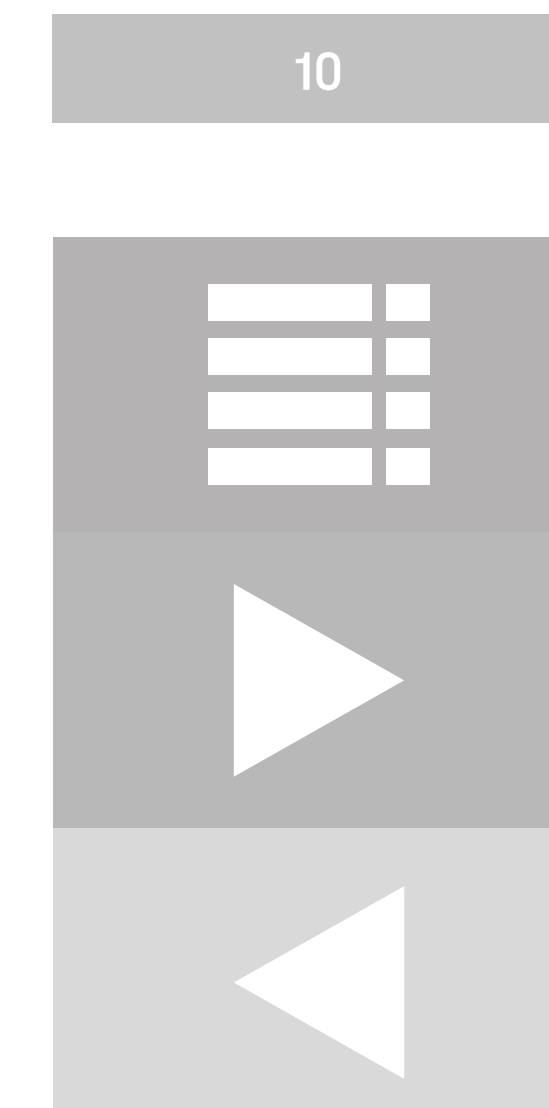


	Current	Market's Median
EV/Revenue	1,66	0,90
EV/EBITDA	6,82	5,57
P/E	15,13	10,45
P/Revenue	1,45	0,87
P/CF	5,48	4,13
P/FCF	10,96	8,60

	2Q2020	2021
Долг к активам	0,4	0,5
Долг к акционерному капиталу	0,9	1,3
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,5	0,5
Текущая ликвидность	1,6	1,3
Быстрая ликвидность	0,90	0,80
Коэффициент Альтмана	5,0	5,3

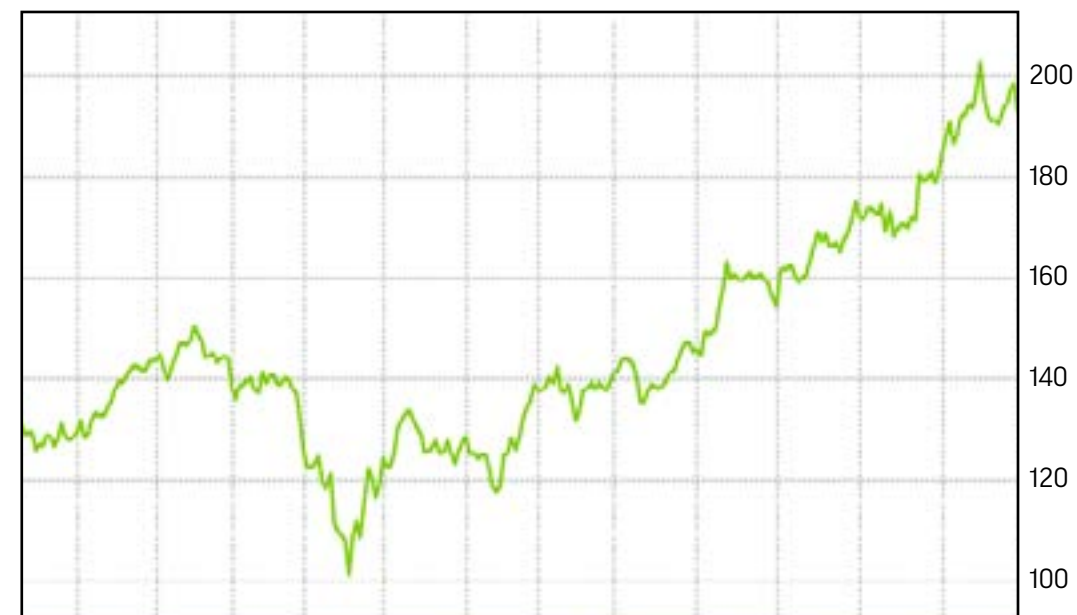
Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
NLMK:RX	-2,78%	1,32%	4,19%	24,84%	49,02%
IMOEX	-1,23%	1,87%	15,36%	4,65%	5,74%
RTS	-1,55%	2,02%	20,22%	1,88%	-10,86%
Russell 2000	-1,15%	2,74%	19,19%	17,44%	12,91%
S&P 500	-0,55%	1,75%	10,77%	3,41%	15,24%
NASDAQ Composite	-0,55%	2,40%	6,81%	3,09%	40,09%

Инвестиционный  
обзор №213  
2 декабря 2020  
[www.fff.ru](http://www.fff.ru)





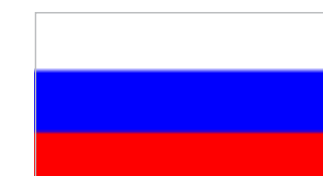
# Инвестиционная идея



ноя.19 дек.19 янв. 20 фев.20 мар.20 апр.20 май 20 июнь 20 июль 20 авг.20 сент.20 окт.20 ноя.20

Финансовые показатели	31.12.2018	31.12.2019	2020	2021
Выручка, млн руб.	756 468,11	682 825,70	690 385,42	821 558,65
ЕБИТДА, млн руб.	225 383,04	165 886,40	165 692,50	213 605,25
Чистый доход, млн руб.	141 195,65	88 390,79	72 833,39	83 684,21
Доход на акцию	23,56	14,75	12,15	13,96
Операционная маржинальность	30%	24%	24%	26%
Чистая маржа	19%	13%	11%	10%

Инвестиционный  
обзор №213  
2 декабря 2020  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



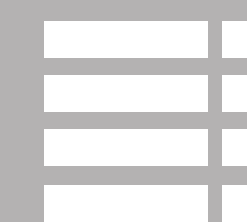
мы закладываем средний уровень прироста выручки компании в 15% г/г против 32% за период 2002-2008-го и 9% в 2013 -2020 годах. Оценочный показатель FCF к выручке в рамках этих расчетов составляет 14% против средних за 2002-2008-й и 2013-2020 годы на уровне 21% и 15%. Прогнозируем сохранение среднего

темпа роста продаж в 2021-2025 годах в границах 2013-2019 годов, когда он составлял 2%. При этом вышеупомянутые изменения на рынке дают основание считать данные прогнозы консервативными.

На основе данных средне- и долгосрочных про-

гнозов и расчетов оцениваем справедливую стоимость акции НЛМК до конца 2021 года на уровне 238,34 руб.

За счет традиционно высоких дивидендных выплат и стабильных операционных показателей бумаги компании в периоды шоков, как





# Рынок Украины

## Осеннее ралли поддержала Укрнафта

Ратификация законодательных поправок стала драйвером роста для котировок Укрнафты, которые за прошедшие две недели поднялись на 19,29%, до 167 грн

**Ведущий украинский фондовый индекс UX за прошедшие две недели прибавил 5,31% на позитивном внешнем фоне. Рост продемонстрировали все акции, входящие в индекс, а также котировки Ferrhexro на Лондонской бирже (цель по этой бумаге: 300 фунтов). Инвесторы оптимистично настроены в отношении акций Укрнафты в связи со списанием ее долгов.**

Важным событием в корпоративном секторе Украины стала ратификация президентом закона об изменении в Налоговом кодексе и бюджете на 2020 год. Благодаря этим изменениям Укрнафте удастся выплатить 30,5 млрд грн налоговых обязательств, а Нафтогазу из специального фонда бюджета будет выплачено 32,2 млрд грн за поставки газа в условиях ПСО. Эти поступления Нафтогаз он признает как доход, на который будет начислен налог на прибыль в размере 5,8 млрд грн. Затем компания выплатит Укрнафте- 15,1 млрд грн за 2,06 млрд куб. м газа, поставленного в 2006 году, а также аванс за будущие поставки в объеме 24,1 млрд грн. Из этих средств Укрнафта внесет в специальный фонд госбюджета 30,35 млрд грн в качестве погашения налогового долга, а также заплатит 6,2 млрд грн в виде налога на прибыль.

Дополнительные денежные обязательства по НДС и налогу на прибыль, которые возникнут у Укрнафты, в результате операций купли-продажи газа с НАК, составляют 6,2 млрд грн. Таким образом, суммарный объем поступлений в спецфонд госбюджета в рамках операций между Нафтогазом и Укрнафтой будет равняться 42,5 млрд грн. За вычетом 32,2 млрд грн компенсации, которые должен получить Нафтогаз, возникает остаток 10,3 млрд грн.

Ратификация законодательных поправок стала драйвером роста для котировок Укрнафты, которые за прошедшие две недели поднялись на 19,29%, до 167 грн. Ликвидация налогового долга, безусловно, положительна для оценки компании. В то же время Укрнафта остается убыточной второй год подряд. Отрицательная прибыль уже достигла 18,5 млрд грн, что не позволит компании в ближайшем будущем выплачивать дивиденды. Наш таргет по акции Укрнафты – 180-190 грн за акцию, по достижении которого котировка с большой вероятностью скорректируется до 140 грн.

Украинская гривна прошедшие две недели продолжала девальвационный тренд. Текущий уровень 28,5 за доллар США, скорее всего, не предел. Поддержку нацвалюте не оказывают ни миллиардные кассовые разрывы бюджета, ни приостановка траншей от МВФ. Наш прогноз по курсу USD/UAX на конец года – 29.



Денис Белый,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Украина



### Динамика наиболее интересных акций

Инструмент	Значение на 17.11.2020	Значение на 01.12.2020	Изменение,%
Индекс украинских акций (UX)	1 414,90	1 490,07	5,31
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,385	0,410	6,49
Укрнафта, (UNAF)	140,00	167,00	19,29
Центрэнерго, (CEEN)	5,85	6,40	9,40
Ferrexro (FXPO), GBp	193,50	220,80	14,11
Донбассэнерго, (DOEN)	19,00	20,00	5,26
Турбоатом, (TATM)	8,40	8,68	3,27
МНР S.A., (MNP)	180,00	172,00	-4,44
USD/UAN	28,11	28,50	1,37

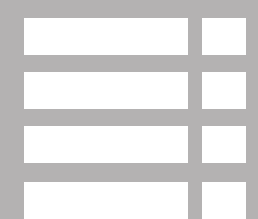
### Ожидания

Рекомендуем к покупке акции Мироновского хлебопродукта, сохраняющие потенциал роста с \$6 до \$10,2 на LSE.

Инвестиционный  
обзор №213  
2 декабря 2020  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



12





# Рынок Украины

## Важные новости

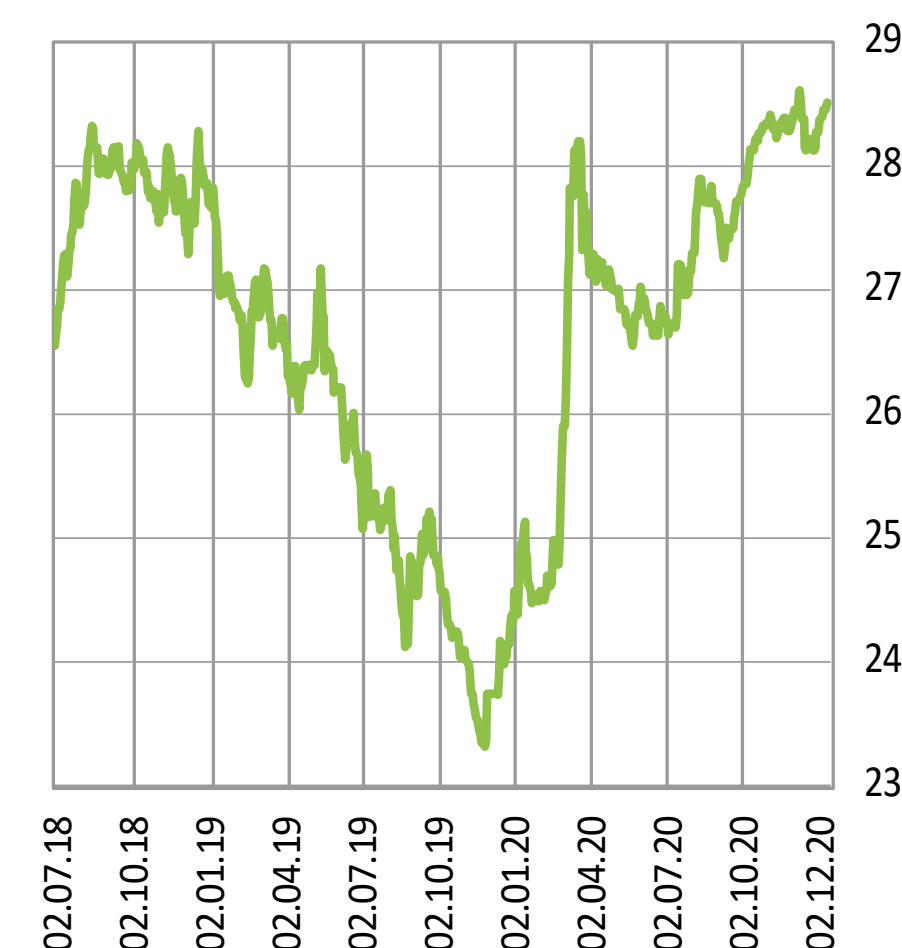
- **Правительство утвердило проект бюджета страны на 2021 год.** Доходная часть сформирована на уровне 1 092 млрд грн. Расходная часть составит 1 328 млрд грн. Дефицит уменьшили с 6% до 5,5% ВВП.
- **Bank of America улучшил прогноз снижения экономики Украины за текущий год с 6,8% до 5,2%.** Однако одновременно темп восстановления в 2021-м был пересмотрен с 6,5% до 4,5%.
- **По данным Госстата, промышленное производство в Украине за октябрь сократилось на 5% г/г.** В сентябре падение показателя составило 4,4%, в августе – 5,3%, в июле – 4,2%, в июне – 5,6%, в мае – 12,2%, в апреле – 16,2%.
- **Украинский стартап RetargetApp, разработчик рекламных технологий для интернет-магазинов, завершил предварительный инвестраунд, в результате которого привлек от нескольких инвестфондов \$2,4 млн.**



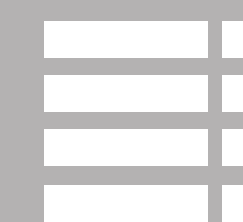
### Динамика индекса UX



### Динамика USD/UAH



Инвестиционный  
обзор №213  
2 декабря 2020  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Рынок Казахстана

## KASE продолжает рост на фоне хороших отчетов

Внешний позитив вкупе с хорошими результатами в квартальном сезоне отчетностей стали причиной мощнейшего ралли индекса с 2017 года

Индекс KASE продолжает приятно удивлять. Прибавив 2,8% в первой половине ноября, котировки индекса не остановились и повысились еще на 2,7% за последние две недели. Активный рост во многом обусловлен уже завершившимся удачным сезоном отчетности казахстанских эмитентов. На момент написания обзора индекс был на 47 пунктов выше максимумов 2018 года и находился на уровнях 2008 года. Мы ранее прогнозировали подобное ралли после Нового года, однако благоприятный внешний фон, рост цен на нефть и усиление аппетита к риску на развивающихся рынках позволили «быкам» пойти в атаку раньше.

