

Инвестиционный обзор



№256
6 октября 2022

Фондовый рынок США:

В «медвежьем» капкане

S&P 500 завершил третий квартал на минимумах года на фоне замедления мировой экономики и жесткого курса ведущих ЦБ

Российский рынок: Возврат к февральским минимумам

Рынок Казахстана: Следуя за биржевыми флагманами

Рынок Узбекистана: Рост вопреки эффекту сентября

Рынок Германии: «Быкам» здесь не место?

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



Содержание



Рынок США. В «медвежьем» капкане	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице	4
Самое главное. Рыночный тайминг: миф или реальность	5
Актуальные тренды. Обзор на 3 октября	6
Наиболее важные новости компаний	7-9
Текущие рекомендации по акциям	10
Инвестиционная идея. Luminar Technologies. Автопилот рулит	11-12
Оptionная идея. BULL PUT SPREAD ON GDDY	13
Обзор венчурных инвестиций	14
Кто идет на IPO. Mobileye Global Inc. Курс на суперсовременное вождение	15
Российский рынок. Возврат к февральским минимумам	16-18
Инвестиционная идея. Полюс. Золотое дно	19-20
Рынок Казахстана. Следуя за биржевыми флагманами	21-22
Инвестиционная идея. Казахтелеком. Дивиденды возвращаются?	23
Рынок Узбекистана. Рост вопреки эффекту сентября	24-25
Инвестиционная идея. Узвторцветмет. Перспективный монополист	26
Рынок Германии. «Быкам» здесь не место?	27-28
Среднесрочная идея. Qiagen NV. На страже вашего здоровья	29
Новости Freedom Holding Corp.	30
Контакты	31

Инвестиционный
обзор №256

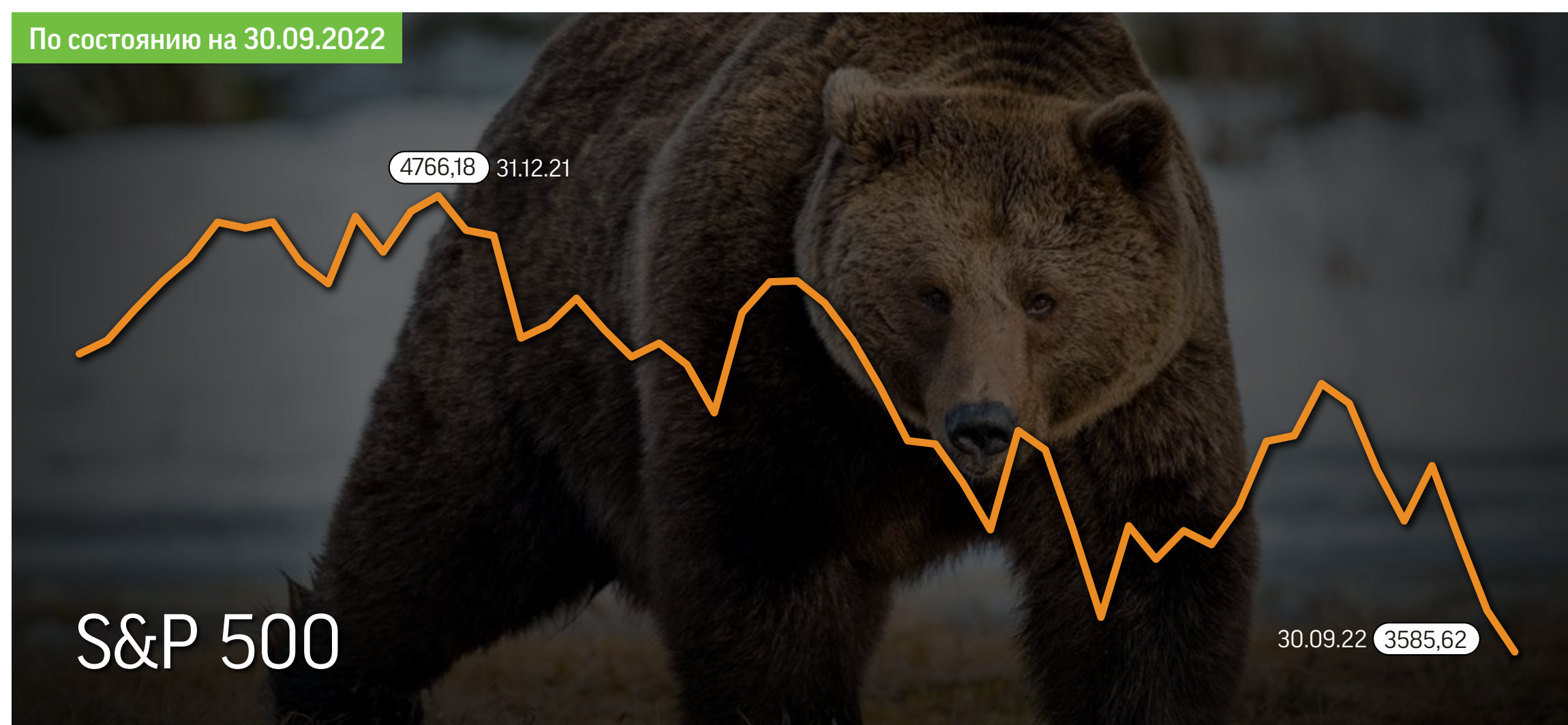
6 октября 2022

ffin.global

Фондовый рынок США

В «медвежьем» капкане

Замедление мировой экономики вкупе с ужесточением монетарной политики ведущих ЦБ мира вызывало коррекцию на рынках в сентябре. Индекс S&P 500 завершил третий квартал подряд снижением, обновив минимумы года



Новости одной строкой:

- 21.09.2022** ФРС США подняла ключевую ставку на 0,75 процентного пункта по итогам сентябрьского заседания FOMC
- 27.09.2022** Индекс цен на недвижимость S&P/Case-Shiller в июле ушел в отрицательную область в месячном исчислении впервые с 2012 года
- 28.09.2022** Индекс DXY, отражающий стоимость доллара США к основным мировым валютам, обновил 20-летние максимумы
- 30.09.2022** Рост стержневого индекса цен PCE, на который ориентируется ФРС, ускорился в августе с июльских 0,04% до 0,56% м/м

По состоянию на 30.09.2022

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	0,63%	-6,53%
QQQ	Индекс NASDAQ 100	-0,31%	-7,33%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,71%	-6,05%
UUP	Доллар	-2,12%	2,14%
FXE	Евро	2,29%	-1,27%
XLF	Финансовый сектор	2,03%	-5,20%
XLE	Энергетический сектор	10,68%	-4,84%
XLI	Промышленный сектор	1,76%	-7,40%
XLK	Технологический сектор	-0,34%	-7,82%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-3,71%	-9,61%
XLV	Сектор здравоохранения	1,68%	-1,11%
SLV	Серебро	12,88%	15,27%
GLD	Золото	4,76%	-0,52%
UNG	Газ	-7,23%	-26,86%
USO	Нефть	7,42%	-4,96%
VXX	Индекс страха	-1,99%	5,55%
EWJ	Япония	1,02%	-5,04%
EWU	Великобритания	4,23%	-5,42%
EWG	Германия	2,28%	-5,29%
EWQ	Франция	2,93%	-5,35%
EWI	Италия	1,65%	-3,02%
GREK	Греция	5,15%	-3,36%
EEM	Страны БРИК	-0,25%	-8,54%
EWZ	Бразилия	11,13%	5,44%
RTSI	Россия	0,00%	0,00%
INDA	Индия	0,34%	-4,43%
FXI	Китай	-2,99%	-11,24%



Инвестиционный обзор №256

6 октября 2022

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (19.09.2022 – 30.09.2022)



19.09.2022

Ford Motor Company ожидает увеличения расходов, связанных с поставками запчастей для своих автомобилей, на \$1 млрд в третьем квартале. К концу четвертого квартала дефицит запчастей затронет 40-45 тыс. автомобилей концерна, что вызовет сбой в продажах



3899

19

3855

20

3789

21

3757

22

3693

23

3655

26

3647

27

3719

28

3640

29

3585

30

27.09.2022

В июле впервые с 2012 года индекс цен на американскую недвижимость S&P/Case-Shiller показал отрицательную динамику: снижение составило 0,4% м/м при консенсусе, предполагавшем рост на 0,2%



30.09.2022

Meta Platforms* (ex-Facebook) приостановила наем новых сотрудников и предупредила о возможном сокращении штата в связи с реструктуризацией департаментов и отделов

Индекс потребительской инфляции PCE без учета волатильных компонентов в августе вырос на 4,9% г/г, тогда как в консенсус было заложено сохранение июльских темпов на уровне 4,7%. Рост инфляции месяц к месяцу ускорился с 0,04% в июле до 0,56%

21.09.2022

ФРС в третий раз подряд повысила ключевую ставку на 75 б. п., доведя ее до максимальных с 2008-го 3,25%. Следующее заседание, на котором будет приниматься решение по ставке, состоится 1-2 ноября



28.09.2022

Курс доллара США по отношению к основным мировым валютам достиг 20-летнего максимума на фоне рекордного обвала британского фунта к американской валюте и закрепления евро ниже паритета в паре с ней



Рыночный тайминг: миф или реальность

3-4 октября американский фондовый рынок показал отскок после заметной коррекции: все основные индексы прибавили более 5,5%. Основными факторами, подтолкнувшими инвесторов к покупкам, несмотря на агрессивные темпы ужесточения ДКП, стали техническая перепроданность бумаг и благоприятная статистика рынка труда. Основной вопрос, который инвесторы задают себе сейчас: можно ли рассчитывать на разворот тренда в ближайшее время? Казалось бы, пересмотр вверх прогноза повышения ставки на конец 2022 года (с 3,4% в июне до 4,4%) уже заложен в котировки, и негатив отыгран...

Рыночный тайминг – один из самых сложных аспектов инвестирования, и ни один профессиональный участник торгов не сможет со 100%-й уверенностью утверждать, что он знает, когда будет разворот. Однако подготовиться к изменениям на рынках можно, если хорошо знать историю. С момента окончания Второй мировой войны было 12 периодов заметного спада на фондовых площадках. При этом снижение с исторических максимумов до уровней дна «медвежьего» рынка в среднем занимало 12 месяцев, а восстановление к пиковым отметкам – 21 месяц. Если уточнить тайминг, то ситуация будет выглядеть так: индекс широкого рынка сначала корректировался от пиков на 20% в среднем за 236 дней, а затем продолжал падать еще 113 дней, после чего следовал разворот. Как это будет выглядеть, если наложить данную рамку на 2022 год? Днем, когда рынок скорректировался на 20% от максимумов, стало 13 июня. С тех пор (по состоянию на 5 октября) прошло уже 113 дней, что дает повод для оптимизма!

Более того, последние 12 рецессий показали, что после обвала на 20% рынки восстанавливаются в течение 25 месяцев. Полагая, что с учетом текущего падения общий подъем должен составить около 30%. В итоге на горизонте двух лет нас может ожидать ежегодный рост на 14%, что на 4% выше среднего показателя для S&P 500 за последние 60 лет.

Это сухая статистика, которая, конечно же, не гарантирует 30%-й доходности на двухлетнем горизонте, но перспективы долгосрочного инвестирования на начало года выглядели хуже, чем в настоящий момент. Как это выглядит в цифрах? В январе 2022-го

доходность двухлетних трежерис составляла 0,78%, форвардный мультипликатор P/E для S&P 500 равнялся 21,2х, а прогнозируемый рост EPS компаний из состава бенчмарка достигал 9,9%. Те же показатели на начало октября: 4,13%, 15,4х (на 10% ниже среднего значения за последние 10 лет) и 8,1% соответственно.

Высокая доходность облигаций, низкие мультипликаторы, снижение темпов роста прибыли – это всего лишь отражение текущей рыночной конъюнктуры, которую, с одной стороны, сейчас определяет инфляция, а с другой – устойчивость экономики США. Именно на эти факторы ориентируется регулятор в процессе повышения ставок.