Драйвером роста индекс KASE обеспечил Казтрансойл. Его акции стали активно дорожать на публикации отчета за третий квартал и после повышения нашей рекомендации с «держат» до «покупать». 28 ноября прошли специализированные торги по выкупу акций. Покупатель был готов приобрести бумаг на 1 млрд тенге с ценой отсечения 880 тенге. Предложение было удовлетворено на 20%, а продавцом оказался один из институциональных инвесторов. Также после нашего репорта по результатам третьего квартала выросли акции Народного банка. Нейтральные результаты показали

традиционно стабильный KEGOC и временно приостановившая рост Kcell.

Акции российских эмитентов, которые были в лидерах роста в начале второй декады ноября, также поставили рост на паузу. При этом восходящий тренд возобновился в котировках Фонда первичных размещений, а также Bank of America. Наш портфельный выбор US\_SPY за прошлые две недели прибавил скромные 1,3%.

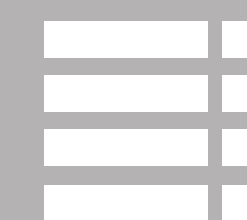


### Ожидания и стратегия

Успешная отчетность за третий квартал и девять месяцев обеспечила фундаментальную поддержку для продолжения роста индекса. Сильные результаты представили Казахтелеком, Казтрансойл и Казатомпром. Уверенный рост на фоне мощного ралли в ценах на медь могли бы показать акции KAZ Minerals, однако привязка к стоимости потенциального выкупа не даст им подняться вверх. Внешний позитив способен привести к возобновлению восходящей динамики в акциях российских эмитентов и Фонда первичных размещений.

### Динамика акций и ГДР

Акция	Значение на 17.11.2020	Значение на 02.12.2020	Изменение, %
Индекс KASE	2 586,34	2 518,06	2,7%
Казтрансойл (KASE)	900,10	817,50	10,1%
Халык Банк (ADR)	11,80	11,20	5,4%
Халык Банк (KASE)	122,00	117,08	4,2%
Bank of America (KASE)	11 873,36	11 448,00	3,7%
KAZ Minerals PLC (KASE)	3 515,00	3 396,00	3,5%
Казахтелеком (KASE)	26 130,00	25 550,02	2,3%
Банк ЦентрКредит (KASE)	217,90	214,00	1,8%
Казатомпром (KASE)	6 273,00	6 201,11	1,2%
K Cell (KASE)	2 730,00	2 720,00	0,4%
K Cell (GDR)	6,45	6,45	0,0%
KEGOC (KASE)	1 699,00	1 700,00	-0,1%
KAZ Minerals PLC (GDR)	640,40	646,00	-0,9%





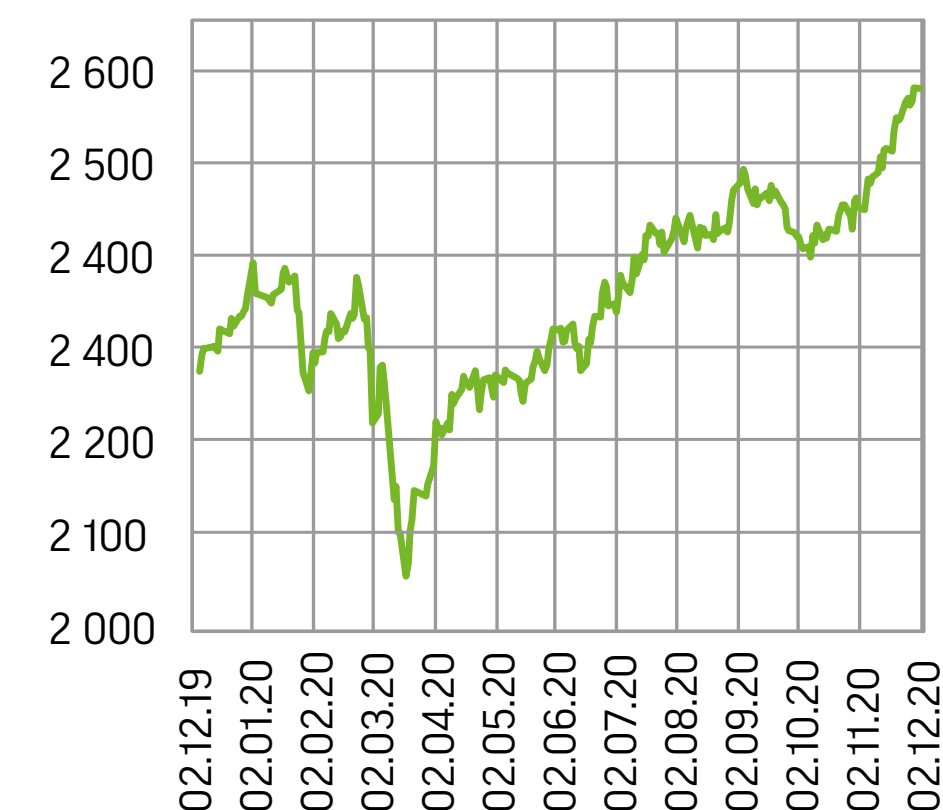
# Рынок Казахстана

## Важные новости

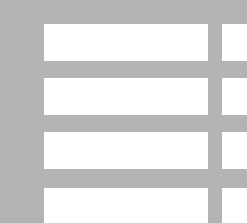
- **Казтрансойл отчитался за девять месяцев.** Несмотря на снижение выручки на фоне сокращения добычи нефти в Казахстане из-за необходимости соблюдать условия нового договора ОПЕК+, прибыль компании за три квартала составила 135 тенге на акцию, притом что мы прогнозировали результат лишь на уровне 120 тенге.
- **Народный банк выпустил отчетность за январь-сентябрь.** Компания нарастила прибыль до 88,7 млрд тенге. Процентные доходы за третий квартал увеличились на 3% г/г и 0,6% кв/кв и составили 180,5 млрд тенге.
- **Казатомпром представил результаты за три квартала 2020-го.** Выручка за последний квартал поднялась 135% г/г и 123% кв/кв, а за все девять месяцев – на 36% г/г благодаря повышению объема квартальных продаж урана на 115% г/г и его удорожания с \$27,6 до \$29,6 за фунт.



Динамика индекса KASE



Динамика USD/KZT





## Всегда на связи с прибылью

В третьем квартале Казахтелеком зафиксировал рекордную маржинальность при активном росте прибыли

### Причины для покупки:

**1. Квартальная выручка и прибыль компании продолжают расти, обновляя максимумы.** В третьем квартале Казахтелеком вновь зафиксировал улучшение финансовых показателей. Выручка оператора связи увеличилась на 12,8% кв/кв и на 17,1% год к году, достигнув 139 млрд тенге. Поступления от растущего трафика данных повысились на 4,3% кв/кв и 12,9% г/г. Услуги проводной и беспроводной телефонной связи принесли компании на 5,7% больше выручки, чем в период с апреля по июнь. Маржа EBITDA установила новый максимум на уровне 50,8% при прошлогоднем результате в 49,7%. Чистая прибыль Казахтелекома оказалась равна 60,9 млрд тенге, или 5 521 тенге на акцию. Скорректированная чистая прибыль без учета прошлогоднего единовременного дохода от переоценки доли в Алтел/Теле2 и прочих единовременных доходов и расходов выросла на 101% г/г. Валовая маржа повысилась с 36,3% в прошлом квартале до 40,6% при среднем показателе за последние два года на уровне 31,9%. Рост квартальной прибыли поддержала валютная переоценка в размере 5,8 млрд тенге благодаря ослаблению казахстанской денежной единицы к доллару США.

**2. Уменьшение долговой нагрузки.** Свободный денежный поток Казахтелекома в третьем квартале немного снизился, составив 20,6 млрд тенге против 24,6 млрд и 8,3 млрд тенге в двух предыдущих. Впрочем, показатель остается в обычном для себя диапазоне от 20 млрд тенге и выше. За счет притока денежных средств компания продолжает погашать долговые обязательства. Чистый долг оператора связи сократился до 325 млрд тенге против 341 млрд по состоянию на 30 июня. Также Казахтелеком смог существенно снизить капитальные затраты.

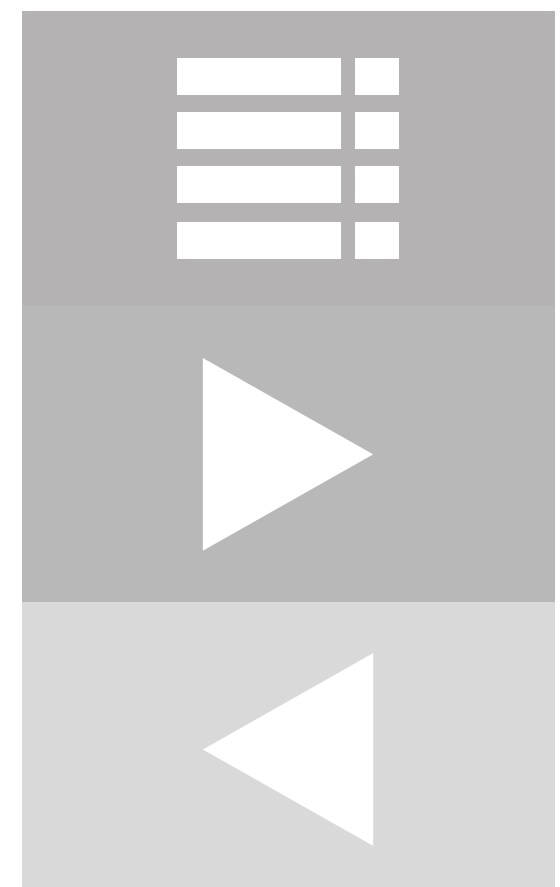


### SPDR S&P 500 ETF

Тикер KASE: **KZTK**  
Текущая цена: **26 130 тенге**  
Целевая цена: **136 900 тенге**  
Потенциал роста: **41%**



### Динамика KZTK на KASE





# Рынок Узбекистана

## «Быки» сдали смену «медведям»

Благодаря коррекции после бурного роста котировки ряда эмитентов достигли привлекательных для покупки уровней

Основной индекс узбекистанского фондового рынка UCI на неделе с 16 по 20 ноября достиг 647 пунктов, обновив годовые максимумы, но за следующие пять торговых дней большинство ликвидных бумаг скорректировалось.

Более чем на 20% в моменте дорожали акции Кизилкумцемента, достигавшие своего таргета. Инвесторам рекомендуется дожидаться апдейта по данной идее после выхода отчетности за третий квартал, прежде чем принимать дальнейшее решение о купле-продаже данной бумаги.

Более чем 16% прибавляли котировки Узметкомбината, торгуясь у максимумов года. На 9% росли акции УзРТСБ, продолжая движение к пиковым отметкам августа. При этом оборот по бумагам УзРТСБ 18 ноября, когда они поднимались до 8

500 UZS, составил 150 млн UZS, тогда как максимум августа 9 945 UZS был достигнут при объеме торгов 5 млн UZS. До недавнего времени не было значительной поддержки ценовых уровней, превышающих 8 000 UZS, что дает основания заявить, что акции УзРТСБ взяли очередной рубеж.

Акции Узвторцветмета падают в цене две недели подряд, причем в фундаментальных оснований для негативной динамики котировок не просматривается, что создает удачную возможность для входа в длинную позицию по данной бумаге.

На фоне коррекции после бурного роста привлекательных уровней для покупки достигли также бумаги РТСБ, Узметкомбината.