В любом случае на рынке будет отмечаться высокая волатильность, причем вне зависимости от направления движения котировок, как это было в сентябре и самом начале октября. Замечу, что во время июньской коррекции 90% всех бумаг из состава S&P 500 демонстрировали падение пять сессий из семи в период 9 по 16 число, чего не было ни разу за всю историю фондового рынка! Как следствие, я бы категорически не рекомендовал инвесторам набирать активы, используя маргинальные средства. Однако и противоположная крайность вредна: стоя в стороне и не используя интересные возможности, ничего не заработаешь. На мой взгляд, оптимальная стратегия сейчас – формирование долгосрочных устойчивых позиций с горизонтом инвестирования два-пять лет. Что я рекомендовал бы включить в такой портфель?

- Облигации, о которых я рассказывал в инвестиционном обзоре № 254 от 8 сентября;
- акции «стоимости», например Nike (NKE), The Procter & Gamble (PG), The Southern (SO);
- бумаги крупнейших компаний, занимающих доминирующее положение на своих рынках, в частности Microsoft (MSFT), Amazon (AMZN), Alphabet (GOOG);
- долгосрочные инвестиционные фишки, о которых мы рассказываем на страницах наших инвестобзоров.

Вероятнее всего, на указанном выше горизонте инвестирования такой портфель обойдет по доходности спекулятивные корзины.

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в коридоре 3500–3900 пунктов

Важные новости

21 сентября Комитет по открытым рынкам ФРС США (FOMC) в третий раз подряд повысил ключевую ставку на 0,75 п. п., до 3,25%. В текущем году регулятор поднял ставку на 3%, что вызвало существенный рост доходностей гособлигаций Штатов. Доходность десятилетних трежерис впервые с 2010 года приблизилась к 4%.

27 сентября стало известно, что в июле американский индекс S&P/Case-Shiller, измеряющий стоимость недвижимости, впервые с 2012 года снизился от уровня предыдущего месяца. Падение составило 0,4%, тогда как рынок ожидал роста на 0,2%. В сопоставлении год к году индекс поднялся на 16,1%, что ниже июньских 18,7% и консенсуса на уровне 17,1%. Повышение ипотечных ставок ослабляет спрос на недвижимость и оказывает давление на ее стоимость.

28 сентября индекс DXY, отражающий стоимость доллара США к основным мировым валютам, впервые с 2002 года достиг 114,8 пункта. Курс британского фунта к доллару опускался до исторического минимума, евро закрепился ниже паритета к американской валюте. Высокая стоимость доллара США окажет давление на финансовые результаты американских компаний, которые получают существенную долю выручки за рубежом, за третий квартал.

30 сентября вышли данные о динамике стержневого индекса потребительской инфляции PCE, на который при определении курса ДКП ориентируется Федрезерв. За август показатель поднялся на 0,56% м/м, что существенно выше июльского увеличения на 0,04%. Рост год к году ускорился до 4,9% после 4,7% в июле. Высокий уровень инфляции увеличивает вероятность повышения ключевой ставки на заседании ФРС, которое состоится в начале ноября.

Актуальные тренды

Обзор на 3 октября

Глобальная картина

За последние 14 дней S&P 500 потерял 7,4% на фоне практически не прекращающихся распродаж. Настроение инвесторам сильно испортило решение ФРС, принятое на заседании 21 сентября, когда ключевая ставка была повышена на 75 б. п., а прогнозы ключевых макроэкономических переменных (включая инфляцию, ВВП, безработицу и т. д.) на 2022-2023 годы были заметно ухудшены. Дополнительное давление на рынок также оказала «ястребиная» риторика представителей ФРС и намерение регулятора продолжать реализацию жесткой ДКП в течение длительного времени. Заявление Джерома Пауэлла о том, что ФРС пока не добилась планируемого прогресса в вопросе борьбы с инфляцией, а также комментарии относительно сложности достижения «мягкой посадки» экономики стимулировали уход инвесторов от риска и усиление опасений относительно рецессии в США. Два важнейших показателя динамики инфляции – августовский базовый индекс расходов на личное потребление (PCE) и индекс базовой инфляции – продемонстрировали рост на 0,6% м/м. Столь значительную негативную динамику рынок воспринял как сигнал об устойчивости неблагоприятных ценовых трендов.

Согласно данным Bloomberg, по состоянию на 3 октября квартальные результаты представили 16 компаний из состава S&P 500. Отчитавшиеся эмитенты показали рост выручки и EPS на 12,7% и 2,4% соответственно. Динамика этих показателей превзошла консенсус на 0,42% и 4,2%. Среди крупных компаний уверенные показатели прибыли представили Costco (COST), Accenture (ACN) и Nike (NKE): их EPS превысили ожидания на 0,7%, 1,6% и 0,86% соответственно. Слабые данные выручки и прибыли опубликовали CarMax (KMX) и Carnival Corp (CCL).

В ближайшие 14 дней в фокусе внимания инвесторов будет отчетность следующих компаний: PepsiCo (PEP), BlackRock (BLK), Walgreens Boots (WBA), UnitedHealth (UNH), JPMorgan (JPM), Wells Fargo&Co (WFC), Morgan Stanley (MS), Citigroup (C).

Макроэкономическая статистика

Опубликованные в течение последних двух недель макроданные носили преимущественно позитивный характер. В частности, ситуация на рынке недвижимости США начала стабилизироваться. Продажи «вторички» составили 4,8 млн домов, хотя ожидалось снижение до 4,7 млн. Объемы реализации нового жилья выросли на 28,7% м/м, до 685 тыс. домов, при консенсусе 532 тыс. Сентябрьский индекс доверия потребителей от Conference Board поднялся до 108 пунктов при прогнозе 104,5 пункта. В сочетании с повышением

августовского базового ценового индекса расходов на личное потребление на 0,6% м/м (консенсус: +0,5% м/м) это указывает на сохранение относительно сильного потребительского спроса.

В течение следующих двух недель ожидаем выпуска показателей рынка труда, розничных продаж и деловой активности.

Монетарная политика ФРС

В течение последней декады сентября ряд участников Комитета по открытым рынкам (FOMC) делали заявления по поводу дальнейших перспектив монетарной политики регулятора, на что рынок реагировал довольно болезненно. В частности, глава ФРБ Атланты Рафаэль Бостик отметил, что реализовать сценарий «мягкой посадки» экономики в текущих условиях будет затруднительно. Чиновник также ожидает постепенного роста безработицы. Коллега Бостика из ФРБ Кливленда Лоретта Местер заявила, что необходимы дальнейший подъем ставки и поддержание ее на высоком уровне в течение более длительного времени, чем предполагалось ранее. Президент ФРБ Миннеаполиса Нил Кашкари подчеркнул, что большинство чиновников ФРС едины во мнении о том, что регулятору необходимо придерживаться жесткой ДКП.



Техническая картина

После пробоя котировками S&P 500 локальных уровней сопротивления в диапазоне 3770–3800 пунктов «медвежий» импульс усилился, в результате чего индекс широкого рынка ушел в коридор 3600–3670 пунктов. В условиях значительных распродаж в течение последних двух недель и достижения зоны перепроданности (согласно осциллятору RSI) полагаем, что бенчмарк может развить краткосрочный отскок вверх. Если после этого S&P 500 закрепится выше 3800 пунктов, можно ожидать локального усиления «бычьих» настроений.



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков



Инвестиционный
обзор №256

6 октября 2022

ffin.global



Ford Motor Company (F) 19 сентября заявила о предстоящем по итогам третьего квартала увеличении расходов на поставки запчастей для своих автомобилей на \$1 млрд по сравнению с запланированным ранее объемом. Также концерн прогнозирует, что к концу текущего квартала 40–45 тыс. автомобилей (в основном высокомаржинальные грузовики и внедорожники) столкнутся с дефицитом запчастей, что приведет к задержкам продаж.

Ford прогнозирует падение скорректированной прибыли до выплаты процентов и налогов за третий квартал в диапазон \$1,4–1,7 млрд с предыдущих \$3,7 млрд, притом что консенсус предполагает снижение показателя лишь до \$2,9 млрд. Тем не менее гайденс руководства автогиганта по итогам текущего года сохранен пределах \$11,5–12,5 млрд с учетом возможного сохранения дефицита запчастей у поставщиков и роста их цен из-за инфляции.

Продажи автомобилей Ford за июль и август увеличились на 36,6% и 27,3% г/г соответственно. Если за сентябрь этот показатель сократится на 45 тыс. единиц, в целом за третий квартал концерн реализует около 850 тыс. автомобилей. При сохранении текущих средних цен на машины это обеспечит скорректированную доналоговую прибыль в районе \$2 млрд, что позволит компании выполнить годовой план продаж при удовлетворении отложенного спроса в четвертом квартале. Около 4% совокупного объема реализации автомобилей Ford составляют электромобили. Их продажи в последние месяцы увеличиваются на сотни процентов год к году, что также может смягчить падение показателей за июль–сентябрь.

В сентябре продажи автомобилей Ford в США снизились на 8,9% г/г, до 143 тыс. единиц. Это свидетельствует о сохранении проблем с цепочками поставок, хотя в последние месяцы объемы реализации продукции Ford росли год к году. В частности, поставки электромобилей в США увеличились на 197,3% г/г. Вместе с тем ухудшение собственных прогнозов автопроизводителя в отношении квартальной прибыли привело к коррекции акций Ford в диапазон \$10–12.



Biogen (BIIB) 27 сентября опубликовала позитивные результаты тестирования Lecanemab. Глобальная III фаза клинических испытаний Clarity AD препарата Lecanemab, в которой приняло участие 1795 пациентов с ранними проявлениями симптомов болезни Альцгеймера, достигла первичной контрольной точки (замедление снижения когнитивных способностей по шкале CDR-SB) и всех вторичных контрольных точек, продемонстрировав статистически значимые результаты.

На 18-й неделе исследования было зафиксировано замедление снижения когнитивных способностей пациентов на 27% и снижение уровня амилоида по сравнению с контрольной группой. Результаты исследования Clarity AD лягут в основу решения FDA по одобрению Lecanemab в рамках приоритетного рассмотрения, которое состоится 6 января 2023 года.

Препарат разрабатывается Biogen в партнерстве с японской компанией Eisai (4523). Выручка от продаж Lecanemab будет учитываться Eisai, компании поделят поровну прибыли и убытки. Соглашение о сотрудничестве между ними продлено до 10 лет, что выгодно в первую очередь Biogen, которой необходимо компенсировать фактор истечения срока действия патентов на некоторые наиболее коммерчески успешные препараты. Biogen будет производить активный ингредиент Lecanemab в Швейцарии, обеспечивая надежные поставки по всему миру.

Вместе с тем результаты тестирования Lecanemab оказались несколько хуже, чем результаты испытаний аналога, представленного Eli Lilly (LLY). По итогам II фазы клинических испытаний у принимавших donanemab снижение когнитивных способностей замедлилось на 32% по шкале iADRS и на 20–40% по шкале CDR-SB. В то же время более широкая выборка участников III фазы испытаний может как подтвердить, так и опровергнуть эффективность препарата Eli Lilly. Также следует иметь в виду, что Lecanemab испытывается для пациентов с относительно легкой, ранней стадией болезни Альцгеймера, а для donanemab этот параметр не уточняется. В случае успеха обоих препаратов разработчики смогут поделить между собой рынок сбыта своих продуктов. Результаты III фазы клинических испытаний donanemab должны появиться этой осенью, но препарат еще не получил права на ускоренное одобрение от FDA, то есть его выход на рынок состоится позже в 2023 году. Этот фактор обеспечивает Lecanemab дополнительное преимущество.