### Статистика по ликвидным бумагам

Акция	Значение на 12.11.2020	Значение на 27.11.2020	изменение, %
AGM1	12000	12999,99	8,33%
НМКВ	24	24	0,00%
IPTB	0,8	0,9	12,50%
KVTS	3229	3160	-2,14%
URTS	7500	7777,78	3,70%
SQBN	15,75	15,75	0,00%
QZSM	2900	3301,02	13,83%
KUMZ	900	880	-3,20%
UZMK	27399,99	30000	-2,22%
A016460	12500	10001	-19,99%





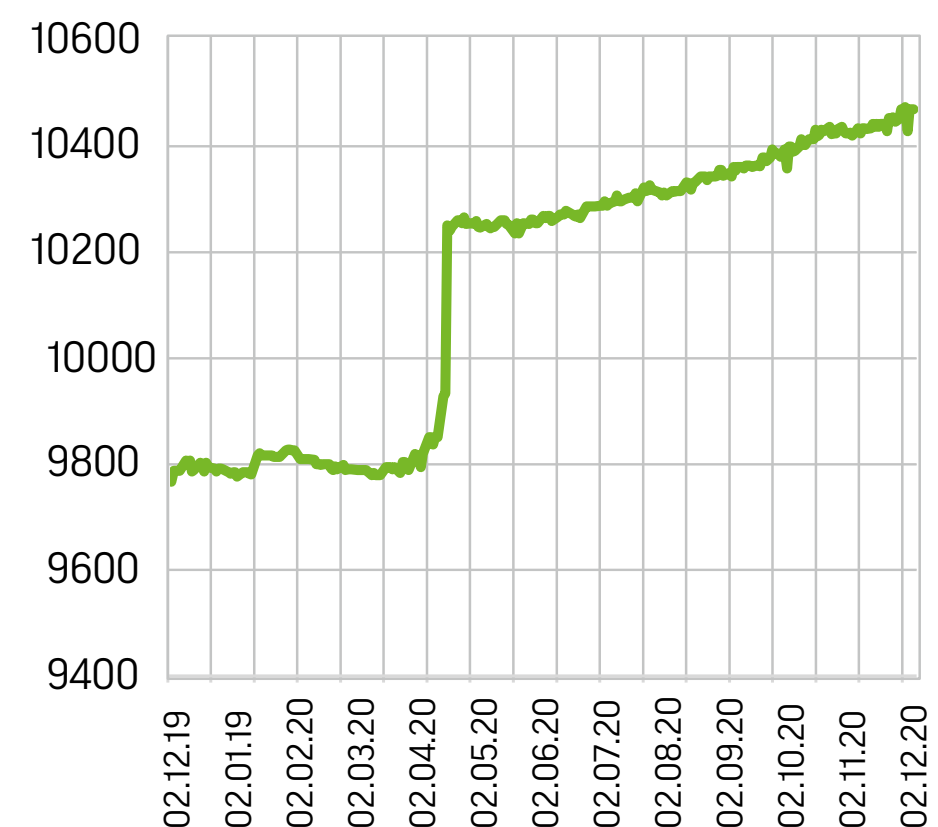
# Рынок Узбекистана

## Важные новости

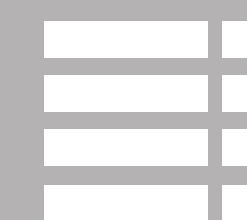
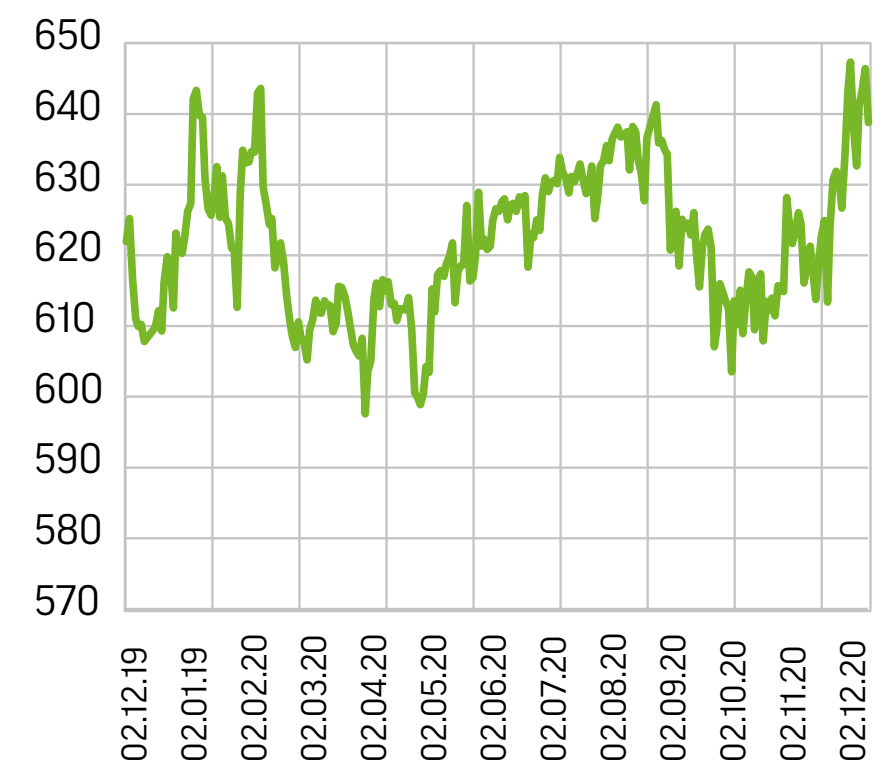
- **Узпромстройбанк полностью разместил трехлетние облигации на 50 млрд UZS.** Размещение, состоявшееся на РФБ «Тошкент», стало вторым с 2019 года успешным выходом компаний на отечественный рынок долга после облигаций АКБ Asia Alliance Bank.
- **Алмалыкский ГМК начал подготовку к IPO на одной из зарубежных площадок.** Ориентировочно биржевой дебют компании намечен на 2023 год.
- **Узбекистан привлекает за рубежом десятилетний кредит на \$750 млрд двумя траншами под ставку 3,7%.** Также будет привлечен заем в суммах сроком обращения три года со ставкой 14,5%. Размер данных ставок станет ориентиром для определения их безрисковых уровней для бенчмаркинга новых продуктов на формирующемся рынке долга Узбекистана.
- **Кварц получил от Тенге банка кредит на сумму \$7 млн.** Данные средства будут направлены на строительство новой линии по производству листового стекла.
- **В 2021 году Узбекистан планирует разместить государственные казначейские облигации на 5 трлн UZS и еврооблигации на \$700 млн.**
- **В качестве инвестиционного консультанта для приватизации Coca-Cola Uzbekistan была привлечена компания Rothschild & Co.**



### Динамика USD/UZS



### Динамика индекса UCI





# УзПромСтройБанк Инвестиция впрок

Фундаментальная недооцененность и успешные финансовые результаты делают акции УзПромСтройБанка привлекательными для долгосрочных вложений

## Причины для покупки:

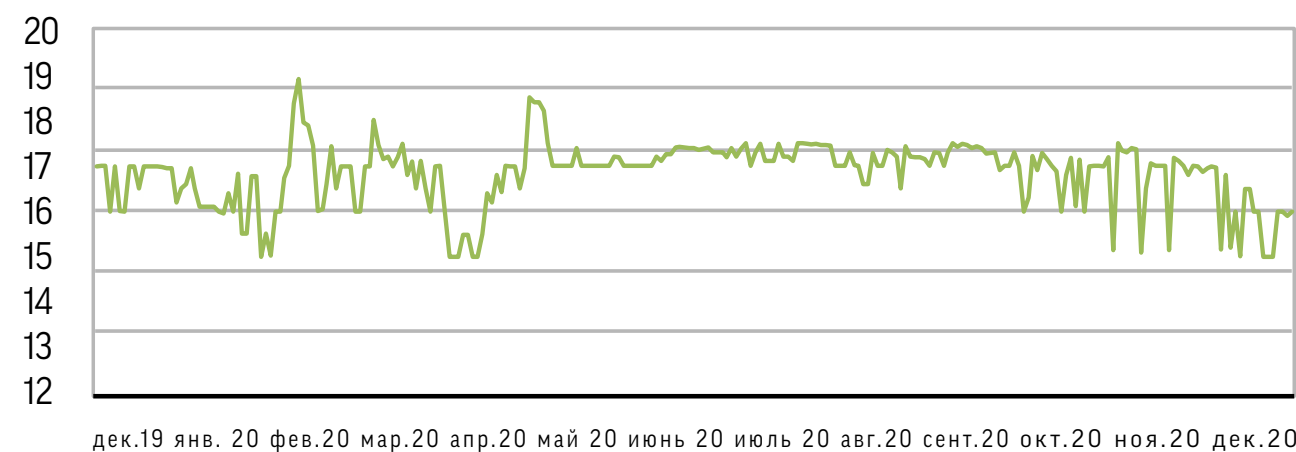
- Фундаментальная недооцененность.** УзПСБ торгуется на уровне 0,59x от своей балансовой стоимости, что создает существенный потенциал для роста его капитализации.
- Активное улучшение финансовых показателей с начала 2020-го.** Активы УзПСБ за девять месяцев увеличились на 32,43% г/г, собственный капитал вырос на 8,89%. Чистая прибыль по итогам третьего квартала повысилась на 41,67% г/г, достигнув 998 млрд UZS. При этом операционные расходы увеличились только на 14,91%. Рост процентных доходов за третий квартал составил 32,13% г/г. Кредитный портфель за январь-сентябрь увеличился на 30,7%, объем депозитов повысился лишь на 5,2%, что означает отток средств из вкладов в долларовом выражении. Причиной этого могла стать пандемия COVID-19. В то же время маржинальность чистой прибыли УзПСБ за девять месяцев текущего года выросла с прошлогодних 13,8% до 16,7%.
- Опережающий рост объема кредитов и депозитов для физлиц способствует повышению маржинальности.** За девять месяцев структура фондирования и кредитного портфеля банка практически не изменилась: на кредиты физлицам приходится 11% портфеля, на депозиты – 18%. В то же время объем кредитного и депозитного портфеля для физлиц увеличился на 27,8% и 7,5%, а соответствующие показатели для

юрлиц выросли на 25,5% и 4,5%. При этом услуги для физических лиц характеризуются более высокой маржинальностью, чем для юридических. В дальнейшем именно продукты для частных клиентов будут обеспечивать высокие темпы роста УзПСБ, что предусматривает и его стратегия развития.

**4. Fitch сохранило долгосрочный рейтинг дефолта УзПСБ на прежнем уровне.** Агентство отметило умеренную вероятность поддержки со стороны правительства Узбекистана в случае необходимости, а также высокое качество активов и адекватный уровень достаточности капитала.

**5. Рекомендации инвестиционных аналитиков.** Аналитики «Фридом Финанс» построили модель оценки банка на основе расчета коэффициентов, уровня левиреджа, динамики финансовых показателей и обновленных данных баланса. Ключевым моментом стал пересмотр прогноза по увеличению объема кредитования и притока средств в депозиты. При анализе перспектив развития бизнеса банка был применен консервативный подход. Заложенный в прогноз темп развития в два раза ниже среднего с 2013 года, что предполагает наличие долгосрочного потенциала роста капитализации компании. Целевая цена обыкновенной акции – 19,69 UZS, потенциал роста – 25%, рекомендация – «покупать».

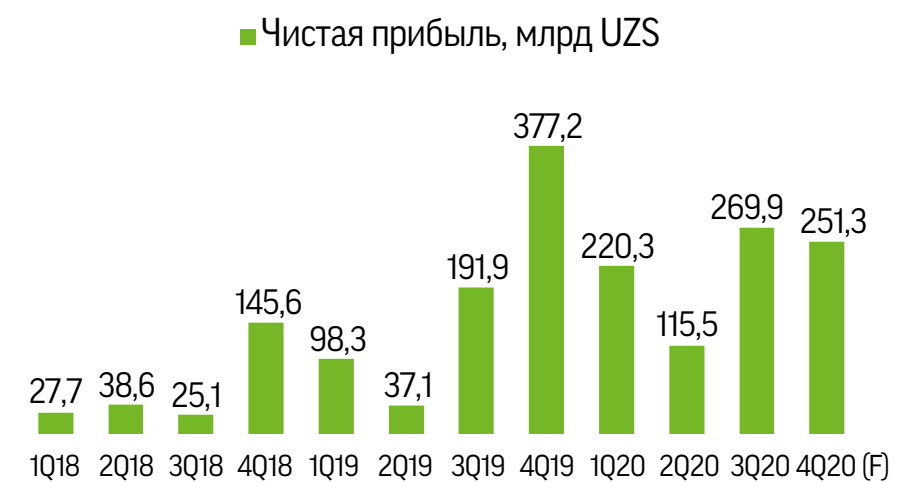
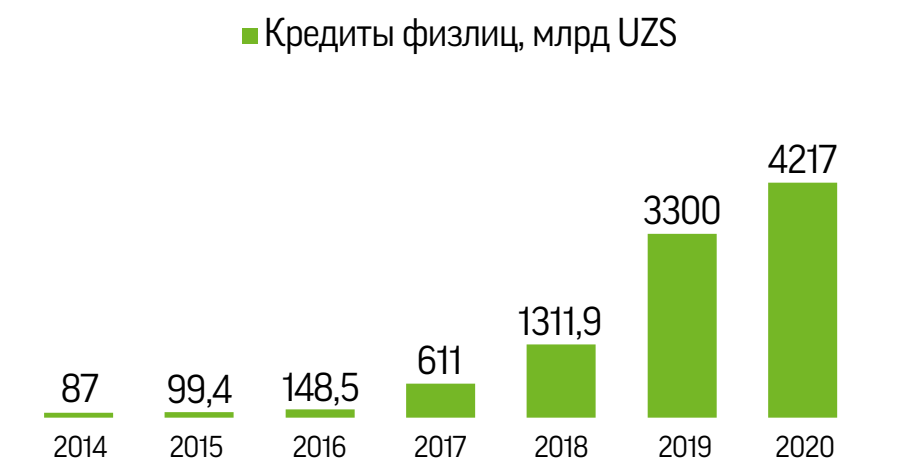
## Динамика акций SQBN на UZSE