Участники рынка позитивно отреагировали на новости. Акции BIIB на премаркете выросли на 44%. Мы повышаем таргет по бумаге BIIB до \$251, а рекомендацию меняем на «держать».



Источники Bloomberg сообщили, что **Apple (AAPL)** отказывается от планов по увеличению производства iPhone 14 в этом году.

Изначально запланированное наращивание выпуска всех моделей iPhone на 6 млн г/г пересматривается. На текущий момент Apple планирует представить на рынок около 90 млн устройств, что, по информации Bloomberg, эквивалентно прошлогоднему объему. В то же время, по данным S&P Global Market Intelligence, Counterpoint Research и statista.com, за четвертый квартал компания продала только 80–87 млн устройств. В преддверии презентации нового



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

поколения своих продуктов Apple анонсировала увеличение производства смартфонов на 7%. Мы считаем высокой вероятностью очень сильных продаж iPhone 14, на что указывает ряд рыночных факторов. Трекер Morgan Stanley сигнализирует о максимальной продолжительности сроков поставки iPhone 14 ProMax на данном этапе цикла среди всех моделей iPhone за последние шесть лет, а поставки iPhone 14 Pro заняли третье место по продолжительности. JP Morgan зафиксировал сужение доли рынка iPhone 13 в августе на 500 б. п., что объясняется ожиданием появления на нем iPhone 14. Данные коррелируют с тенденциями перед запуском iPhone 12 и указывают на высокий интерес потребителей к новой модели.

Кроме того, потребители в первую очередь интересуются pro-версиями, доля которых в структуре продаж может составить 50–60%. Bloomberg также отмечает усиление интереса к премиальным моделям iPhone 14 Pro по сравнению с базовым iPhone 14. После презентации новых моделей Apple 7 сентября мы предположили, что позиции iPhone 14 будут слабее, чем у конкурирующих с ним моделей.

Расширение доли премиальных продуктов в структуре продаж Apple может полностью компенсировать некоторое их отставание в штучном выражении. Так, несмотря на практически не изменившиеся в количественном отношении продажи iPhone за четвертый квартал 2021 года по сравнению с предыдущим, выручка от бизнес-сегмента iPhone выросла на 9,2%. Прогнозируем, что по итогам октября-декабря 2022 года объемы реализации продукции Apple в бизнес-сегменте увеличатся в пределах 3–6% г/г.



Bloomberg со ссылкой на заявление Марка Цукерберга сообщило, что **Meta Platforms*** (META) (ex-Facebook) приостанавливает наем сотрудников, а также предупреждает о планах оптимизировать штат в рамках реструктуризации департаментов и отделов.

С одной стороны, планируемые действия компании, вероятно, вызваны слабой динамикой выручки, что негативно для перспектив бизнеса. Давление на рекламные доходы Meta оказывает снижение активности европейских рекламодателей, конкуренция с TikTok, недостаточно эффективная монетизация Reels, удешевление рекламы из-за обновленной политики приватности Apple.

С другой стороны, оптимизация штата будет способствовать повышению маржинальности Meta, что позволит оправдать ожидания инвесторов в отношении динамики прибыли. Актуальный консенсус предполагает рост EPS в 2023 году всего на 10%, что мы оцениваем как реалистичный ориентир с учетом эффекта крайне низкой базы 2022-го: в прогноз по его итогам заложено падение EPS на 28%.

Мы полагаем, что результаты Meta за третий квартал могут превзойти ожидания инвесторов. Менеджмент прогнозирует выручку в диапазоне \$26–28,5 млрд. Текущий консенсус располагается примерно в середине этого коридора, что предполагает снижение выручки на 5% г/г. Мы рассчитываем, что результат окажется вблизи верхней границы гайденса (-2% г/г). На наш взгляд, собственный прогноз Meta излишне консервативен, так как в него закладывается сильное негативное влияние ситуации в экономике в целом.

Пессимистичный настрой топ-менеджмента в Европе – значимый фактор риска для рекламных доходов Meta. Впрочем, в текущих мультипликаторах компании имеющиеся риски учтены с запасом: форвардный P/E составляет всего 13,1x. Бумаги торгуются как акции «стоимости», хотя бизнес сохраняет долгосрочные перспективы роста за счет улучшения монетизации Reels.



Результаты **Micron (MU)** за третий квартал вышли неоднозначными: выручка недотянула до прогнозов, а прибыль оказалась выше ожидаемого. Гайденс руководства на следующий квартал достаточно неуверенный, а среднесрочный прогноз скорее позитивный.

Выручка компании за отчетный период снизилась на 19,7% г/г, до \$6,64 млрд, что на 2,3% меньше, чем предполагал консенсус Factset. Скорректированная EPS упала на 40% г/г, до \$1,45, на 2,8% превысив среднерыночные ожидания.

Основными факторами ухудшения финансовых показателей стали уже привычные для отрасли ослабление спроса на смартфоны и ноутбуки, а также большие товарные запасы, рост которых у Micron составил 48% г/г. При этом оборачиваемость сократилась с 1,7 в прошлом квартале до 1,19.

В этих условиях менеджмент корпорации планирует в 2023 финансовом году уменьшить CAPEX на 30%, до \$8 млрд, и снизить объем производства. Приоритет будет отдан расходам на строительство (+50% г/г), в то время как затраты на развитие следующего поколения решений (1-beta-техпроцесс для DRAM и 232-слойные NAND) будут сокращены на 50% г/г.

Выручка в сегменте DRAM-чипов уменьшилась на 21% г/г и на 23% кв/кв из-за падения продаж в натуральном выражении на 10% кв/кв и снижения средней цены реализации (ASP) на 12% кв/кв при консенсусе 6,3%.

Доходы NAND-сегмента сократились на 14% г/г и 26% кв/кв ввиду падения поставок в битном измерении на 22,5% кв/кв и снижения ASP примерно на 7% кв/кв. Вместе с тем CEO Micron отметил расширение рыночной доли компании как в потребительских, так и серверных SSD. Под наибольшим давлением оказались подсегменты Compute and Networking (CNBU) и Storage



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

(SBU), зафиксировавшие сокращение доходов на 23% и 26% соответственно вследствие значительного фокуса на потребительские ниши. В подсегменте Embedded (EBU) удалось удержать темпы падения продаж до 4%.

Скорректированная операционная маржа Micron в соответствии с нашими ориентирами снизилась на 12% на фоне уменьшения валовой маржи на 7,6% и негативного эффекта операционного рычага.

Одним из главных разочарований релиза Micron стал прогноз ее руководства на следующий квартал. Менеджмент ожидает падения выручки на 45% (!) г/г, сокращения валовой маржи до 25%, а non-GAAP операционную маржу закладывает на уровне около 2,5%. При этом в 2023 году руководство планирует восстановление поставок в битном измерении как по DRAM-, так и по NAND-сегменту, а также предполагает, что предложение по обоим ключевым направлениям

будет ниже спроса. Среди негативных моментов отчетности можно отметить еще и пересмотр вниз долгосрочного прогноза по рынку DRAM на фоне ухудшения долгосрочных перспектив производителей ПК и ноутбуков. CAGR этой отрасли ожидается на уровне 15% в натуральном выражении (в числе битов).

Мы оцениваем квартальные результаты Micron негативно главным образом из-за очень слабого прогноза на следующий квартал, указывающего на более серьезное, чем в среднем ожидает инвестсообщество, падение в отрасли. В то же время в 2023 году менеджмент рассчитывает на стабилизацию индустрии. Наш собственный прогноз по ASP на несколько следующих кварталов пересмотрен в сторону снижения до 15-20% по DRAM и NAND. Ожидаем, что спад будет продолжаться следующие три-четыре квартала, за чем последует восстановление в секторе. Целевая цена по акции Micron снижена до \$37,5, рекомендация – «продавать».



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
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	1 974	2022-10-03	8	14,2	2023-10-03	88%	Покупать
MDLZ	MONDELEZ INTERNATIONAL, INC.	Производство продуктов питания	77 231	2022-09-19	56	72	2023-09-19	28%	Покупать
CME	CME GROUP INC.	Рынки капитала	64 044	2022-09-05	178	219	2023-09-05	23%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	15 310	2022-08-23	69	93	2023-08-23	35%	Покупать
BKR	BAKER HUGHES COMPANY	Нефтесервисные услуги о оборудование	22 542	2022-08-05	22	29	2023-08-05	30%	Покупать
X	UNITED STATES STEEL CORP.	Металлы и горнодобывающая промышленность	4 600	2022-07-12	19	29	2023-07-12	50%	Покупать
LUV	SOUTHWEST AIRLINES CO.	Авиалинии	18 524	2022-06-26	31	51	2023-06-26	63%	Покупать
QRVO	QORVO INC.	Производство полупроводников	8 496	2022-08-10	82	134	2023-08-10	63%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	18 021	2022-05-27	78	122	2023-05-27	56%	Покупать
BAC	BANK OF AMERICA CORP.	Банковская деятельность	249 816	2022-07-18	31	40	2023-07-18	29%	Покупать
CRM	SALESFORCE INC.	Производство программного обеспечения	147 900	2022-08-26	148	226	2023-08-26	53%	Покупать
MA	MASTERCARD INC.	Услуги в сфере информационных технологий	278 476	2022-07-28	290	384	2023-07-28	32%	Покупать
ADBE	ADOBE INC	Программное обеспечение	132 608	2022-09-16	285	448	2023-09-16	57%	Покупать
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	39 413	2022-09-15	151	239	2023-09-15	58%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	131 810	2021-11-25	85	120	2022-11-25	41%	Покупать
GPS	GAP INC	Специализированная розничная торговля	3 131	2022-02-22	9	12	2023-02-22	39%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	339 204	2022-08-01	69	104	2023-08-01	50%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	10 574	2022-08-09	9	18	2023-08-09	106%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	25 250	2022-01-27	30	46	2023-01-27	55%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	6 041	2022-08-04	28	45	2023-08-04	58%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	12 695	2022-08-26	78	124	2023-08-26	59%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	177 074	2022-05-31	97	144	2023-05-31	48%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	43 183	2021-11-08	235	292	2022-11-08	25%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	2 528	2022-05-31	7	18	2023-05-31	134%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	18 896	2021-11-05	113	220	2022-11-05	94%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	2 680	2022-09-05	21	24	2023-09-05	11%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	12 397	2021-11-02	91	115	2022-11-02	26%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	7 843	2022-05-31	15	40	2023-05-31	170%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	16 457	2022-07-22	10	17	2023-07-22	70%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	2 959	2022-05-31	8	13	2023-05-31	61%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	131 638	2022-08-05	117	191	2023-08-05	63%	Покупать

Инвестиционный обзор №256

6 октября 2022

ffin.global



Инвестиционная идея

Luminar Technologies. Автопилот рулит

Ввиду устойчивых рыночных позиций и сильных финансовых показателей акции LAZR интересны для покупки с таргетом \$14,2

Тикер	LAZR
Цена акций на момент анализа	\$8,30
Целевая цена акций	\$14,20
Потенциал роста	71,08%

Основанная в 2012 году американская технологическая компания Luminar Technologies (LAZR) занимается разработкой и производством лидаров (LiDAR) для легковых автомобилей и коммерческих грузовиков. В настоящее время такие устройства являются неотъемлемым элементом в наборе высокотехнологичных сенсоров, необходимых для повышения автономности транспортных средств.

Причины для покупки

- **Значительный отрыв от конкурентов.** Лидары LAZR выгодно отличаются от продукции сопоставимых компаний (Cepton, Innoviz, Velodyne и др.) благодаря технологии на базе лазера с длиной волны 1550 нм. В сочетании с разработанным компанией ПО эта технология может применяться для повышения автономности транспортных средств до третьего уровня по классификации SAE («условный автопилот») и более. В то же время конкуренты Luminar фокусируются на разработке лидаров на базе лазеров с длиной волны лишь 905 нм, которые будут использоваться в автомобилях с первым и вторым уровнем автономности. Это преимущество обеспечивает долгосрочные перспективы роста бизнеса Luminar как лидирующего игрока в индустрии и окажет поддержку котировкам в случае усиления рыночной волатильности.
- **Интерес крупнейших автопроизводителей к продукции LAZR.** Пока компания находится на

стадии поиска долгосрочных партнеров среди производителей транспортных средств, поэтому динамика ее акций зависит не от текущих результатов (за II квартал 2022 года эмитент заработал \$9,9 млн выручки при убытке по EBITDA на уровне \$59 млн), а от успехов в заключении новых долгосрочных соглашений. В портфеле Luminar уже есть контракты с Mercedes-Benz, Geely (Volvo), Nissan, SAIC. Суммарный объем заказов по итогам текущего года может составить как минимум \$3,36 млрд. Партнерство с Mercedes-Benz также имеет важное имиджевое значение.

- **Наличие драйверов роста котировок.** Судя по комментариям менеджмента, до конца 2022 года можно ожидать информацию о заключении новых коммерческих контрактов. К примеру, Ford и Hyundai еще не объявили о партнерстве с каким-либо поставщиком лидаров. Еще одним триггером роста для бумаг LAZR может стать выпуск модели кроссовера EX90 от Volvo, запланированный на 9 ноября 2022 года. Этот электромобиль будет оснащен дорогостоящим лидаром от Luminar. Наконец, до конца года ожидается релиз бета-версии Sentinel – полноценного решения для автомобилей, которое обеспечивает скоординированную работу софта и датчиков.
- **Уверенные финансовые результаты.** У компании на счетах достаточно денежных средств

Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №256
6 октября 2022

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
LAZR	3,9%	3,7%	(7,0%)	25,3%	(50,7%)
S&P 500	2,6%	0,6%	(6,3%)	(3,8%)	(15,6%)
Russell 2000	2,7%	3,2%	(5,6%)	(1,1%)	(23,8%)
DJ Industrial Average	2,7%	0,8%	(5,8%)	(5,2%)	(14,1%)
NASDAQ Composite Index	2,3%	0,1%	(7,0%)	(2,8%)	(25,8%)

Динамика котировок LAZR



Инвестиционная идея

(\$605 млн) для финансирования операционной деятельности и строительства фабрик. Выход в прибыль ожидается в 2024-2025 годах. Менеджмент также прогнозирует, что дополнительное привлечение капитала не потребуется, что выгодно отличает компанию от конкурентов. Первые сборочные линии для серийного производства лидаров Iris будут полностью готовы к концу 2022 года, а во второй половине 2023-го будет достроена крупная автоматизированная фабрика производственной мощностью 250 тыс. устройств в год.

- **Качество корпоративного управления.** Компания уже смогла привлечь топ-менеджеров из Apple, Tesla, NVIDIA, а генерального директора и основателя Luminar Остина Рассела можно назвать вундеркиндом, поскольку свой первый патент он получил в 13 лет. Сейчас Расселу 27, и он уже вошел в рейтинг Forbes «30 до 30», а также считается самым молодым миллиардером в мире, который заработал состояние самостоятельно.

Наш таргет по бумаге LAZR – \$14,2, рекомендация – «покупать».

Инвестиционный
обзор №256

6 октября 2022

ffin.global



Финансовые показатели, \$ млн	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Выручка	13	14	32	42	123	382	764	1 306	2 090
Основные расходы	17	25	46	59	68	172	306	496	773
Валовая прибыль	-4	-11	-14	-17	55	210	458	810	1 317
SG&A	63	84	211	246	283	344	458	562	794
EBITDA	-65	-92	-217	-246	-203	-95	66	321	601
Амортизация	2	3	8	17	25	39	66	73	79
EBIT	-67	-95	-225	-263	-228	-134	0	248	523
Процентные выплаты (доходы)	2	3	2	37	31	25	25	25	25
EBT	-99	-370	-250	-300	-259	-158	-25	224	498
Налоги	-5	-8	-12	0	0	0	0	47	105
Чистая прибыль	-95	-362	-238	-300	-259	-158	-25	177	393
Dilluted EPS	\$-0,74	\$-1,14	\$-0,69	\$-0,66	\$-0,46	\$-0,25	\$-0,03	\$0,21	\$0,43
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-

LUMINAR

Анализ коэффициентов	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ROE	-	-	-	-	-	-	-
ROA	-34%	-39%	-46%	-34%	-5%	22%	29%
ROCE	-34%	-36%	-45%	-38%	0%	58%	69%
Выручка/Активы	0,04x	0,07x	0,26x	0,85x	1,28x	1,31x	1,23x
Коэф. покрытия процентов	-110,97x	-7,17x	-7,44x	-5,45x	0,00x	10,12x	21,31x

Маржинальность, в %	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Валовая маржа	-32%	-79%	-44%	-39%	45%	55%	60%	62%	63%
Маржа по EBITDA	-516%	-662%	-680%	-578%	-165%	-25%	9%	25%	29%
Маржа по чистой прибыли	-752%	-2597%	-745%	-705%	-210%	-41%	-3%	14%	19%

Опционная идея

BULL PUT SPREAD ON GDDY



Инвестиционный тезис

GoDaddy (GDDY) предоставляет небольшим независимым компаниям и предпринимателям самую масштабную в мире облачную платформу. Управляя 60 млн доменных имен в крупнейших доменных зонах первого уровня, включая COM, ORG, NET, BIZ, INFO, RU, GoDaddy помогает создавать профессиональные веб-сайты, привлекать клиентов и налаживать управление бизнесом. 3 августа эмитент отчитался за второй квартал 2022 года. Выручка оказалась немного лучше ожиданий, однако прибыль недотянула до предварительных оценок экспертов с Уолл-стрит. Однако самым большим разочарованием для инвесторов стал гайденс по прибыли: он не был пересмотрен с момента публикации прошлого отчета, хотя участники торгов на это очень рассчитывали. Позитивным моментом стала новость об увеличении программы обратного выкупа на \$250 млн, до \$1 млрд. С учетом всех перечисленных факторов мы ожидаем, что к 21 октября 2022-го акции GoDaddy будут торговаться выше \$70.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on GDDY
Страйки	Long PUT 67,5; Short PUT 70
Покупка	+GDDY*CAL67,5
Продажа	+GDDY*CAL70
Дата экспирации	21 октября 2022 г.
Маргинальное обеспечение	\$250,00
Максимальная прибыль	\$52,5
Максимальный убыток	\$197,5
Ожидаемая прибыль	21%
Точка безубыточности	\$71,98

Управление позицией

Если цена актива на дату экспирации будет выше страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль \$52,5. Если цена базового актива составит \$67,5–70, убыток будет варьироваться. При этом придется продать эквивалентное количество лотов (100 акций) GDDY для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже проданного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$197,5.

Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вера	Тета		1М	3М	6М	12М
GDDY	Покупать	PUT \$67,5	21.10.2022	0,825	\$52,50	-0,209	0,044	0,048	-0,052	41,28%	29,16%	29,84%	37,40%	38,84%
	Продавать	PUT \$70	21.10.2022	1,350		-0,327	0,061	0,057	-0,059	37,26%				

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №256

6 октября 2022

ffin.global

Flatfile

Основная разработка Flatfile – платформа для анализа больших данных, соответствующая всем нормам безопасности. Продукт компании помогает представителям крупного и среднего бизнеса принимать более эффективные управленческие решения, а клиентская база Flatfile насчитывает почти 2000 организаций. С момента создания в 2018-м стартап привлек около \$100 млн, половина этой суммы была получена в рамках последнего раунда финансирования серии В от Tiger Global и прочих инвесторов (Radient Ventures, Scale Ventures и Workday Ventures). 18 месяцами ранее Flatfile провела серию А, в которой привлекла \$35 млн от Scale Venture Partners и других.



Opto Investments

Opto Investments предоставляет инвесторам единый доступ к финансовым инструментам на различных рынках (недвижимости, фондовых и венчурных). Клиентская база компании уже насчитывает более 80 зарегистрированных консультантов. В недавно закрытом раунде финансирования серии А Opto Investments привлекла \$145 млн от Tiger Global и других инвесторов, включая 8VC, MSD Capital Майкла Делла, Clocktower Ventures, FinVC, HOF Capital. Менеджмент планирует направить полученные средства на расширение бизнеса и увеличение клиентской базы.



Wasabi Technologies

Wasabi Technologies предоставляет 40 тыс. пользователей доступ к облачному хранилищу по приемлемой цене. Платформа компании сочетает наиболее востребованные функции, представленные в приложениях Dropbox, Google Drive, Backblaze, Amazon S3 и Microsoft Azure. Компания также уделяет большое внимание безопасности данных. С момента основания в 2015-м Wasabi Technologies привлекла более \$535 млн, получив статус «единорога» после раунда финансирования серии D, в котором было получено \$125 млн от L2 Point Management и других инвесторов.



Moxion Power

Основной целью американского стартапа Moxion Power, работающего в отрасли чистой альтернативной энергетики, является замена дизельных генераторов на эффективные аккумуляторные системы, созданные по уникальной технологии. Мобильные батареи Moxion Power подходят для использования на строительных площадках, а также на концертах, киносъёмках, фестивалях и других мероприятиях, где обычно применяются дизельные генераторы, которые выделяют в атмосферу почти на 70% больше углекислого газа на 1 кВт*ч в сравнении с угольной электростанцией. Компания также сдает свое оборудование в аренду, предоставляя при этом услуги регулярной подзарядки. Инвестраунд серии В, возглавленный Tamarack Global, принес Moxion Power \$100 млн. Компанию также финансируют Y Combinator, Energy Impact Partners, Marubeni, Rocketship.vc, Liquid 2 Ventures, Microsoft Climate Innovation Fund.



IPO Mobileye Global Inc

Курс на суперсовременное вождение

1 октября заявку на IPO подал производитель чипов и софта для беспилотных авто Mobileye Global Inc. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, Morgan Stanley, Evercore ISI, Barclays, Citigroup, BofA Securities, RBC Capital Markets, Mizuho, Wolfe | Nomura Alliance, BNP PARIBAS

Чем интересна компания:

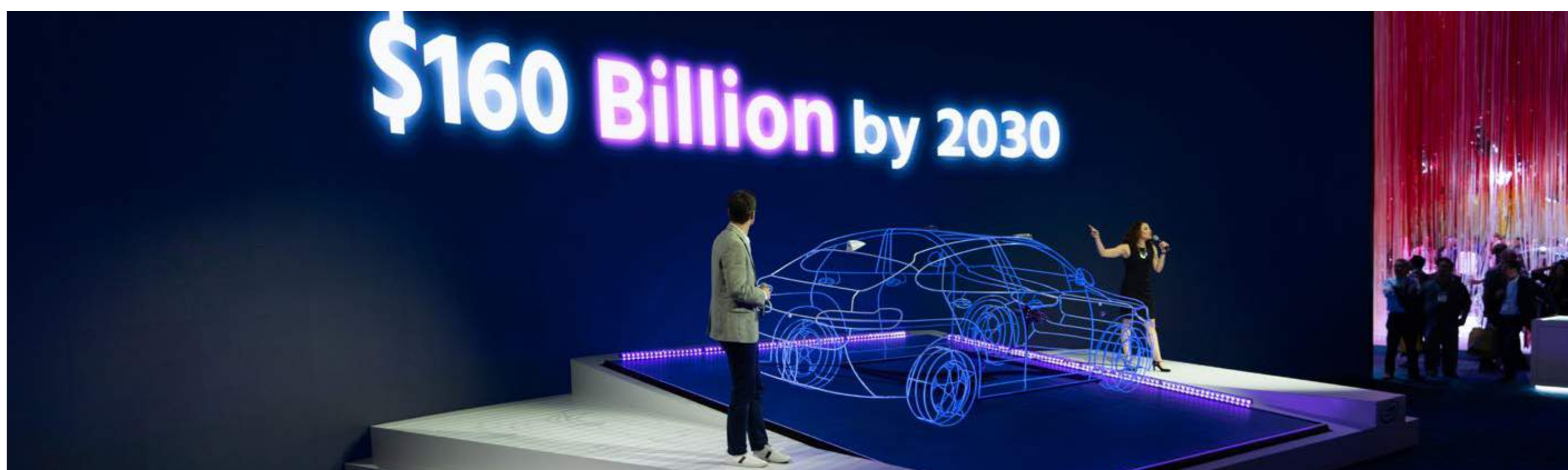
- **О компании.** Основанная в 1999 году Mobileye специализируется на разработке программного обеспечения и оборудовании для безопасного автономного вождения. На сегодня она сотрудничает с Audi, BMW, Volkswagen, GM и Ford. Генеральный директор Mobileye Амнон Шашуа отмечает, что технологии компании используются в 800 моделях автомобилей, производимых 50 компаниями. Mobileye располагает базой данных о 8,6 млрд миль дорог на восьми испытательных площадках. Совокупно компания поставила партнерам 117 млн единиц своего продукта EyeQ. Впервые Mobileye вывела свои акции на публичный рынок в 2014 году и привлекла \$890 млн, что обеспечило ее IPO статус крупнейшего размещения израильской компании на фондовом рынке США. В 2017-м компанию за \$15,3 млрд купила Intel, и это стало самой дорогостоящей

сделкой по поглощению актива из Израиля. В этом году уже сама Mobileye приобрела у Intel разработчика мобильных приложений для навигации Moovit, которого материнская компания купила за \$900 млн в 2020 году.