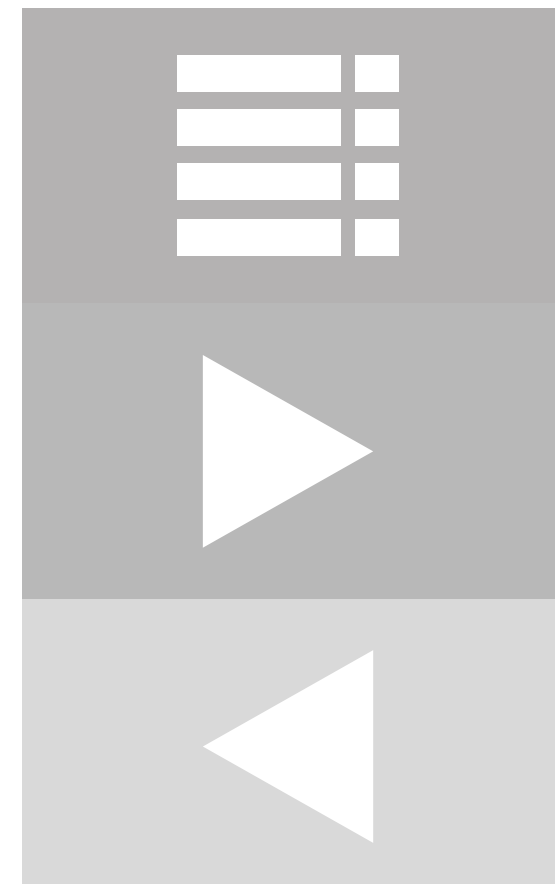
## АКБ УзПСБ

Тикер на UZSE: **SQBN**  
Текущая цена: **15,75 UZS**  
Целевая цена: **19,69 UZS**  
Потенциал роста: **25%**

## Финансовые показатели



Инвестиционный  
обзор №213  
2 декабря 2020  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Рынок Германии

## На распутье у летних максимумов

В предстоящие две недели индекс DAX способен как продвинуться к историческим рекордам, так и остаться в границах 12400-13400 пунктов

Период 16 октября по 20 октября для немецких рынков характеризовался более скромной, чем в предыдущие две недели, ростом. Индекс DAX по итогам пятнадцатидневки поднялся на 0,46%, завершив торги 20 ноября на уровне 13 137 пунктов. В течение недели динамика на фондовых площадках Германии была разнонаправленной. В понедельник котировки реагировали на новости от Moderna о 94%-й эффективности ее антиковидной вакцины, в среду появились данные Pfizer о том, что разработанная компанией совместно с BioNTech вакцина продемонстрировала при финальной оценке эффективность 95%. На фоне этих новостей индекс DAX вырос на 0,47% в понедельник и на 0,52% в среду, но в четверг скорректировался на 0,88%. Среди отдельных корпоративных событий отметим падение 19 ноября акций производителя подъемно-транспортного оборудования Kion Group на 7% после новостей о выпуске дополнительных акций. Котировки Thyssenkrupp опустились на 3,4% на публикации отчета за третий квартал.

Торговая неделя с 23 октября по 27 октября DAX прошла более успешно. По ее итогам индекс поднялся на 1,5%, достигнув 13 336 пунктов. Максимальный дневной рост пришелся на вторник, 24 ноября, когда немецкий фондовый рынок прибавил 1,26% на фоне новостей по вакцине от AstraZeneca со средней эффективностью 70%. В целом неделя прошла без резких движений, так как в четверг на американских биржах был выходной в честь Дня благодарения, а в пятницу торговый день в

США был укороченным. Из повлиявших на динамику фондовых площадок новостей отметим данные по ВВП Германии, который в третьем квартале вырос на рекордные 8,5% после падения в 9,8% во втором. Индекс деловой активности PMI в ноябре упал с 55 до 52 пунктов. Акции Thyssenkrupp в ходе торгов 23 ноября прибавили 9,5% после падения на публикации отчета в финале предыдущей пятнадцатидневки. Котировки поставщика продуктов Hellofresh упали на 7,5% после новости о покупке американского стартапа Factor75 за \$277 млн.

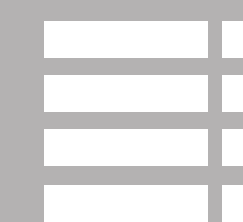


### Ожидания и стратегия

Индекс DAX после резкого разворота начал консолидацию в районе локальных максимумов у 13460 пунктов. Высока вероятность пробоя этих отметок, который открывает перед индексом путь к историческим максимумам вблизи 13795 пунктов. Если же пробой не удастся, наиболее вероятно боковое движение DAX в диапазоне 12400-13400 пунктов.

### Динамика акций и индекса DAX

Акция	значение на 13.11.2020	значение на 27.11.2020	изменение, %
DAX Index	13 076,72	13 335,68	2,0%
AT1 GR Equity	5,17	6,00	15,9%
LXS GR Equity	51,38	59,48	15,8%
TKA GR Equity	4,94	5,56	12,5%
IFX GR Equity	26,34	29,50	12,0%
EVK GR Equity	22,95	25,35	10,5%
CON GR Equity	106,60	117,20	9,9%
LHA GR Equity	9,30	10,20	9,6%
CBK GR Equity	4,93	5,37	9,0%
BAS GR Equity	56,14	60,98	8,6%
DAI GR Equity	52,52	56,43	7,4%
BOSS GR Equity	24,62	26,43	7,4%
1COV GR Equity	44,00	47,15	7,2%
MTX GR Equity	193,50	204,80	5,8%





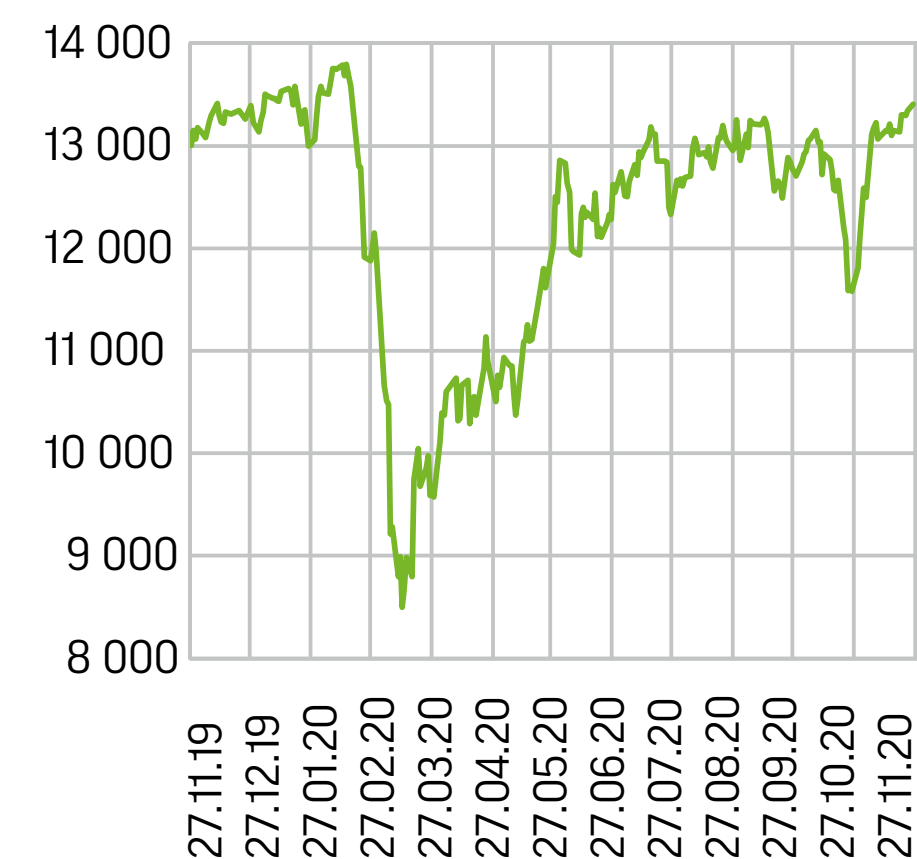
# Рынок Германии

## Важные новости

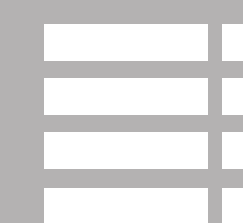
- По окончательной оценке, ВВП Германии в третьем квартале вырос на 8,5% кв/кв. Зафиксированное повышение базового показателя экономики стало рекордным для страны. При этом предварительный расчет фиксировал увеличение ВВП на 8,2% кв/кв. Во втором квартале экономика ФРГ просела на 9,8% на фоне пандемии.
- Thyssenkrupp выпустила отчет за третий квартал 2020 года. За отчетный период компания сгенерировала выручку в объеме 7,26 млрд евро при общерыночных ожиданиях на уровне 7,01 млрд. В то же время EPS оказалась хуже прогноза, который предполагал убыток размером 2,01 евро на акцию: фактический убыток составил 5,75 евро.
- Данные IHS Markit показали снижение композитного PMI в ноябре. Показатель упал с 55 до 52 пунктов. Промышленный PMI сократился лишь на 0,3 пункта, а бизнес-активность в секторе услуг просела сразу на 3,4 пункта.



### Динамика индекса DAX



### Динамика EUR/USD





# Bechtle AG

## Только вверх

Акции ИТ-компании Bechtle обновляют исторические максимумы на публикации сильного отчета за третий квартал

### ПРИЧИНЫ ДЛЯ ПОКУПКИ:

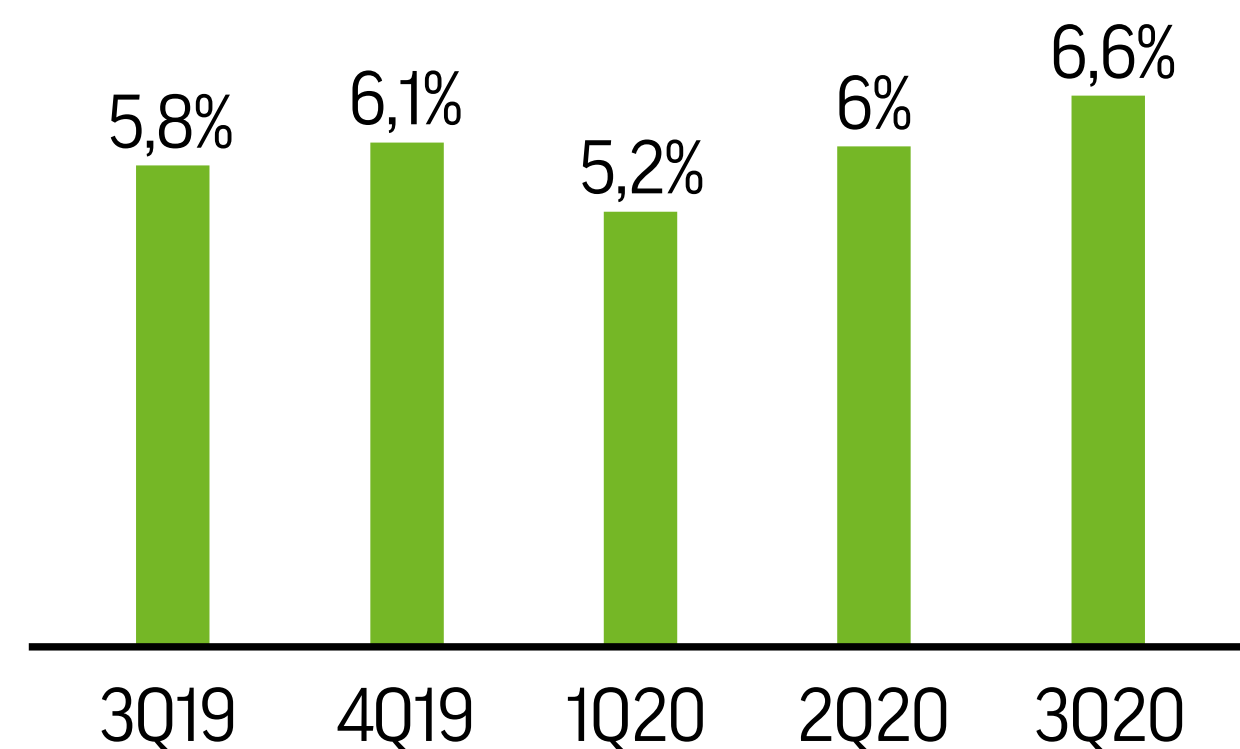
- 1. Квартальные результаты.** Крупнейший в Германии представитель сектора ИТ-систем представил сильную отчетность за третий квартал текущего года. Выручка компании выросла на 7,4%, до 1,37 млрд евро, чистая прибыль увеличилась на 26,2% г/г, до 50,8 млн евро. Показатели маржинальности повысились благодаря росту выручки и некоторому сокращению расходов.
- 2. Ожидания руководства на 2020 год.** Bechtle улучшила собственные прогнозы по итогам текущего года. Результаты за ноябрь и декабрь будут успешными за счет сезонного фактора, поэтому руководство рассчитывает на рост выручки в пределах 5-10% при марже EBIT выше 10%.
- 3. Последние обновления инвестдомов.** Аналитики из Baader



Helvea после публикации отчетности компании 12 ноября дали рекомендацию «покупать» с целевой ценой 192 евро, а Bankhaus Metzler и Kepler Cheuvreux советуют вкладываться в эту бумагу с таргетами 186 и 185 евро соответственно. В Independent Research рекомендуют держать акции Bechtle с целью 187 евро.

- 4. Техническая картина.** Котировки Bechtle обновили исторические максимумы, пробив отметку 181 евро. Повторный тест этого максимума выглядит интересной точкой для входа в позиции в расчете на дальнейший рост. Акции остаются в долгосрочном и уверенном восходящем тренде уже пять лет. При успешном отскоке котировок от 181 евро можно ожидать очередного обновления максимумов на отметке 212 евро.