- **Финансовые показатели.** Выручка Mobileye в 2020 году показала рост на 10%, в 2021-м он ускорился до 43%, а в первом полугодии текущего года составил 21% (+4,5% в первом квартале и +40,67% во втором). Финансовые показатели компании в последние отчетные периоды стали более волатильными под влиянием дефицита чипов, сбоя в цепочках поставок и общей экономической неопределенности. EBIT-маржа улучшилась с -22% в 2020 году до -4% в 2021 году. На этом уровне она была зафиксирована и по итогам января-июня текущего года. При этом стоит отметить, что во втором квартале маржа достигла 2,17%, тогда как в первые три месяца 2022-го равнялась -12%.

Обзор перед IPO

Эмитент	Mobileye Global Inc
Тикер	MBLY
Биржа	NASDAQ
Диапазон на IPO	\$-
Объем к размещению	\$100 млн
Андеррайтеры	Goldman Sachs, Morgan Stanley, Evercore ISI, Barclays, Citigroup, BofA Securities, RBC Capital Markets, Mizuho, Wolfe Nomura Alliance, BNP PARIBAS



Возврат к февральским минимумам

На геополитических новостях основной рублевый бенчмарк пробил вниз отметку 1900 пунктов

Российский фондовый рынок продемонстрировал резко отрицательную динамику на фоне усиления геополитической напряженности, однако панические распродажи носили краткосрочный характер. Хотя в моменте Индекс МосБиржи терял более 20%, но в итоге сумел к окончанию двухнедельного периода удержаться выше психологически значимой отметки 2000 пунктов. Индекс РТС при этом торгуется выше 1100 пунктов. Пара USD/RUB скорректировалась в диапазон 56–58 из-за больших продаж, связанных с опасениями принятия новых санкций в отношении торгово-клиринговой инфраструктуры российского валютного рынка. Центральной новостью последних двух недель стало утверждение собранием акционеров Газпрома рекордного дивиденда в размере 1,2 трлн руб. (51,03 руб. бумагу). Однако эта позитивная новость была омрачена сообщением о повреждении трех ниток европейских газопроводов. В результате утечка составила 800 млн куб. м газа. Кроме того, не исключены претензии к оператору, связанные с причинением ущерба окружающей среде. Восстановление трубопроводов займет продолжительное время и потребует значительных инвестиций. Еще одним фактором дав-

ления на показатели компании выступает возможное повышение внутренних налогов на 50 млрд руб. в месяц. Хотим подчеркнуть, что дивидендные ожидания инвесторов оправдались и доверие миноритариев таким образом восстановлено. Однако важно отметить, что перечисленные выше негативные обстоятельства могут стать препятствием для дивидендных выплат во втором полугодии, поэтому реакция участников торгов на позитивное решение собрания акционеров оказалось сдержанной.

На российских фондовых площадках сохраняется повышенная волатильность. Хотя широкий рынок потерял примерно 20% за две недели, ажиотажных покупок мало. Интерес частных инвесторов к ценным бумагам снижается, поскольку в столь непростые времена физлица отдадут предпочтение банковским депозитам. В среднесрочной перспективе на рынке будут преобладать краткосрочные спекуляции, интереса к вложениям на длительный срок не просматривается. Важных корпоративных событий в ближайшее время не ожидается. Несмотря на отскок рублевого бенчмарка, мы не рассматриваем 2000 пунктов по Индексу МосБиржи в качестве сильной поддержки.

Ожидаем

Ввиду повышенной волатильности на горизонте одной-двух недель прогнозирование затруднено. Как следствие, ориентир для Индекса МосБиржи не публикуем. Ход торгов по-прежнему будут определять настроения спекулянтов, формируемые под воздействием информационного фона. В фокусе внимания могут оказаться геополитические события. Пара USD/RUB в отсутствие негативных новостей, вероятнее всего, продолжит торговаться в диапазоне 55–60. Однако, если в отношении российской биржевой инфраструктуры будут введены дополнительные санкции, это может спровоцировать укрепление рубля.

Наша стратегия

В период повышенной волатильности следует сократить либо по возможности закрыть маржинальные позиции. Рекомендуем пока ограничиться краткосрочными спекулятивными операциями (преимущественно покупками на фоне сильной коррекции) и воздержаться от поиска долгосрочных точек входа в акции и облигации с фиксированным купоном.

Георгий Ващенко,
заместитель директора
аналитического департамента
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №256

6 октября 2022

ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	19.09.22	03.10.22	
MOEX	2 430	2 041	-16,01%
РТС	1 272	1 091	-14,23%
Золото	1 673	1 699	1,55%
BRENT	92,42	89,39	-3,28%
EUR/RUB	60,28	54,74	-9,19%
USD/RUB	60,08	56,68	-5,66%
EUR/USD	1,0020	0,9828	-1,92%

Индекс МосБиржи дневной



В течение двух последних недель Индекс МосБиржи впервые с конца февраля опускался ниже 1900 пунктов, однако часть потерь затем удалось отыграть. Индекс РТС удержался выше психологически значимой отметки 1000 пунктов. Пара USD/RUB торговалась в диапазоне 56–59.



Выручка **Полюса** в рассматриваемый период сократилась на 19% г/г, до \$1852 млн. Скорректированная EBITDA уменьшилась за год с \$1638 до \$1215 млн, что соответствует рентабельности 66% в сравнении с 72% в первом полугодии 2021-го. Прибыль снизилась на 27%, до \$1387 млн. Свободный денежный поток составил \$701 млн против \$1379 млн годом ранее. Объем капзатрат вырос на 25%, до \$384 млн. Чистый долг увеличился до \$2452 млн против \$2366 млн в сопоставимом периоде прошлого года. Долговая нагрузка повысилась до 0,8x 12M EBITDA. Производство золота сократилось примерно до 1,07 млн унций против 1,26 млн в январе-июне 2021-го, что обусловлено снижением содержания металла в руде. Денежные затраты на добычу выросли с \$655 до \$855 за унцию. Дивидендных выплат не ожидается.



Выручка и EBITDA другого золотодобытчика **Polymetal** сократились на 18% г/г и 35% г/г, до \$1048 млн и \$426 млн соответственно при марже 40%. Снижение прибыльности обусловлено падением продаж при растущих издержках. Так, денежные затраты составили \$853 за унцию. Чистая прибыль уменьшилась до \$203 млн против \$422 млн годом ранее. Капитальные расходы достигли \$373 млн. Свободный денежный поток составил -\$630 млн. Чистый долг вырос с \$1647 млн до \$2,8 млрд, долговая нагрузка оказалась равна 2,2x EBITDA. Дивиденды не планируются.



Чистая выручка **Qiwi plc** за январь-июнь увеличилась на 47%, до 16,5 млрд руб., включая 14,9 млрд (+43% г/г) руб., заработанные в сегменте платежного сервиса. Скорректированные чистая прибыль и EBITDA составили 5,3 млрд (+11% г/г) и 10,7 млрд руб. соответственно. 70% акций компании были консолидированы организациями под контролем Сергея Солонина.

Инвестиционный
обзор №256

6 октября 2022

ffin.global





Акция	19.09.2022	03.10.2022	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	782,4	634,2	-18,94%
НЛМК	116,7	86,76	-25,66%
ММК	29,965	26	-13,23%
ГМК Норникель	16016	13186	-17,67%
Распадская	301,05	216	-28,25%
Алроса	76,93	64,51	-16,14%
Полюс	8072	5558,5	-31,14%
Мечел, ао	121,25	90	-25,77%
Мечел, ап	164,8	119,4	-27,55%
ОК РУСАЛ	46,815	35,745	-23,65%
Polymetal	405,3	292,6	-27,81%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	138,04	114,35	-17,16%
Сбербанк, ап	130,27	109,55	-15,91%
ВТБ	0,019875	0,015725	-20,88%
АФК Система	14,889	11,23	-24,58%
МосБиржа	94,8	79,92	-15,70%
Сафмар	476,2	436,6	-8,32%
TCS, гдр	3188	2636	-17,31%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	244,21	215,83	-11,62%
НОВАТЭК	1171,8	1013,4	-13,52%
Роснефть	358,25	287,9	-19,64%
Сургут, ао	25,82	19,055	-26,20%
Сургут, ап	29,055	23,2	-20,15%
ЛУКОЙЛ	4496	4077	-9,32%
Башнефть, ао	1059,5	838	-20,91%
Башнефть, ап	711	588	-17,30%
Газпром нефть	430	362,5	-15,70%
Татнефть, ао	438,3	383,8	-12,43%
Татнефть, ап	412,9	372,5	-9,78%

Акция	19.09.2022	03.10.2022	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	3,2725	2,699	-17,52%
РусГидро	0,7894	0,6851	-13,21%
ОГК-2	0,547	0,4491	-17,90%
Юнипро	1,422	1,156	-18,71%
ТГК-1	0,00862	0,007198	-16,50%
Энел	0,4744	0,416	-12,31%
Мосэнерго	1,8385	1,65	-10,25%
ФСК ЕЭС	0,09478	0,08164	-13,86%
Россети, ао	0,5992	0,5063	-15,50%
Потребительский сектор			
Магнит	5505	5008	-9,03%
X5	1490,5	1312,5	-11,94%
Лента	860	679,5	-20,99%
Детский мир	83,94	70,1	-16,49%
М.видео	212,2	158,3	-25,40%
OZON, адр	1488	1184,5	-20,40%
Fix Price	391,9	306,4	-21,82%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	235,85	197,05	-16,45%
Ростелеком, ао	60,07	55,95	-6,86%
Ростелеком, ап	60,45	55,2	-8,68%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	28,96	24,02	-17,06%
НМТП	5,015	4,03	-19,64%
ДВМП	38,89	32,2	-17,20%
GLTR, гдр	363,5	293,05	-19,38%
Совкомфлот	41,38	32,26	-22,04%

Впервые за долгое время ни одна из наиболее ликвидных акций не продемонстрировала позитивную динамику за двухнедельный период наблюдений, несмотря на небольшой отскок. Почти во всех случаях отмечались двузначные темпы падения. Лишь немногие из акций ограничились коррекцией менее 10%. В аутсайдерах на стремительно снижающемся рынке оказались бумаги Полюса, потерявшие за две недели более 30%.