### Показатели EBITDA маржи



### Среднесрочная идея

#### Bechtle AG

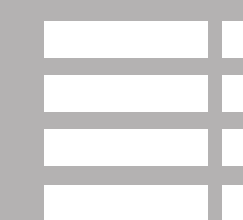
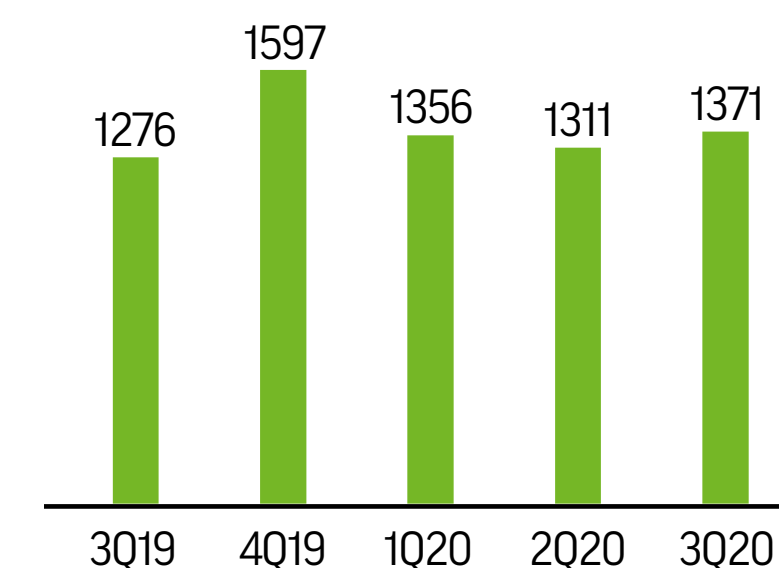
Тикер на Xetra: BC8  
Текущая цена: 182,7 евро  
Целевая цена: 212 евро  
Потенциал роста: 16%  
Дивидендная доходность: 0,66%



### Динамика акций на Xetra



### Квартальная выручка, млн евро





# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



23 ноября британская биофармацевтическая компания **AstraZeneca (NASDAQ: AZN)** объявила о промежуточных результатах третьей фазы испытаний вакцины от COVID-19.

Средняя эффективность препарата составила 70%. В исследовании применялись две схемы введения вакцины. В группе испытуемых, которым вводили половину дозы и полную дозу не менее чем через месяц, эффективность составила 90%. В группе, которой дважды вводили полную дозу с интервалом в месяц, результат оказался равен 62%.

За время исследования случаев тяжелого протекания COVID-19 у участников, получавших вакцину, зафиксировано не было. 131 добровольцев за время исследования заразились коронавирусом.

Важным преимуществом препарата AstraZeneca выглядят более комфортные, чем у аналогов, условия хранения. Вакцина может храниться при температуре 2–8° С в течение полугода. Для сравнения, препарату **Pfizer (NYSE: PFE)** и **BioNTech (NASDAQ: BNTX)** для хранения требуется температура –70° С, вакцина Moderna (NASDAQ: MRNA) должна храниться при –20° С.

AstraZeneca намерена получить разрешение на использование своей вакцины во всех странах, где предусматривается выдача условного или раннего одобрения на применения лекарственных средств. Компания также обратится во Всемирную организацию здравоохранения для включения препарата в реестр медикаментов для использования в чрезвычайных ситуациях, чтобы ускорить доступ к вакцине в странах с низким уровнем доходов.

Компания планирует произвести до 3 млрд доз вакцины в 2021 году.

Pfizer и BioNTech подали запросы о регистрации вакцины в США и ЕС. Ожидается, что этот процесс не займет много времени и уже в середине декабря в США начнутся первые поставки. 2 декабря Великобритания первой из всех стран одобрила использование данной вакцины.



17 ноября **Amazon (NASDAQ: AMZN)** сообщила о выходе на фармацевтический рынок, оборот которого составляет \$300 млрд с новым сервисом Amazon Pharmacy. Сервис позволит клиентам в США заказывать доставку рецептурных лекарств на дом, для участников Amazon Prime доставка будет бесплатной.

Amazon Pharmacy частично выстроена на инфраструктуре PillPack, включая программное обеспечение для аптек и центры исполнения.

Новый сервис Amazon создает серьезную конкуренцию как традиционным аптечным сетям, таким как CVS и Walgreens, так и другим розничным продавцам медицинских препаратов, в том числе Walmart.

Запуск Amazon Pharmacy привел к падению акций аптечных ретейлеров. Так, котировки CVS снизились на 8,6%, Walgreens Boots Alliance просели на 9,6%, Rite Aid – на 16,2%, а акции GoodRx, обеспечивающий пользователям поиск рецептурных лекарств со скидками, обвалились на 22,5%.

В аптеку Amazon врачи могут отправлять рецепты напрямую. Кроме того, у Amazon существует возможность проверить, были ли у врача законные основания для выписки рецепта.

С начала года акции Amazon растут более чем на 70%.



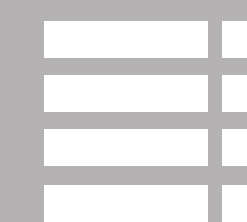
18 ноября Федеральное управление гражданской авиации США (FAA) дало разрешение на возобновление эксплуатации Boeing 737 MAX 8-й и 9-й модификации после двух лет совместной с авиаконцерном работы по устранению недоработок. Примерно 30 дней понадобится на обучение персонала и техническую подготовку самолетов. Регулятору нужно будет утвердить программу подготовки пилотов для каждой авиакомпании, которая использует 737 MAX. В 2018 году поставки бортов этой модели составляли 70%: 580 самолетов при общем объеме 806, а в 2019-м упали до 112 единиц, так как два 737 MAX до этого потерпели крушение.

Доходы **Boeing (NYSE: BA)** во многом зависят от скорости возвращения новых лайнеров в эксплуатацию. Самый большой парк 737 MAX у Southwest Airlines (34 самолета), ее операционные и финансовые показатели выглядят лучше, чем у конкурентов. При возвращении этой модели на рейсы Boeing начнет получать доходы от поставки для нее деталей и от сервисного обслуживания. Генеральный директор авиакомпании Гэрри Келли заявил, что полеты 737 MAX возобновятся весной 2021 года, после того как обучение пройдут 10 тыс. пилотов.

American Airlines еще до публикации FAA включила в свое расписание 737 MAX с 29 декабря. На конец прошлого года авиакомпания располагала 24 самолетами 737 MAX 8, новые поставки были перенесены на 2023–2024 годы. Планы упомянутых двух перевозчиков создают потенциал для роста доходов Boeing в ближайший год.

У концерна есть шансы на получение выручки от 737 MAX и в четвертом квартале, так как Southwest Airlines ведет переговоры об увеличении парка этой модели еще примерно на 30 единиц. Ориентировочная стоимость 737 MAX 8 составляет \$121,6 млн. При полном заказе компания получит \$3,6 млрд. Это эквивалентно 25% от выручки за третий квартал этого года, составившей \$14 млрд.

С начала года котировки Boeing снижаются почти на 35%, но за последние четыре недели они уже прибавили более 45%.





# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



**General Motors (NYSE: GM)** планирует увеличить расходы на выпуск будущих моделей электромобилей на 35% до более чем \$27 млрд чтобы представить их во всей своей линейке. 19 ноября генеральный директор GM Мэри Барра заявила на конференции Barclays, что конечной целью компании является полный переход на выпуск электромобилей. Компания также подтвердила, что ускорит выпуск новых электромобилей и предложит 30 новых моделей по всему миру к 2025 году, притом что ранее планировался вывод на рынок 20 моделей электрокаров к 2023 году. Увеличение производства аккумуляторов также было заявлено как главный приоритет.

GM анонсировала расширение линейки электромобилей до 12 моделей, включая пикапы для своих брендов Chevrolet и GMC. К 2025 году компания планирует продажи электромобилей в объеме 1 млн единиц.

Большинство новых автомобилей GM будет оснащено аккумуляторными батареями Ultium, производство которых стартует в ближайшее время. Первым автомобилем с новыми батареями станет пикап GMC Hummer EV, который ожидается следующей осенью. Компания будет производить батареи и их элементы на ранее объявленном совместном предприятии с LG Chem. В преддверии выхода новых автомобилей GM в следующем году планирует выпустить обнов-

ленную версию своего нынешнего Chevrolet Bolt EV, а также новый вариант кроссовера. Обе новинки были отложены на год из-за пандемии коронавируса.

Компания также сообщила, что благодаря достижениям инженеров удалось увеличить запас хода электромобилей на базе Ultium с 650 до 720 км при полной зарядке.

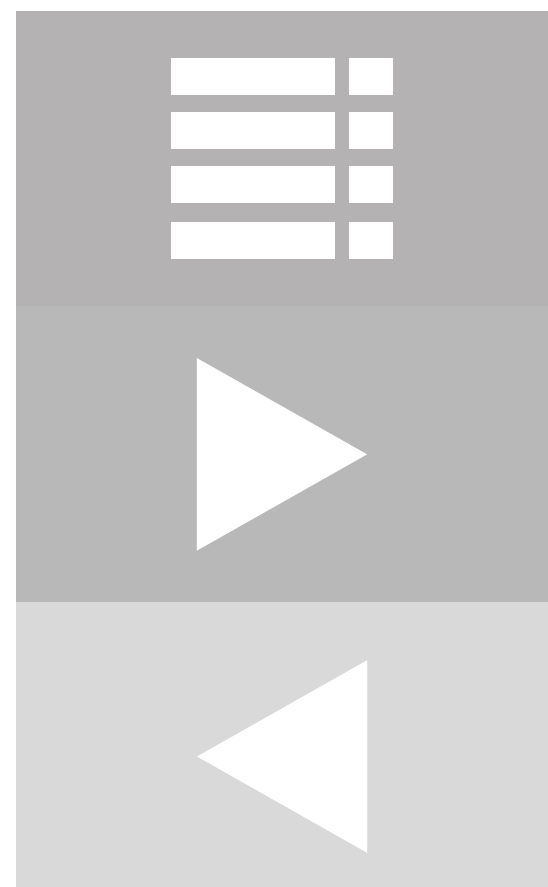
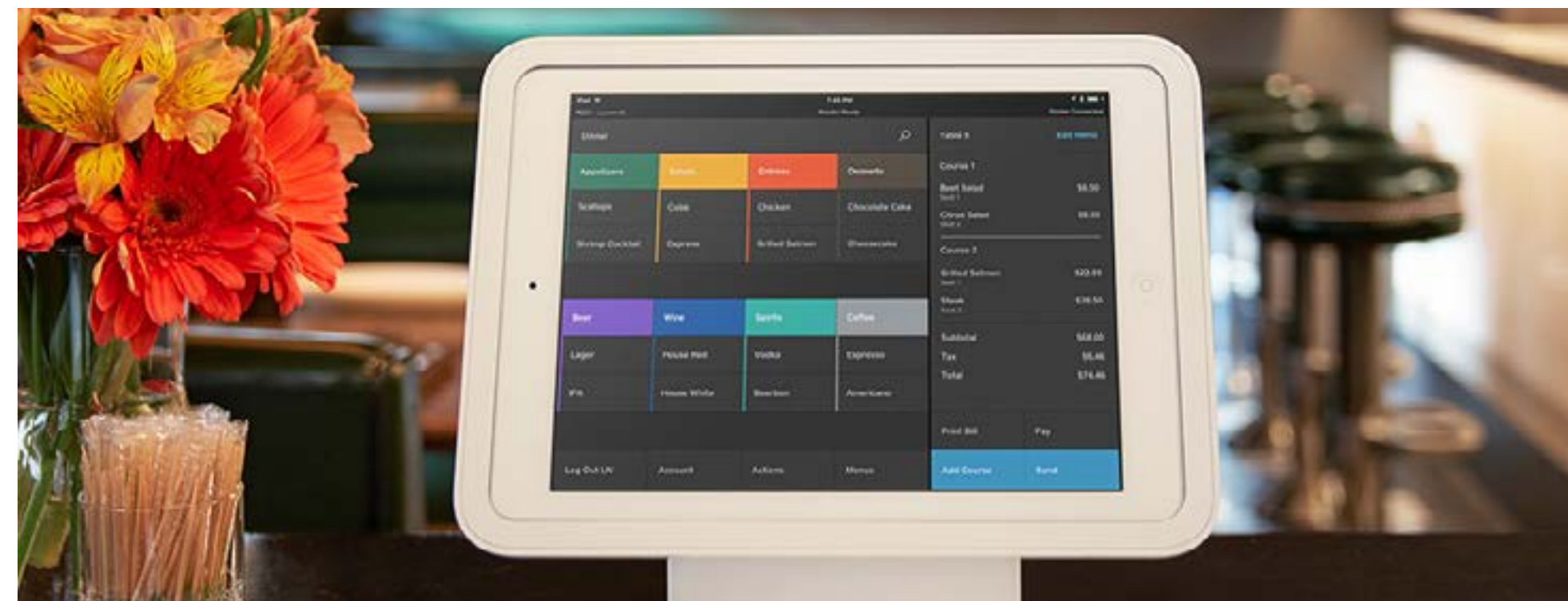
За последние три месяца акции компании подорожали почти на 50%.



Финтех-корпорация **Square (NYSE: SQ)** продолжает расширять портфель предоставляемых услуг малому бизнесу. 17 ноября компания презентовала новое программное обеспечение для ресторанов под названием Square KDS (Kitchen Display System). Данная платформа позволяет объединять, организовывать и отображать заказы в одном приложении из разных источников, таких как онлайн-заказы, службы доставки или напрямую от предприятия общепита.

По словам менеджмента компании, данная платформа является ключевым связующим звеном и поможет оптимизировать рабочее время сотрудников в индустрии общественного питания, которая на данный момент находится под значительным давлением из-за пандемии.

Square KDS стал частью экосистемы Square for Restaurants Plus, стоимость которой начинается от \$60 в месяц. Потенциальные клиенты Square могут запросить пробную 30-дневную версию. Со дня выхода новости акции компании прибавили более 9%, рост с начала года превышает 200%.



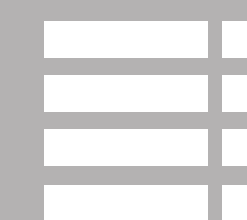


## Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, млн \$	Дата последнего анализа	Текущая цена \$	Целевая цена \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал %	Рекомендация
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACHS	Услуги в сфере информационных технологий	110 063	2020-12-01	123,52	135	2021-11-26	9%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	18 866	2020-11-16	35,87	44,5	2021-11-11	24%	Покупать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	40 339	2020-11-02	191,99	233,0	2021-10-28	21%	Покупать
CSCO	CISCO SYS INC	Производство оборудования для связи	181 781	2020-11-13	43,02	47,6	2021-11-08	11%	Покупать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	16 851	2020-10-06	103,51	120,0	2021-10-01	16%	Покупать
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	5 526	2020-10-05	99,65	110,0	2021-09-30	10%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет сервисы	66 185	2020-10-21	44,42	40,0	2021-10-16	-10%	Продавать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет и прямая розничная торговля	712 557	2020-08-24	263,36	317,4	2021-08-19	21%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	138 947	2020-11-05	52,94	62,4	2021-10-31	18%	Покупать
SLB	SCHLUMBERGER LTD	Производство энергетического оборудования	28 940	2020-07-27	20,79	26,1	2021-07-22	26%	Покупать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	27 985	2020-11-17	293,92	337,3	2021-11-12	15%	Покупать
PPC	PILGRIMS PRIDE CORP	Производство продуктов питания	4 601	2020-10-06	18,89	19,0	2021-10-01	0%	Держать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет и прямая розничная торговля	18 574	2020-08-11	54,65	17,2	2021-08-06	-69%	Продавать
ASML	ASML HOLDING N V	Производство полупроводников	183 764	2020-08-11	437,73	388,4	2020-08-11	-11%	Продавать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	166 449	2020-11-05	147,17	154,3	2021-10-31	5%	Держать
CRM	SALESFORCE COM INC	Производство программного обеспечения	223 678	2020-08-26	245,80	242,0	2021-08-21	-2%	Держать
VZ	VERIZON COMMUNICATIONS INC	Услуги связи	249 982	2020-10-22	60,41	64,0	2021-10-17	6%	Покупать
DOCU	DOCUSIGN INC	Производство программного обеспечения	42 195	2020-09-08	227,88	130,1	2021-09-03	-43%	Продавать
PWR	QUANTA SVCS INC	Строительство и монтаж инженерного оборудования	9 490	2020-10-06	68,34	51,7	2021-10-01	-24%	Продавать
FB	FACEBOOK INC	Цифровые средства информации	788 892	2020-10-30	276,97	300,0	2021-10-25	8%	Покупать
ZEN	ZENDESK INC	Производство программного обеспечения	15 576	2020-11-11	121,70	124,0	2021-11-06	2%	Держать
BK	BANK NEW YORK MELLON CORP	Деятельность на рынках капитала	34 666	2020-10-16	39,12	46,0	2021-10-11	18%	Покупать
AMZN	AMAZON COM INC	Интернет и прямая розничная торговля	1 589 567	2020-10-30	3168,04	3299,0	2021-10-25	4%	Держать
SRPT	SAREPTA THERAPEUTICS INC	Биотехнологии	11 116	2020-11-06	140,86	168,0	2021-11-01	19%	Покупать
GBT	GLOBAL BLOOD THERAPEUTICS IN	Биотехнологии	2 837	2020-11-06	45,91	82,0	2021-11-01	79%	Покупать
DISCA	DISCOVERY INC	Средства массовой информации	13 643	2020-08-05	26,91	26,0	2021-07-31	-3%	Держать
CMCSA	COMCAST CORP NEW	Средства массовой информации	229 864	2020-10-29	50,24	50,0	2021-10-24	0%	Держать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	15 093	2020-11-05	129,91	173,0	2021-10-31	33%	Покупать
COP	CONOCOPHILLIPS	Добыча нефти, газа и потребляемого топлива	42 248	2020-10-29	39,56	52,0	2021-10-24	31%	Покупать
SEDG	SOLAREDEGE TECHNOLOGIES INC	Производство полупроводников	14 236	2020-07-28	277,98	162,0	2021-07-23	-42%	Продавать
AEP	AMERICAN ELEC PWR CO INC	Электроснабжение	42 139	2020-07-28	84,89	87,6	2021-07-23	3%	Держать
DRI	DARDEN RESTAURANTS INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	14 059	2020-07-27	107,98	85,0	2021-07-22	-21%	Продавать
OC	OWENS CORNING NEW	Производство строительных изделий	7 887	2020-11-02	72,87	77,0	2021-10-28	6%	Покупать
NTNX	NUTANIX INC	Производство программного обеспечения	5 644	2020-07-28	27,39	22,9	2021-07-23	-16%	Продавать
MTCH	MATCH GROUP INC NEW	Цифровые средства информации	36 197	2020-09-10	139,21	117,0	2021-09-05	-16%	Продавать
ESS	ESSEX PPTY TR INC	Инвестирование в недвижимость (REIT)	16 033	2020-07-28	245,88	207,4	2021-07-23	-16%	Продавать
IAU	ISHARES GOLD TRUST	Фонд	30 168	2020-07-28	16,95	17,8	2021-07-23	5%	Держать
AYX	ALTERYX INC	Производство программного обеспечения	7 979	2020-11-06	119,84	150,0	2021-11-01	25%	Покупать
T	AT&T INC	Услуги связи	204 873	2020-10-22	28,75	33,0	2021-10-17	15%	Покупать
ILMN	ILLUMINA INC	Фармацевтическая продукция	47 025	2020-10-30	322,09	311,0	2021-10-25	-3%	Продавать

Инвестиционный  
обзор №213  
2 декабря 2020  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Инвестиционная идея для американского рынка

## IBM: ставка на облачные технологии

International Business Machines Corporation – компания, предлагающая комплексные решения и услуги для бизнеса по всему миру

Тикер: **IBM**  
 Цена акций на момент анализа: **\$124**  
 Целевая цена акций: **\$135**  
 Текущий потенциал роста: **9,3%**

Сегмент облачного и когнитивного программного обеспечения предназначен для вертикально интегрированных и отраслевых решений в здравоохранении, финансовых услугах и интернете вещей. На американском рынке IBM генерирует 37% выручки, в Европе – 32%, в Японии, других странах Юго-Восточной Азии и в Южной Америке – примерно по 10%.

IBM активно развивает направление облачных услуг (Cloud and Cognitive software). На текущий момент оно приносит корпорации около 30% выручки. Остальные сегменты бизнеса (Global Technology Services, Global Business Services, Systems и Global Financing) демонстрируют постепенное снижение.

Запуск IBM Watson AI Ops в начале этого года создает внутри IBM инфраструктуру по работе искусственного интеллекта для автоматизации процессов систем, которые самостоятельно обнаруживают, диагностируют ИТ-аномалии и реагируют на них в режиме реального времени.

Приобретение WDG Automation помогает расширить блок широкого доступа к интеллектуальной автоматизации с помощью программных роботов; Приобретение WDG Automation помогает расширить блок широкого доступа к интеллектуальной автоматизации с помощью программных роботов. Расширенное партнерство с ServiceNow способствует разработке совместных решений, которые помогут компаниям снизить операционный риск

и затраты за счет применения ИИ для автоматизации ИТ-операций. Обновления IBM Cloud Pack for Automation призваны помочь компаниям внедрять инновации в их расширяющихся ИТ-средах и ускорять цифровую трансформацию.

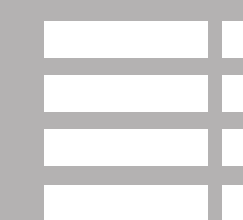
Продажи облачного и когнитивного программного обеспечения (Red Hat, когнитивные приложения, платформы обработки транзакций) в третьем квартале 2020 года выросли на 7% г/г, до \$5,6 млрд, при консенсусе \$5,4 млрд. Продажи Red Hat увеличились на 17%. Доходы от когнитивных приложений выросли на 1%, в первую очередь за счет спроса на услуги безопасности и программ в отрасли цепочки поставок. Выручка от облачных технологий повысилась более чем на 60% год к году.

По собственным оценкам, IBM должна выйти из фазы стагнации выручки и начать показывать небольшой ее рост. При этом доходы сектора облачных услуг увеличиваются более чем на 15% в год. В соответствии со среднерыночным ожидаемым CAGR сектора в целом до 2027 года на уровне 14% есть основания рассчитывать на соответствующие темпы увеличения выручки IBM от этого направления, а также расширения ее доли до 50% в совокупном показателе. На текущий момент облачные услуги характеризуются высокой маржинальностью. Поскольку IBM предоставляет свои решения для корпораций по дол-

**Вадим Меркулов,**  
 директор аналитического департамента  
 ИК «Фридом Финанс»



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
IBM	(0,7%)	0,1%	(0,4%)	(5,0%)	(12,2%)
S&P 500	(0,5%)	(0,8%)	3,3%	5,1%	14,4%
Russell 2000	(1,5%)	2,4%	10,4%	14,1%	12,2%
DJ Industrial Average	(0,9%)	(0,7%)	3,4%	5,5%	5,2%
NASDAQ Composite Index	(0,1%)	0,2%	2,9%	5,2%	39,0%





# Инвестиционная идея для американского рынка



госрочным контрактам, денежные поступления от них у компании выше.

У компании достаточно высокая долговая нагрузка, но ее удастся сократить после выделения облачных сервисов в отдельную компанию во второй половине 2021 года. Дивидендная

доходность останется высокой, что привлечет в акции IBM новых инвесторов. При этом доходность сократится в процентном отношении, а это будет способствовать росту котировок. С конца октября акции компании охотно покупают инсайдеры, что также может сигнализировать

о том, что ралли в них начнется в ближайшее время.

Потенциал роста в акциях IBM в горизонте года мы определили в 15% при относительно завышенной оценке WACC на уровне 9,4%. Целевая цена бумаги - \$137,5.

**Инвестиционный обзор №213**  
2 декабря 2020  
www.ffin.ru

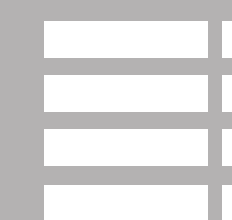


Финансовые показатели, \$ млн	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Выручка	104 507	99 750	92 793	73 930	74 601	76 036	77 872	79 429	81 018
Основные расходы	43 160	43 548	41 762	33 272	33 575	34 220	35 046	35 747	36 462
Валовая прибыль	61 347	56 202	51 031	40 657	41 026	41 815	42 825	43 682	44 555
SG&A	24 301	23 244	24 768	19 733	19 912	20 295	20 785	21 201	21 625
EBITDA	16 219	17 279	16 676	15 350	16 175	16 988	17 787	18 517	19 217
Амортизация	4 541	4 480	6 059	6 891	7 639	8 288	8 878	9 430	9 947
EBIT	11 678	12 799	10 617	8 459	8 536	8 700	8 910	9 088	9 270
Процентные выплаты (доходы)	519	422	673	712	959	1 388	1 548	1 704	1 846
EBT	11 417	11 359	10 191	7 746	7 576	7 312	7 361	7 384	7 423
Налоги	5 642	2 619	731	1 627	1 591	1 535	1 546	1 551	1 559
Чистая прибыль	5 758	8 723	9 435	6 095	5 960	5 751	5 791	5 808	5 839
Dilluted EPS	\$6,14	\$9,52	\$10,56	\$7,01	\$7,04	\$6,98	\$7,23	\$7,47	\$7,74
DPS	\$5,87	\$6,18	\$6,39	\$5,16	\$5,18	\$5,14	\$5,33	\$5,50	\$5,70

Анализ коэффициентов	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
ROE	50%	28%	25%	22%	21%	19%	18%
ROA	7%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
ROCE	11%	7%	8%	8%	8%	8%	8%
Выручка/Активы (x)	0,61x	0,49x	0,51x	0,51x	0,52x	0,52x	0,52x
Козф. покрытия процентов (x)	10,39x	8,39x	9,72x	9,91x	10,15x	10,35x	10,56x



Маржинальность, в %	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Валовая маржа	59%	56%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Маржа по EBITDA	16%	17%	18%	21%	22%	22%	23%	23%	24%
Маржа по чистой прибыли	6%	9%	10%	8%	8%	8%	7%	7%	7%





# Активная стратегия

## Обзор доверительного управления на 1 декабря

### Глобальная картина

Колебания индекса S&P 500 за последние две недели не превысили 3%. Индекс провел этот период в режиме консолидации. Инвесторы заняли выжидательную позицию по завершении стремительного ралли после выборов президента США. Неопределенность в отношении ближайших перспектив экономики ограничивала аппетит к риску. Эпидемиологическая ситуация в мире остается неоднозначной. За последние две недели число госпитализированных с коронавирусом пациентов в США увеличилось с 77 тыс. до 96 тыс. Сохраняется риск дальнейшего ухудшения ситуации из-за празднования Дня благодарения. В свою очередь, в Европе эпидемия идет на спад. Позитивным драйвером последних недель выступают ожидания вакцинации. 10 декабря FDA может одобрить вакцину от Pfizer и BioNTech. Однако этот фактор не придаст мощного импульса роста котировкам, так как разрешение на применение этой вакцины на рынке считают практически решенным делом.

Важным событием, оказавшим поддержку рыночным настроениям, стало начало процедуры передачи президентских полномочий в Штатах от Трампа к Байдену. Участники рынка ранее были обеспокоены тем, что из-за несогласия действующего главы государства с итогами выборов передача власти будет отложена, а это могло отсрочить и начало массовой вакцинации в стране. В настоящее время эти риски сведены к минимуму. Как стало известно, на должность министра финансов при администрации Джозефа Байдена будет номинирована Джанет Йеллен, бывшая глава ФРС. Эта новость также была позитивно воспринята инвесторами.