Инвестиционная идея

Полюс. Золотое дно

Индикативный уровень целевой цены по акции PLZL на горизонте 12 месяцев – 10,4 тыс. руб.

Полюс золото

Тикер	PLZL
Цена на момент анализа	5800 ₹
Целевая цена акций	7800 ₹
Потенциал роста	34,48%
Стоп-аут	5000 ₹
Капитализация, \$ млн	13600

Динамика котировок. Первое серьезное падение котировок Полюса после IPO произошло в 2008 году. Тогда акции потеряли более 2/3 своей стоимости, опустившись ниже 500 руб. Однако уже в начале 2009 года котировки восстановились к докоррекционным уровням. В 2014 году после отрицательной динамики на протяжении трех лет котировки достигли минимума с 2008 года. Но затем на фоне ослабления рубля и роста цены на золото бумага развивала устойчивый позитивный тренд в течение двух лет. Новая повышательная волна началась в конце 2018 года. С тех пор и до лета 2020 года акции подорожали более чем в четыре раза, пробив вверх отметку 18,5 тыс. руб. Однако от этого уровня стартовала продолжающаяся коррекция. Недавно акции Полюса достигли психологически значимой отметки 5 тыс. руб. впервые с весны 2019 года.

Ведущие позиции в индустрии. Полюс – крупнейшая российская и одна из пяти ведущих мировых золотодобывающих компаний. Ее месторождения расположены в Сибири и на Дальнем Востоке. Ресурсная база превышает 100 млн унций (мировой максимум), обеспеченность запасами золота превышает 50 лет, а объем вероятных запасов составляет более 200 млн унций. Ежегодно компания перерабатывает более 45 млн тонн руды, добывая свыше 2,5 млн унций золота в год.

Операционные результаты за первое полугодие. Добыча руды с января по июнь сократилась на 16% г/г, до 28,15 млн тонн, а ее переработка увеличилась на 2% г/г, до 23,8 млн тонн (рост зафиксирован на трех месторождениях компании). Коэффициент извлечения составил 81,8% против 82,1% в том же периоде 2021-го. Производство первичного золота составило 1186 тыс. унций (-9% г/г), объем обработки драгметалла оказался равен 1086 тыс. унций (1263 тыс. годом ранее). Продажи золота в натуральном выражении сократились на 19% г/г и составили 1015 унций.

Финансовые результаты за первое полугодие. Выручка Полюса снизилась на 19% г/г, до \$1852 млн, при сокращении скорректированной EBITDA на 26% г/г, до \$1215 млн, и уменьшении рентабельности с 72 до 65 п. п. Чистый денеж-

ный отток компании составил \$701 млн (-49% г/г). Скорректированная чистая прибыль сократилась на 25% г/г, до \$792 млн, или \$5,8 на акцию. Затраты на унцию выросли на 12% г/г, до \$435. Совокупные денежные затраты на производство и продажу увеличились на 26%, до \$835 за унцию. Рост удельных расходов был обусловлен повышением НДПИ по месторождению и снижением содержания золота в руде. Капитальные затраты увеличились с \$306 млн до \$384 млн. Чистый долг вырос на 4%, до \$2452 млн. Долговая нагрузка повысилась до 0,8x EBITDA, оставаясь на комфортном уровне.

Важные события, дивиденды. Полюс получил согласие держателей еврооблигаций на изменение условий выпуска. В августе компания привлекла 4,6 млрд юаней по ставке 3,8% годовых через еврооблигации. От начисления дивиденда по итогам 2021 года Полюс отказался. Планов в отношении дивидендов за первое полугодие 2022-го пока нет, но исключать их выплату нельзя.

Инвестиционный кейс. К факторам инвестиционной привлекательности бумаг Полюса можно отнести лидирующие позиции на внутреннем рынке, низкую долговую нагрузку, высокую операционную рентабельность. Санкции оказывают слабое влияние на бизнес компании, экспортные продажи не остановлены. Полюс переходит на использование валют дружественных стран, в частности, значительную часть долга переводит в юани. На внутреннем рынке драйвером роста можно считать отмену НДС на покупку золота физическими лицами. Рассматривается вопрос о том, чтобы разрешить производителям реализовывать драгметаллы напрямую покупателям, а не только банкам. К умеренным рискам можно отнести рост себестоимости, снижение цены на золото на мировом рынке, отсутствие четкой политики в отношении покупки золота в госрезервы, вероятность повышения налогов. Также неопределенность связана и с вопросом дивидендов. Тем не менее на фоне сильной коррекции акции Полюса выглядят привлекательными для покупки как на краткосрочную, так и на среднесрочную перспективу. На горизонте 12 месяцев индикативный уровень целевой цены – 10,4 тыс. руб. за акцию. Ближайший таргет по бумаге – 7800 руб.



Инвестиционная идея

Финансовые показатели	2020	2021	2022П	2023П	1H2022
Выручка, \$ млн	5 062	4 956	5 134	4 886	1 852
Изменение, %	41%	-2%	4%	-5%	-19%
ЕБИТДА, \$ млн	3 525	3 337	3 582	3 471	1 215
ЕБИТДА маржа, %	70%	67%	70%	71%	66%
Чистая прибыль, \$ млн	1 705	2 287	2 278	2 255	792
Чистая маржа, %	34%	46%	44%	46%	43%

Инвестиционный
обзор №256

6 октября 2022

ffin.global

	2020	2021	2022П	2023П
P/B	11,8	6,8	2,9	2,2
P/S	5,6	4,8	2,5	2,4
P/E	17,2	10,6	5,5	5,2
ROA	22,6%	29,4%	-	-
ROE	83,3%	77,2%	-	-

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
PLZL:RX	-2,4%	8,3%	-29,8%	-28,2%	-52,1%
IMOEX	-2,8%	1,2%	-20,1%	-10,7%	-52,3%
RTS	-3,4%	-1,0%	-17,6%	-7,5%	-41,4%



Следуя за биржевыми флагманами

Последние две недели индекс KASE колебался в боковике между уровнями поддержки и сопротивления, реагируя коррекцией на внешние факторы

Движение рынка в последние две недели не отличалось оригинальностью: его динамика наполовину зависела от внешних факторов. Особенно заметно эта тенденция проявилась на торгах 26 сентября: индекс KASE снизился на 1,4%, двигаясь вслед за котировками западных площадок, давление на которые оказала новость о планах правительства Великобритании существенно снизить налоги. В остальные дни на рынке Казахстана преобладала вялотекущая боковая торговля без смены векторов.

Во многом движение на отечественной бирже обусловила динамика традиционно высоковолатильных ГДР: бумаги Народного банка за рассматриваемый период выстрелили вверх на 9,2%, а котировки Казатомпрома просели на 7,3%. При этом депозитарные расписки, как и рынок в целом, не отреагировали на данные инфляции за сентябрь, разогнавшейся на 17,7% и превысившей наш прогноз на 1,1%.

После коррекции 26 сентября индекс KASE перешел в режим консолидации. Самая интересная техническая особенность наблюдавшейся динамики была в том, что снизу бенчмарк опирается на 50-дневную скользящую среднюю, а сверху его удерживает 200-дневная скользящая средняя. Похоже выглядит и график ГДР Народного банка, однако их котировки в последние торговые сессии уже начали прорываться вверх. Этот сценарий основной

фондовый индекс Казахстанской биржи может повторить ближе к середине октября.

Бумагами, которые выросли исключительно на своих триггерах, стали акции Казахтелекома. 20 сентября СМИ сообщили о заключении соглашения между телекоммуникационной компанией и крупным инвестором Кайратом Сатыбалды. По всей видимости, за этим последует ряд других событий, в числе которых может быть реализация отложенной выплаты дивидендов Казахтелекома, дальнейшее продвижение по кейсу покупки Kcell группой Jusan и, вероятно, решение компании в отношении дивиденда, который был отложен уже дважды. Менеджмент Казахтелекома назначил на 31 октября в 15:00 по времени Астаны ВОСА, на котором будет обсуждаться вопрос дивидендных выплат.

На валютном рынке с начала октября идет медленное, но устойчивое укрепление тенге, хотя для него это обычно не лучший месяц. Пока доллар США обновляет максимумы в парах с большинством крупнейших мировых валют, тенге сохраняет стабильность благодаря дорогой нефти и восстановившейся корреляции с российским рублем. Однако мы полагаем, что последний из факторов может содержать уязвимость для нацвалюты, которой не удастся удержаться от коррекции в случае ослабления рубля к концу года.

Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	20.09.22	04.10.22	
Индекс KASE	3 133,44	3 096,40	-1,2%
Халык Банк (GDR)	10,20	11,14	9,2%
Казахтелеком (KASE)	28 109,02	29 475,00	4,9%
Халык Банк (KASE)	124,00	125,86	1,5%
Kaspi (KASE)	27 774,75	27 999,99	0,8%
Банк Центр Кредит (KASE)	597,00	600,77	0,6%
KEGOC (KASE)	1 584,00	1 582,00	-0,1%
Kcell (KASE)	1 605,00	1 557,50	-3,0%
Kaspi (GDR)	58,70	56,60	-3,6%
Казтрансойл (KASE)	717,87	683,67	-4,8%
Казатомпром (GDR)	30,48	28,26	-7,3%
Казатомпром (KASE)	14 800,00	13 390,00	-9,5%

Ожидания и стратегия

Схождение 50- и 200-дневных скользящих средних, или так называемое «бычье» золотое пересечение, мы расцениваем как потенциально благоприятный сигнал для отечественного рынка. Однако в данном случае 200-дневная средняя совпадает с уровнем сопротивления, который индексу KASE придется пробивать в не самой благоприятной с точки зрения внешнего фона ситуации. Вместе с тем мы по-прежнему видим потенциал роста в бумагах HSBK, KAP, KSPI, KZTK, реализация которого способна стать движущей силой для индекса KASE.

Инвестиционный
обзор №256

6 октября 2022

ffin.global



Важные новости

- **Годовая инфляция за сентябрь ускорилась до 17,7%.** Цены на продукты питания поднялись на 22,2%, непродовольственные товары подорожали на 17%, платные услуги – на 12,3%. Сильнее всего выросла стоимость аренды жилья (+13,1%), цены на образовательные услуги повысились на 7,9%.
- **S&P повысило рейтинги КазМунайГаза и его облигаций с ВВ до ВВ+.** Ключевой причиной пересмотра оценок стало решение КМГ реализовать свой опцион на приобретение 50% акций KMG Kashagan BV на более выгодных условиях, чем прогнозировало агентство. В соответствии с финальным вариантом соглашения КМГ заплатил за пакет \$3,8 млрд, хотя в 2015 году эта доля продавалась за \$4,7 млрд.
- **Kcell снова отложила выплату дивидендов.** В соответствии с поручением годового общего собрания, состоявшегося 19 мая текущего года, совет директоров телеком-оператора вынес на повестку вопрос о распределении среди акционеров прибыли за прошедшие периоды, однако его обсуждение было решено отсрочить.

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

Казахтелеком. Дивиденды возвращаются?

Ввиду значительных объемов денежных средств на балансе не исключено, что на ВОСА 31 октября будет принято решение о возобновлении распределения прибыли между акционерами

Причины для покупки:

- **Стабильные финансовые показатели.** Два последних квартальных отчета эмитента мы оцениваем как нейтральные. В январе-марте отмечалось замедление роста прибыльности и маржинальности Казахтелекома, при этом в апреле-июне компания продемонстрировала уверенное повышение выручки, которая достигла 157 млрд тенге (+10,5% кв/кв, +10% г/г). В сегментарном разрезе основной рост пришелся на направление услуг передачи данных (+12,5% кв/кв, +12,5% г/г). Также сильную динамику демонстрирует сегмент продаж оборудования и мобильных устройств (+75% г/г.) Однако, несмотря на рост выручки, прибыльность компании ожидаемо сократилась на фоне увеличения операционных расходов (в частности, повышения себестоимости мобильных устройств на 65% г/г) и затрат на персонал на 25% г/г. Последнее можно объяснить реакцией руководства компании на январские события.
- **Продолжающийся рост свободного денежного потока (FCF).** Этот показатель во втором квартале 2022 года составил внушительные 66,6 млрд тенге против 53,5 млрд тенге в прошлом году и отрицательного значения -6,9 млрд тенге в первом квартале 2022-го. Столь уверенная позитивная динамика во многом обусловлена снижением капитальных затрат с 19 млрд до 10 млрд тенге. На этом фоне, а также за счет отказа от дивидендных выплат во втором квартале чистый долг Казахтелекома скорректировался со 138 млрд тенге в конце марта 2022 года до самых низких с момента покупки оператора Кселл в 2018-м 94 млрд тенге.
- **Планы возобновления дивидендных выплат.** Несмотря на возможную демонаполизацию рыночных позиций Казахтелекома за счет продажи одного из сотовых операторов, основным катализа-

тором роста котировок эмитента может стать отложенная ранее выплата дивидендов. Объем денежных средств компании достиг рекордных 264 млрд тенге, а чистый долг за квартал снизился на 44 млрд тенге. Напомним, что размер отложенных дивидендов составляет 39,5 млрд тенге, что эквивалентно 15% балансовой ликвидности. Размер предлагаемых на рассмотрение ВОСА выплат пока не известен, однако мы считаем, что они составят не менее 3500 тенге на бумагу с доходностью около 12%. Если размер дивиденда будет ниже либо равен 3500 тенге, у компании на счетах останется большой объем денежных средств, которые могут быть распределены между акционерами позднее или будут использованы для погашения долговых обязательств.



АО «Казахтелеком»

Тикер на KASE	KZTK
Цена на момент анализа	29 475 KZT
Целевая цена	38 000 KZT
Потенциал роста	29%

Динамика акций на KASE



Инвестиционный
обзор №256
6 октября 2022

ffin.global



Рынок Узбекистана

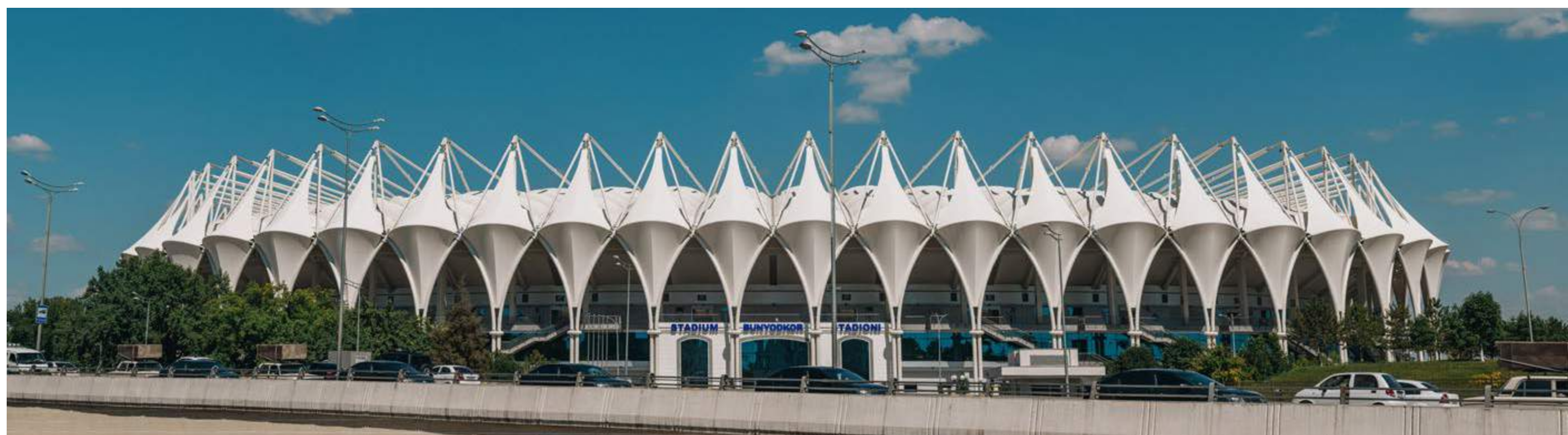
Рост вопреки эффекту сентября

Несмотря на ряд негативных внешних факторов, индекс широкого рынка сумел продемонстрировать заметный рост

Вторая половина сентября стала весьма благоприятной для компаний, торгующихся на Узбекстанской бирже. Наиболее сильную динамику продемонстрировали бумаги второго эшелона. Так, за прошедшие две недели капитализация Тошкентвино комбината (A028090) и Средазэнергопроект (A005900) увеличилась на рекордные 62,96% и 68,89% соответственно. Голубые фишки показали менее существенный, но все равно довольно заметный рост: индекс EqRe Blue за тот же период прибавил 11,50%. Лидерами повышения среди эмитентов из состава бенчмарка оказались акции Хамкорбанка (НМКВ) и Узвторцветмета (UVCМ), поднявшиеся на 38,22% и 30,61% соответственно. Един-

ственной компанией, потерявшей в цене за это время, стал Кварц (KVTS), чьи котировки скорректировались на 1,61%. Стоит отметить, что основной рост на Узбекстанской бирже отмечался в последнюю неделю месяца.

Высокая волатильность наблюдается не только на локальной, но и на мировых фондовых площадках. Основные темы в фокусе внимания инвесторов – высокая инфляция, ужесточение монетарных условий глобальными финрегуляторами, усиление геополитической напряженности и вопросы энергетической безопасности. Полагаем, что эти факторы сохранят актуальность в ближайшие месяцы.



Тимур Норматов,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционный
обзор №256
6 октября 2022

ffin.global

Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	16.09.22	30.09.22	
EqRe Blue	1614,27	1799,98	11,50%
KVTS	3050	3001	-1,61%
QZSM	3519	3599	2,27%
SQBN	10,4	10,97	5,48%
URTS	18000	18999	5,55%
UZMK	7000	7995	14,21%
KSCM	269023	303000	12,63%
НМКВ	68,00	93,99	38,22%
IPTB	0,77	0,78	1,30%
UVCМ	8805	11500	30,61%
KUMZ	820	825	0,61%
A028090	27000	44000	62,96%
A005900	4500	7600	68,89%



Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем **держат** бумаги Узметкомбината (UZMK), Кварца (KVTS), Узвторцветмета (UVCМ) и КМЗ (KUMZ) до пересмотра целевой цены нашими аналитиками.
- Акции УзПСБ (SQBN), УзРТСБ (URTS), Хамкорбанка (НМКВ) и Ипотека-банка (IPTB) советуем **покупать** по текущим ценам с целью достижения котировками сбалансированных ценовых уровней.

Макростатистика

- Девальвация **узбекского сума** по отношению к доллару составила 2,94% г/г, спред между депозитами в USD и UZS находится в пределах 15–19%. За первую из рассматриваемых пятидневок нацвалюта девальвировала к доллару на 0,62%, а затем укрепилась на 0,14%.
- Средняя ставка по размещениям **«коротких» гособлигаций** составила 17,3926% и 26,2301% в первую и вторую рассматриваемую неделю соответственно. Ставка овернайт на межбанковском рынке сначала снизилась до 14,20%, а затем еще сильнее скорректировалась до 14,03%. Государственный облигационный долг увеличился до \$4,82 млрд.
- Доходность **внешних облигаций** Узбекистана с погашением в 2029 году поднялась до 7,8159% в первую рассматриваемую неделю и затем до 8,6555% во вторую на фоне повышения доходности евробондов рейтинговой группы BB-/BB/BV+.
- Правительство утвердило правила налогообложения в **криптоиндустрии Узбекистана**.
- **Инфляция в сентябре** достигла 1%, или 12,2% г/г по сравнению с 10,77% в том же месяце 2021 года.
- ЕБРР прогнозирует **темпы роста ВВП Узбекистана** на уровне 5,5% и 6,5% в 2022-м и 2023 годах соответственно.
- **Внешнеторговый оборот** за восемь месяцев 2022 года вырос на 27,7%, до \$32,1 млрд.
- До конца текущего года Азиатский банк развития выделит \$650 млн для **рефинансирования ипотечных кредитов**.

По отдельным компаниям

- Агентство Fitch подтвердило рейтинг **УзАгроСугурта Страховани (UZAS)** на уровне BB- со стабильным прогнозом.
- 29 сентября **Узметкомбинат** заключил договор товарного займа на 42,23 млрд сумов с СП Li Da Metal Technology.
- Агентство по управлению государственными активами объявило о начале продажи зданий и сооружений ликвидируемого **Узагрохимёхимоя**.
- 26 сентября Минфином зарегистрирован дополнительный выпуск **обыкновенных акций банка Ориент Финанс** на сумму 202,36 млрд сумов.



Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №256

6 октября 2022

ffin.global



Узвторцветмет. Перспективный монополист

Принятые после приватизации Узвторцветмета шаги по оптимизации расходов благотворно влияют на финансовые результаты компании, несмотря на сложную конъюнктуру рынка

Основные тезисы

- **Рост чистой прибыли.** Несмотря на падение выручки за первое полугодие текущего года, чистая прибыль Узвторцветмета за этот период увеличилась по сравнению с прошлогодним результатом более чем вдвое, достигнув 2637 млрд сумов. Основным драйвером роста показателя стали оптимизация административных расходов и снижение в отчетном периоде налога на прибыль в три раза: за первое полугодие нынешнего года компания выплатила налог в объеме 516 млрд сумов, тогда как годом ранее его размер составлял 1511 млрд сумов.
- **Менеджмент экономит средства.** С момента приватизации Узвторцветмета в августе 2021 года компания начала перестраивать свои бизнес-процессы. В результате в отчетном периоде удалось добиться снижения административных и прочих операционных расходов на 34,1% г/г и 15,3% г/г соответственно. В то же время стоит отметить, что операционные доходы компании в первом полугодии сократились на 52,7% к прошлогоднему уровню.
- **Риски для финансовой стабильности.** Финансовой стабильности компании угрожает прежде всего высокая и еще увеличивающаяся кредиторская задолженность при низком уровне текущей ликвидности. Задолженность перед контрагентами за первое полугодие выросла на 32,2% г/г, до 74 млрд сумов. Вместе с краткосрочными кредитами и займами текущие обязательства компании достигли 82 млрд сумов, что эквивалентно 78% текущих активов, из которых 61%, или 64 млрд сумов, представлены в виде товарно-материальных запасов. Объем наличных средств, которыми располагает компания составляет лишь 9 млрд сумов. В случае ухудшения внешней конъюнктуры в краткосрочной перспективе компания будет испытывать сложности

с покрытием кредиторской задолженности, что может вынудить ее брать новые займы или провести дополнительную эмиссию акций. Кроме того, маржа EBIT за первое полугодие текущего года сократилась по сравнению со средним за последние четыре года результатом 12% до 3%. При этом себестоимость в валовой выручке компании выросла до 94%. Это объясняется активным удорожанием цветных металлов в прошлом году и начале текущего. Впрочем, со второго квартала цены на металлы упали более чем на 40%, что должно снизить расходы компании в следующих кварталах. Также стоит упомянуть, что с 1 ноября ввозимое металлическое сырье может быть освобождено от таможенных пошлин, что также положительно повлияет на прибыльность компании.

Наша рекомендация по бумаге – «держать».