### Макроэкономическая статистика

Опубликованная за последние две недели макростатистика в целом оказалась негативной. Объем розничных продаж за октябрь вырос на 0,2% при консенсусе 0,6%. Число заявок на пособие по безработице также оказывалось хуже ожиданий. Индекс доверия потребителей за ноябрь сократился сильнее, чем предполагал прогноз. Индекс деловой активности в производственном секторе от ISM составил 57,5 против ожидаемых 58.

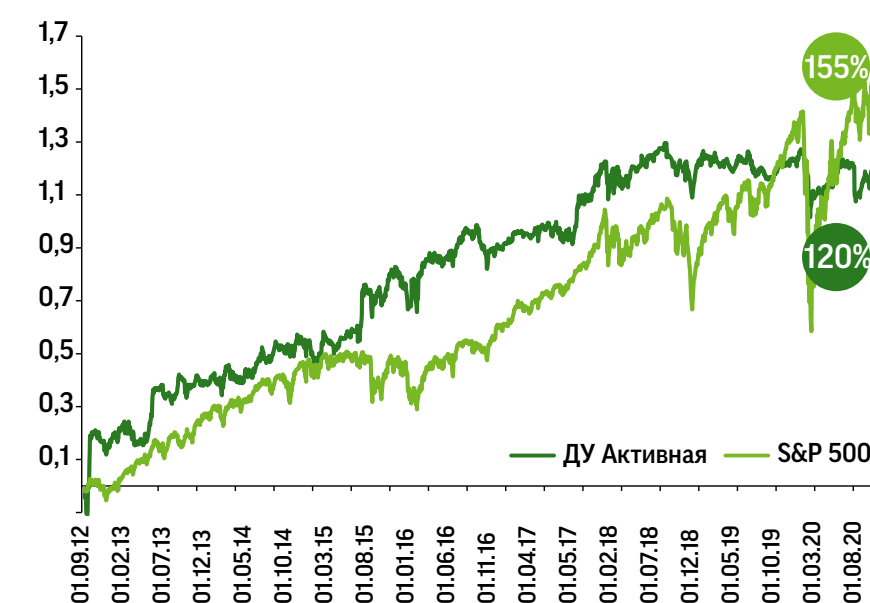
В центре внимания в следующие две недели будет отчет по рынку труда США за ноябрь. Ожидаем, что уровень безработицы увеличится с текущих 6,9% до 7% и выше. На это указывают ухудшение статистики по еженедельным заявкам на пособие по безработице, а также слабый компонент индекса деловой активности в производственном секторе, отвечающий за занятость. В ноябре он составил 48,4 против 53,2 месяцем ранее.

### Фискальные стимулы

По последним сообщениям, группа законодателей от Республиканской и Демократической партии подготовила законопроект о фискальных мерах поддержки экономики объемом \$908 млрд. Он не включает единовременные выплаты населению, как это было весной, но предусматривает дополнительные выплаты безработным. Разногласия между партиями все еще сохраняются. Тем не менее переговоры по пакету стимулов возобновлены, а это позитивный сигнал для рынка акций.

### Техническая картина

Индекс S&P 500 склонен к восходящему движению. Коррекция после ралли развивалась в рамках фигуры «треугольник». Индекс широкого рынка пробил его вверх 24 ноября, увеличив шансы на развитие импульсного движения. Индикатор RSI находится вне зоны перекупленности, дивергенции на дневных графиках не наблюдается, что повышает вероятность роста индекса широкого рынка.



### Последние изменения

1. Покупка EXPI по \$43,52 – 17 ноября
2. Покупка OMI по \$25,08 – 24 ноября

3. Покупка PEIX по \$6,80 – 24 ноября
4. Покупка SRRK по \$42,67 – 24 ноября



# Дивидендная стратегия

## Дивидендный портфель

Цель дивидендного портфеля – сохранение вложенных средств. При благоприятной конъюнктуре он эффективнее рынка, в противном случае может отставать от него на уровне инфляции, но не ниже

### Озвученные тренды

Акции со стабильными высокими дивидендами по-прежнему выглядят привлекательными для долгосрочных инвестиций. Дивидендные выплаты крупнейших компаний могут оказаться под угрозой понижения в случае продления пандемии до второй половины 2021 года. Между тем это представляется крайне маловероятным из-за скорого начала вакцинации. Напомним, что заседание специальной комиссии FDA по вопросу одобрения вакцины Pfizer и BioNTech назначено на 10 декабря, а 17 декабря будет обсуждаться выдача разрешения на продажи аналога от Moderna. Обе высокоэффективные вакцины могут появиться на рынке до конца года, что позволяет участникам рынка с оптимизмом оценивать перспективы преодоления коронавирусной эпидемии. Дополнительным фактором поддержки выступают

ожидания по пакету фискальных стимулов, вновь набирающие силу. В случае если законодатели смогут сгладить острые углы, то новые фискальные стимулы вступят в силу до инаугурации Джозефа Байдена в качестве нового президента США. Кроме того, в Европе эпидемиологическая ситуация начинает стабилизироваться и улучшаться. Макроэкономическая статистика выступает краткосрочным риском, так как негативное влияние второй волны пандемии может отразиться на ухудшении условий на рынке труда США. Тем не менее, на наш взгляд, потенциальная слабость фондового рынка будет воспринята инвесторами как возможность для покупок, особенно среди дивидендных акций, так как перспективы экономики в 2021 году выглядят уверенными.

### Последние изменения

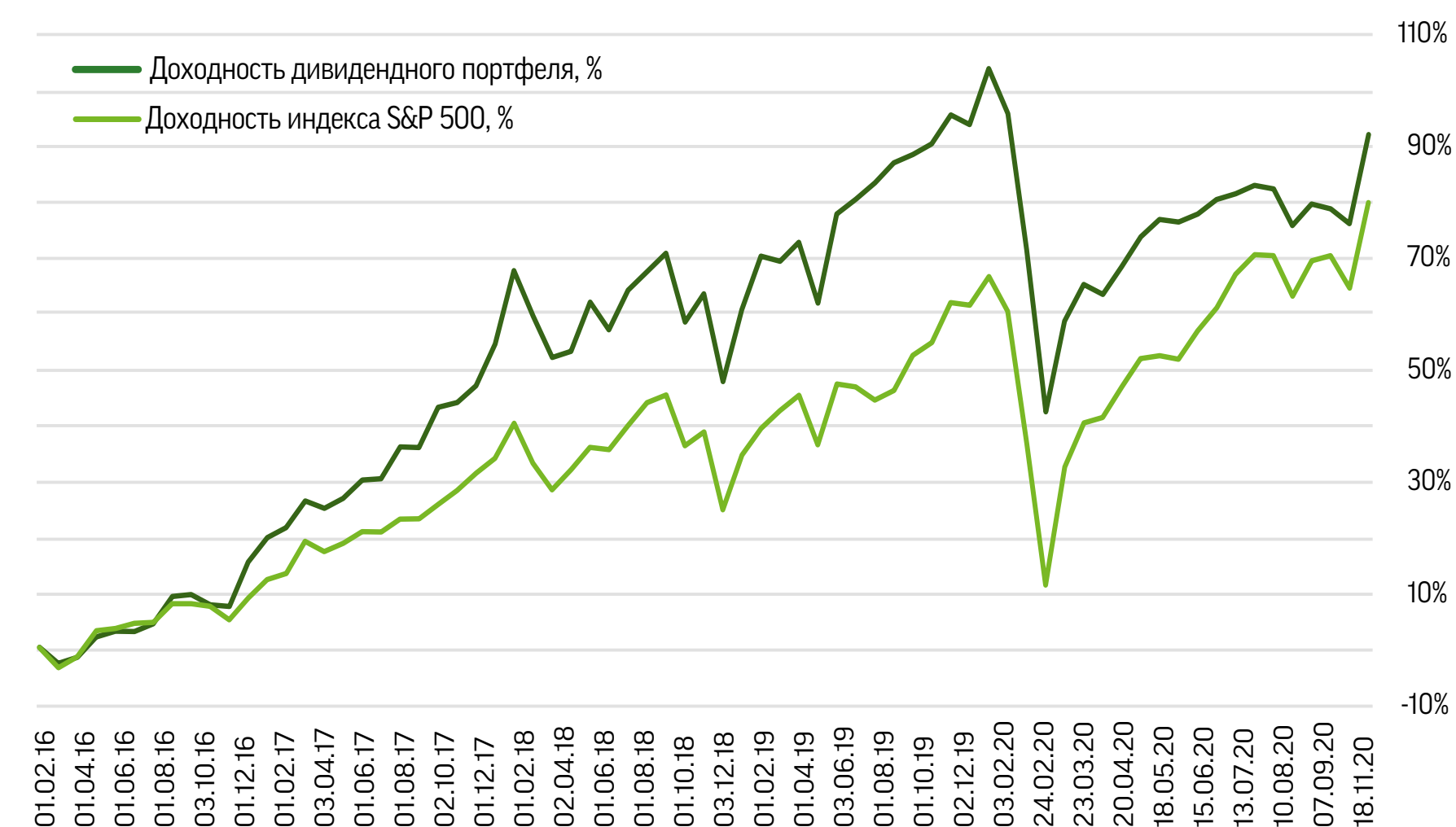
- **Philip Morris International Inc. (PM).** Акции компании включили в североамериканский индекс устойчивого развития Dow Jones (DJSI North American). Этот индекс включает в себя 20% лидирующих компаний с точки зрения развития ESG по Dow Jones из 61 отрасли с лучшими в своем классе показателями экологии, социальных и управленческих метриках DJSI. С 2016 года компания реализует стратегию на переход от производства традиционных табачных изделий на менее вредные для здоровья продукты нагревания табака.
- **AT&T Inc. (T).** Финансовый директор компании Джон Стивенс представил

на Европейской конференции по технологиям последние данные по развитию бизнеса. Он отметил, что стратегия с ориентацией на клиента продолжает находить отклик в широкополосном доступе и сфере развлечений. Денежные потоки позволяют инвестировать в 5G и сервис HBO Max, при этом выполняя финансовые обязательства. Усилия компании по трансформации бизнеса соответствуют ее ожиданиям. Планируемый FCF по итогам 2020 года составляет \$26 млрд.

- **Microsoft Corporation (MSFT).** Компания анонсировала разработанный совместно с AMD, Intel и Qualcomm чип безопасности Microsoft Pluton для за-

щиты облачных данных. Технология с применением этого чипа уже была реализована в Xbox и Azure Sphere. Теперь она будет применяться для ПК. Процессор Pluton будет изолирован от остальной системы, что обеспечивает бесполезность новых методов атак и не дает получить доступ к важным данным. Она повысит уровень защиты пользовательской информации и ключей шифрования и позволит восстанавливать систему после программных ошибок. Технология чипа Secure Hardware Cryptography Key (SHACK) оберегает данные от вскрытия за пределами защищенного оборудования.

Тикер	Название компании	Капитализация, \$ млрд	Цена, \$	Дивидендная доходность годовая, %
BX	Blackstone Group (BX) – глобальная инвестиционная компания, которая имеет очень хорошие активы в своем портфеле. Это одна из самых привлекательных акций в финансовом секторе с дивидендной доходностью 4,1%.	69,9	59,6	3,21
TXN	Texas Instruments (TXN) – производитель полупроводников с дифференцированным портфелем продуктов. Дивидендная доходность 3,1% – одна из самых высоких в индустрии. За последние пять лет дивиденды компании повысились на 20%.	148,0	161,3	2,53
T	AT&T (T) – лидер телекоммуникационного сектора. Это «созревшая» компания, акции которой отлично подходят для добавления в консервативный портфель, поскольку обещают 6,7% дивидендной доходности.	204,9	28,8	7,23
GD	General Dynamics (GD) – компания, специализирующаяся на производстве и продаже различных типов оружия, самолетов и систем для авиационно-космической и оборонной промышленности. С увеличением военного бюджета выросли цены акций GD и дивиденды.	42,9	149,4	2,95
MSFT	Microsoft Corporation (MSFT) – многопрофильная IT-корпорация, которая сконцентрировалась на развитии новых перспективных направлений. Акции компании привлекательны для консервативных инвесторов. Дивиденд последние пять лет повышался на 10,4% в год и сейчас доходность по нему составляет 1,2%.	1 618,5	214,1	1,05
PBCT	People's United Financial (PBCT) – банковская холдинговая корпорация. Владеет региональным банком People's United Bank, который занимает 38-е место по размерам активов в США. Акции PBCT входят в S&P 500. Корпорация является «дивидендным аристократом», что означает повышение дивиденда на протяжении минимум 25 лет. Основное направление деятельности банка – привлечение денежных средств и выдача кредитов. Большую часть операционной прибыли компания генерирует в сегменте кредитования юридических лиц.	5,3	12,4	5,81
ABBV	AbbVie Inc. (ABBV) – крупная фармацевтическая компания, которая владеет диверсифицированным портфелем препаратов. Компания специализируется на борьбе против сложнейших патологий, в том числе онкологических заболеваний и гепатита С. Средний рост дивидендных выплат за последние пять лет составил впечатляющие 20%.	184,6	104,6	4,97
PM	Philip Morris International Inc. (PM) – холдинговая табачная компания, один из лидеров индустрии. Производит шесть из 15 самых популярных мировых марок сигарет, увеличивает продажи на рынке электронных сигарет и систем нагревания табака. Одна из немногих компаний в США с дивидендной доходностью выше 5%.	118,0	75,8	6,34





# Обзор венчурных инвестиций

## Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



### Hippo Insurance

Компания из Пало-Альто, США, не только страхует дома, но предоставляет клиентам технологические возможности и продукты для отслеживания состояния собственности. Компания отмечает, что ее клиентов заинтересовал новый потребительский опыт. Услуги компании покрывают такие сегменты как бытовая техника, электроника и домашний офис. По словам одного из основателей стартапа Ассафа Ванда, даже в разгар пандемии бизнес продолжал развиваться. В июле объем страхового покрытия вырос до \$270 млн, или на 140% в сравнении с прошлым годом. Для расширения деятельности в США компания привлекла \$270 млн финансирования от страховщика Mitsui Sumitomo Insurance Company и еще полутора десятка инвесторов. Hippo Insurance планирует развиваться и органически, и посредством поглощения конкурентов.