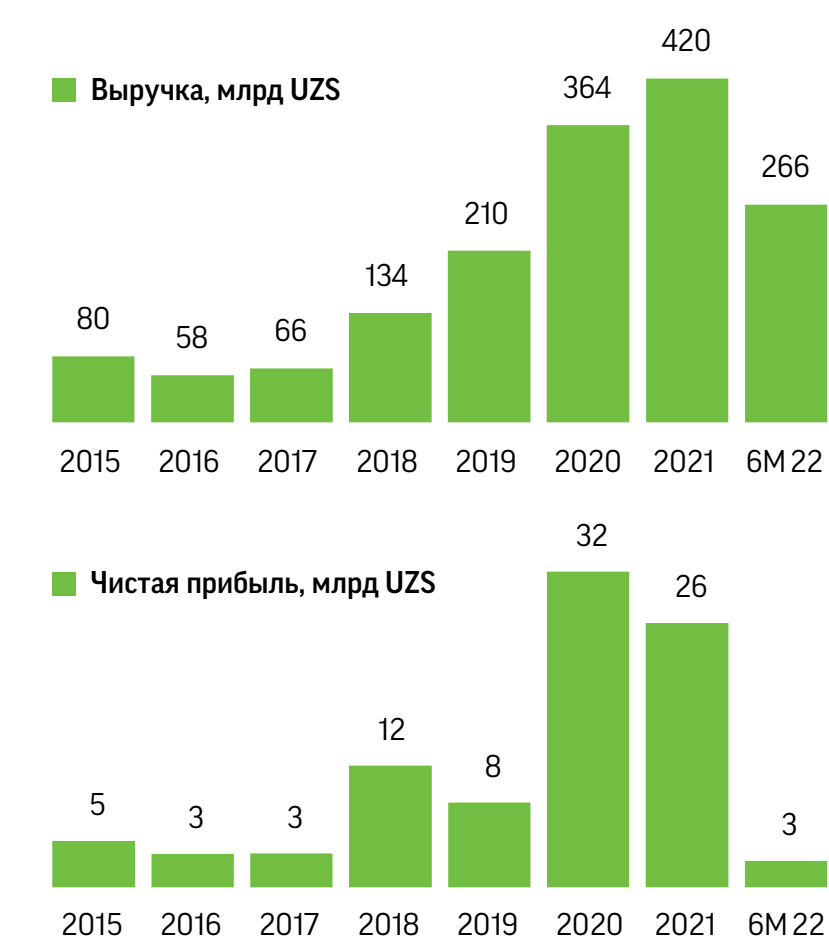


УЗВТОРЦВЕТМЕТ

АО «Узвторцветмет»

Тикер на UZSE	UVCM
Цена на момент анализа	11 500 UZS
Целевая цена	13 600 UZS

Финансовые показатели



«Быкам» здесь не место?

Индекс DAX обновил минимумы ноября 2020-го на фоне неблагоприятных макроданных по Германии и еврозоне, а также осторожных прогнозов ФРС

С 19 по 23 сентября фондовый рынок Германии скорректировался на 3,6%, до 12 284 пунктов по индексу DAX, обновив годовой минимум. Между тем в первый торговый день указанной пятидневки бенчмарк вырос на 0,5% на ожиданиях решений по итогам заседаний ФРС и Банка Англии. На следующий день, 20 сентября, шведский регулятор неожиданно поднял ставку на 1%, что оказало негативное влияние на котировки европейского сектора недвижимости и, как следствие, на фондовые индексы в целом. Среда вновь закончилась для DAX в зеленом секторе, но на ожидаемое решение ФРС поднять ставку на 75 б. п. уже 22 сентября бенчмарк отреагировал снижением на 1,8%. Давление на биржевые котировки оказало некоторое ухудшение Фидрезервом прогнозов дальнейшего роста и потолка ставки вкупе с ожидаемым регулятором замедлением экономики и повышением уровня безработицы. На этом фоне DAX опустился до минимумов ноября 2020 года. Что касается динамики отдельных акций немецкого рынка, отметим Uniper: ее котировки на торгах 21 сентября рухнули на 25% на новости о готовящейся национализации.

Коррекция DAX продолжилась и на последней сентябрьской неделе: он опустился на 1,38%, до 12 114 пунктов и установил новый минимум для текущего года на отметке 11 863. Наиболее глубоким (-1,7%) падение оказалось в четверг. Основным драйвером снижения стала публикация данных инфляции в Германии за сентябрь. Гармонизированный индекс потребительских цен вырос на 10,9% год к году при консенсусе аналитиков, опрошенных Reuters, на уровне 10%. Инфляция в целом по еврозоне соста-

вила 10,3%. Дополнительное давление на фондовые площадки оказали интервенции Банка Англии на локальном облигационном рынке, проведенные на новостях о готовящихся изменениях в налоговое законодательство. Действия регулятора несколько успокоили биржи Соединенного Королевства, ослабив давление на курс фунта. Среди отдельных бумаг, представленных на Немецкой бирже, отметим акции Puma и Adidas, потерявшие в ходе сессии 30 сентября 5,7% и 4,1% соответственно на новостях из США о давлении на маржинальность бизнеса производителей спортивной одежды и обуви.



Ожидания и стратегия

DAX пробил вниз важную горизонтальную поддержку на отметке 12400 пунктов, что создает перспективу коррекции до 11400 пунктов. Тем не менее в течение месяца не исключен локальный отскок до 13000 пунктов в рамках нисходящего канала, хотя пробой его верхней границы маловероятен. После ожидаемой волны роста мы, скорее всего, увидим очередное обновление минимумов.

Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	16.09.22	30.09.22	
DAX Index	12 741,26	12 114,36	-4,9%
G1A GR Equity	32,20	32,97	2,4%
UN01 GR Equity	3,82	3,87	1,2%
SY1 GR Equity	98,70	99,66	1,0%
OSR GR Equity	52,60	52,50	-0,2%
1COV GR Equity	29,41	29,22	-0,6%
MRK GR Equity	166,25	164,95	-0,8%
SAP GR Equity	83,64	82,87	-0,9%
SIE GR Equity	100,44	99,50	-0,9%
DB1 GR Equity	170,10	166,90	-1,9%
BEI GR Equity	102,25	99,98	-2,2%
SHL GR Equity	44,71	43,70	-2,3%
MTX GR Equity	155,95	152,40	-2,3%
HEN3 GR Equity	62,50	60,52	-3,2%

Инвестиционный
обзор №256
6 октября 2022

ffin.global



Рынок Германии

Важные новости

- **Гармонизированная инфляция в Германии за сентябрь превзошла консенсус аналитиков.** Рост показателя ускорился до рекордных за 25 лет 10,9% г/г при ожидавшихся 10%. Его драйвером стало удорожание энергоносителей и повышение стоимости услуг на 43,9% г/г.
- **Индекс цен производителей в Германии за август оказался значительно выше ожидания.** Показатель поднялся на 45,8% г/г и на 7,9% м/м при прогнозах 37,1% г/г и 1,6% м/м.
- **Индекс делового климата, рассчитываемый институтом Ifo, снижается.** За сентябрь этот индикатор опустился с августовских 88,6 пункта до минимальных с начального этапа пандемии 84,3. При этом консенсус Reuters предполагал значение 87 пунктов.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



На страже вашего здоровья

Расширение перечня тестов для выявления вирусных патогенов будет способствовать росту котировок QIA до 50 евро

Причины для покупки:

- **Обновление портфеля разработок.** Qiagen объявила о дополнениях к своему комплексному меню анализов NeuMoDx, применяемому в рамках скрининговых проверок у пациентов после трансплантации органов. Новые тесты для идентификации и определения концентрации вируса Эпштейна – Барр (EBV), а также вируса герпеса человека 6 (HHV-6) получили сертификаты CE-IVD для применения в ЕС и других странах, принимающих эту маркировку. Молекулярные системы NeuMoDx 96 и 288 компании Qiagen уже предлагают один из самых широких наборов тестов (16 сертифицированных в ЕС для диагностики in vitro) на рынке. Кроме того, в 2022 году будет запущен коммерческий мультиплексный анализ Monkeypox RUO Assay для наблюдения за двумя известными формами циркулирующего в настоящее время вируса оспы обезьян (Clade I и Clade II). Эта разработка дополняет широкий ассортимент тестов, который Qiagen уже предлагает для выявления патогена, вызывающего данное заболевание.
- **Целевые цены инвестбанков и техническая картина.** Средний таргет по бумаге – 54,45 евро. В сентябре аналитики Morningstar повысил рекомендацию с «держат» до «покупать» с целевой ценой 50 евро. Таргеты от экспертов Cowen, Berenberg и BNP Paribas Exane установлены на уровне 53,96, 53,91 и 53 евро соответственно. Всего компанию покрывает 22 инвестбанка, 11 из них рекомендуют покупать бумагу, 10 – держать, а один советует продавать актив с целевой ценой 39 евро. В настоящее время акции Qiagen тестируют сопротивление на уровне 43,3 евро. Если оно будет пробито вверх, то не исключено движение котировок к 47 евро.

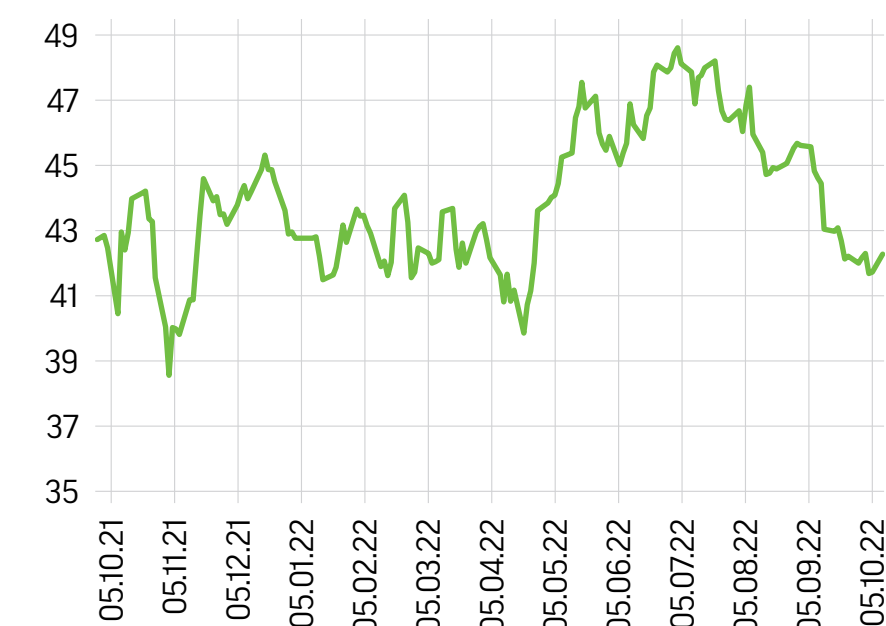


Среднесрочная идея

Qiagen NV

Тикер на Xetra	QIA
Текущая цена	42,88 евро
Целевая цена	50 евро
Потенциал роста	16,6%
Дивидендная доходность	-%

Динамика акций Qiagen NV на Xetra





National ESG Club

Freedom Finance Global PLC вступила в Национальный ESG-клуб

3 октября в рамках 6-й ежегодной финансовой конференции World Investor Week прошел ESG Investment Forum, ключевыми темами которого стали ESG-инвестиции и более широкая повестка устойчивого развития. В панельной сессии приняли участие министр национальной экономики Республики Казахстан Алибек Куантыров, CEO Freedom Holding Corp. Тимур Турлов, а также руководители ряда других компаний.

Значимым моментом мероприятия стало подписание рамочного соглашения о сотрудничестве между Центром зеленых финансов МФЦА и Freedom Finance Global PLC.

«Цифровизация очень хорошо укладывается в концепцию ESG. Мы активно занимаемся оцифровкой таких «тяжелых» банковских продуктов, как ипотека и автокредитование. Классические кредитные продукты требуют огромного количества бумажной документации и значительных человеческих ресурсов. Но оцифровка позволяет этого избежать», – прокомментировал вступление Freedom Finance Global PLC в Национальный ESG-клуб Тимур Турлов.



Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №256

6 октября 2022

ffin.global

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

ПН-ПТ **09:00-21:00** (по времени г. Нур-Султан)
+7 7172 727 555, info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)
7555@ffin.global, ffin.global

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

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