### DataRobot

Специализация компании – аналитика на основе искусственного интеллекта для корпоративных клиентов. DataRobot разрабатывает модели для повышения эффективности различных направлений бизнеса. Менеджмент утверждает, что эпоха экспериментального ИИ ушла и теперь все зависит от компаний, умеющих делать более глубокие выводы из исследований. Компания привлекла инвестиции в объеме \$270 млн. Большую часть финансирования предоставила Altimeter Capital при участии группы инвесторов, в том числе BlackRock. В итоге оценка компании выросла до \$2,7 млрд. Новые средства планируется направить на исследования и разработки, масштабирование бизнеса и развитие его новых направлений.



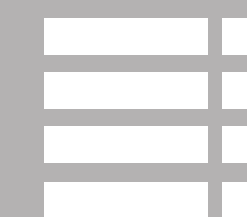
### MindTickle

Поставщик услуг для развития продаж, предоставляющий данные и аналитику, возможность обучения персонала, техническую поддержку, приложения и платформу для развития продаж. Технологии основаны на машинном обучении и искусственном интеллекте. Штаб-квартира MindTickle находится в Калифорнии, основная его деятельность сосредоточена в Индии. Объем привлеченных инвестиций достиг \$100 млн. Раунд финансирования провел SoftBank Vision Fund II, который уже собрал в фонде \$108 млрд. Участие в инвестраунде также приняли Norwest Venture Partners, Canaan, NewView Capital и Qualcomm Ventures. Привлеченный капитал будет направлен на расширение бизнеса и инвестиции в новые продукты.



### Heyday

Компания разработала платформу для ускоренного продвижения брендов потребительских товаров на маркетплейсе Amazon. Основатель стартапа Себастьян Риммерц признает, что множество компаний развились благодаря площадке Amazon, но на определенном этапе им не хватало технологий, рабочей силы и капитала для выхода на новый уровень. Основанный в августе текущего года стартап уже запустил несколько торговых марок бытовой техники, мебели и косметики. Прогноз выручки за текущий год закладывает ее на уровне \$20 млн с увеличением до \$200 млн по итогам 2021-го. Компания привлекла первые \$175 млн от General Catalyst, Khosla Ventures и Arbor Ventures при участии руководителей Amazon, eBay, PayPal и Magento.





# IPO Roblox Corporation

## Своя игра

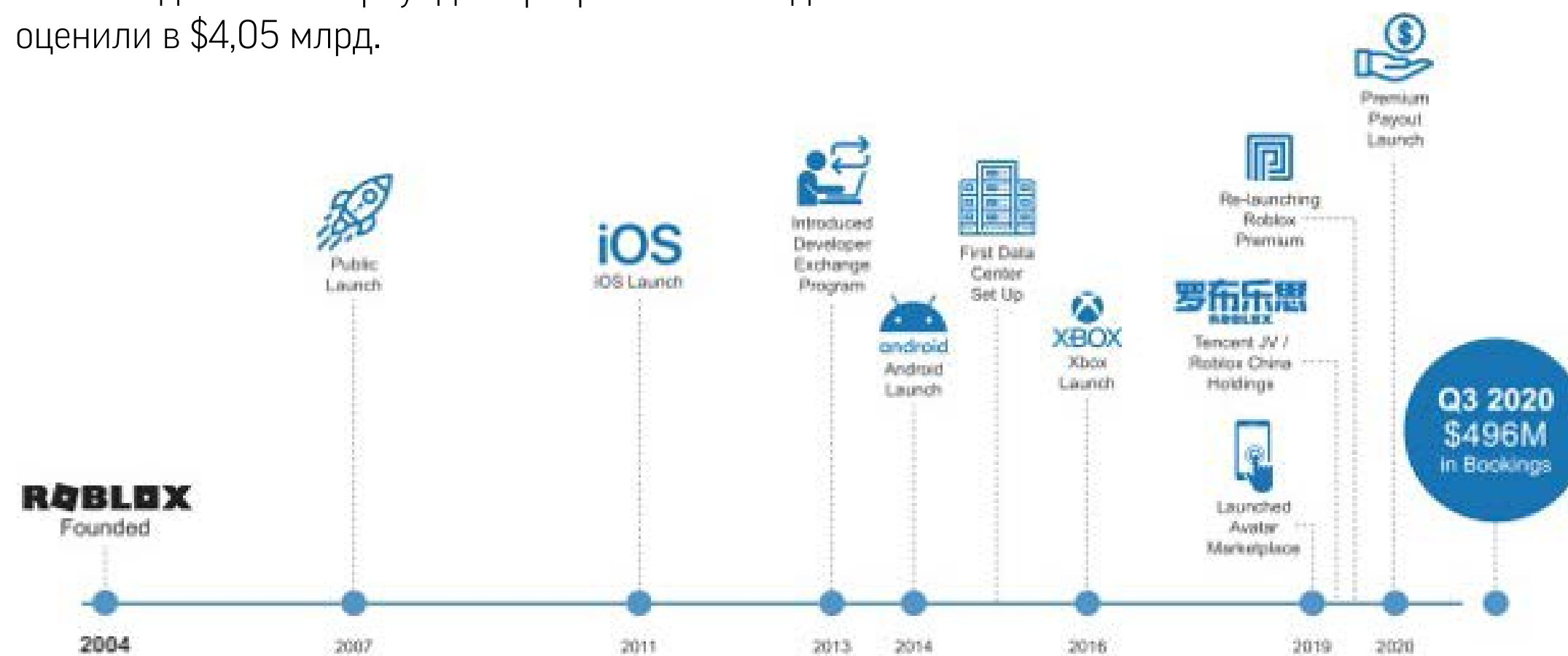
19 ноября заявку на IPO подала Roblox. Эта компания развивает игровую онлайн-платформу и систему создания игр, которую каждый день посещает в среднем 36,2 млн пользователей. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Allen & Co, BofA Securities и RBC Capital Markets

### Чем интересна компания?

**1. Основная идея платформы.** История компании началась в 1989 году, когда основатели Дэвид Басуки и Эрик Кассел спроектировали физическую 2D-лабораторию под названием Interactive Physics. Тогда же Басуки и его брат Грэг создали компанию Knowledge Revolution, которая выпускала симулятор физических экспериментов для компьютеров Macintosh. Knowledge Revolution за \$20 млн купил разработчик MSC Software. В 2004 году Дэвид вместе с Эриком Касселом начали работу над ранним прототипом Roblox под рабочим названием DynaBlocks. В апреле 2006-го состоялся запуск Roblox в окончательном варианте. Основная идея платформы – это воспроизведение воображения и творчества пользователей, которое изначально создатели Roblox видели в Interactive Physics, только в больших масштабах. Также компания разработала новую форму для взаимодействия пользователей human co-experience (человеческий совместный опыт).

**2. Roblox сегодня.** Платформа состоит из клиента Roblox, студии и облака. Roblox Client – это приложение, которое позволяет пользователям исследовать цифровые трехмерные миры. Roblox Studio представляет собой набор инструментов для создания и распространения игрового контента, в том числе 3D-приложений. Roblox Cloud включает в себя сервисы и инфраструктуру, на которых основана платформа для совместного использования контента.

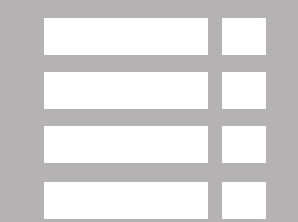
**3. Основные бизнес-показатели, акционеры и оценка компании.** Число ежедневных активных пользователей (DAU) в 2019 году выросло на 47%, до 17,6 млн, за январь-сентябрь 2020-го оно увеличилось на 82% г/г, до 31,1 млн. Количество часов, проведенных пользователями в Roblox, в 2019 году повысилось на 45,7%, до 13,7 млрд, а за девять месяцев текущего года – на 122%, до 22,2 млрд. Текущий акционеры компании – Altos Ventures, First Round Capital II, Index Ventures, Meritech Capital. По данным crunchbase, за время своего существования Roblox привлекла более \$335,7 млн инвестиций. На последнем инвестраунде в феврале 2020 года компанию оценили в \$4,05 млрд.



## Обзор перед IPO

Эмитент:	Roblox Corporation
Тикер:	RBLX
Биржа:	NYSE
Диапазон на IPO:	\$-
Объем к размещению:	\$-
Андеррайтеры:	Goldman Sachs, Morgan Stanley, J.P. Morgan, Allen & Co, BofA Securities и RBC Capital Markets

# ROBLOX



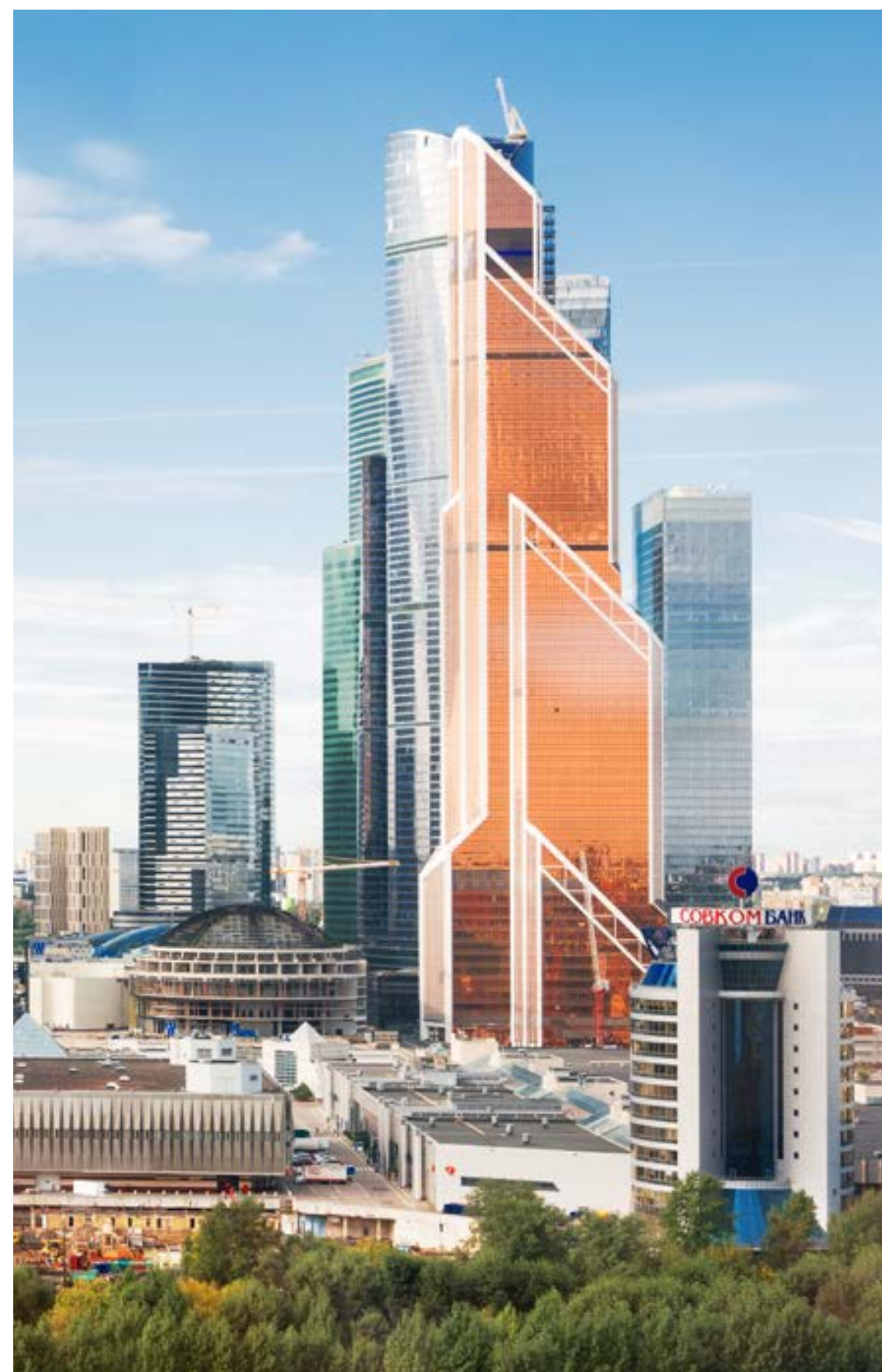


## Центральный офис

### 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



## Офисы

### Архангельск

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

### Астрахань

+7 (8512) 990-911  
ул. Кирова, д. 34  
astrakhan@ffin.ru

### Барнаул

+7 (3852) 29-99-65  
ул. Молодежная, 26  
barnaul@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  
+7 (343) 351-09-90  
ул. Хохрякова, д.10  
yekaterinburg@ffin.ru

### Ижевск

+7 (3412) 278-279  
ул. Пушкинская д. 277  
БЦ «Парус Плаза»  
safin@ffin.ru

### Иркутск

+7 (3952) 79-99-02  
ул. Киевская, 2  
(вход с ул. Карла Маркса)  
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 «Кловер», 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, д. 26  
n.chelny@ffin.ru

### Нижний Новгород

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

### Новокузнецк

+7 (3843) 20-12-20  
пр-т Н.С. Ермакова, 1, корп. 2,  
офис 103/3  
novokuznetsk@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

### Оренбург

+7 (3532) 48-66-08  
ул. Чкалова, 70/2  
orenburg@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  
Ульяновская улица, 45  
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,  
yaroslavl@ffin.ru

