

Инвестиционные перспективы 2023 года



23 декабря 2022

Фондовый рынок США:

Время работает на рост

Ожидаемое восстановление экономики и смягчение ДКП будет стимулировать интерес инвесторов к риску со второй половины 2023 года

Рынок Казахстана: Сложное начало – уверенный финал

Российский рынок: Шоковая терапия

Рынок Узбекистана: В водовороте событий

Рынок Германии: У любой проблемы есть решение!

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



Содержание



Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2022 году.....	3
Рынок США в 2022 году (индекс S&P 500)	5
Ключевые события 2022 года. В зоне высокого напряжения	6
Фундаментальная картина на 2023 год. К росту через полосу препятствий	7
Макроэкономический прогноз на 2023 год. В буре лишь крепче руки.....	10
Долговой рынок: итоги и перспективы. В направлении тихой гавани.....	13
Базовый портфель. Основные сведения	15
Прогноз по индустриям и секторам. Период адаптации.....	20
Рынок Казахстана в 2022 году (индекс KASE)	32
Рынок Казахстана. Итоги года. Сложное начало – уверенный финал.....	33
Рынок Казахстана в 2023 году. Под знаком восстановления.....	35
Рынок России в 2022 году (индекс MOEX).....	36
Российский рынок: итоги года и перспективы. Шоковая терапия.....	37
Фондовые индексы в России и в мире	38
Динамика акций и секторов	39
Текущая картина	40
Перспективы рынка	41
Макроэкономика.....	42
Отраслевая часть.....	43
Рынок Узбекистана в 2022 году (индекс EqRe Blue).....	47
Рынок Узбекистана. Итоги года. В водовороте событий	48
Рынок Узбекистана в 2023 году. В русле мировых трендов	50
Рынок Германии в 2022 году (индекс DAX).....	51
Рынок Германии. Итоги года. У любой проблемы есть решение!.....	52
Рынок Германии в 2023 году. С новыми поводами для оптимизма.....	53
Итоги рынка IPO 2022 года. Лучше меньше, да лучше	54
Перспективы рынка IPO в 2023 году. В ожидании окна возможностей	55
Контакты	56

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2022 году



FRHC ушел из России

В 2022 году Freedom Holding Corp. заключил договор о продаже своих российских активов – брокера и банка «Фридом Финанс». Их новым владельцем стал Максим Повалишин, стоявший у истоков Freedom в России. Организации уже провели ребрендинг, сменив названия на «Цифра брокер» и «Цифра банк» и разработав новые логотипы. Клиенты российских компаний могут оставить свои валютные активы на прежних счетах либо перевести их в любое подразделение холдинга.

Freedom расширяет возможности на глобальном фондовом рынке

25 января 2022 года дочерняя компания Freedom Holding Corp., Prime Executions, получила разрешение от регулятора FINRA на осуществление деятельности на рынках капитала, а также на работу в сфере инвестиционного банкинга. Это позволяет компании выступать в качестве соорганизатора IPO на крупнейшем фондовом рынке мира. «Данным набором разрешений FINRA обладают лишь немногочисленные финансовые компании, и мы уверены, что эти возможности смогут помочь вывести наш бизнес на новый уровень», – отметил Тимур Турлов.

Freedom Holding Corp. развивает экосистему в Казахстане

На презентации, посвященной отчету холдинга за 2022 финансовый год, CEO FRHC Тимур Турлов рассказал о развитии цифровой экосистемы в Казахстане. Сейчас под брендом Freedom в стране представлены брокерский, банковский и страховой дивизионы, универсальный агрегатор онлайн-платежей, сервисы выдачи микрокредитов и онлайн-продажи билетов, а также сеть по продаже смартфонов и услуг связи.

Холдинг отчитался за два квартала 2023 фискального года

В первом квартале 2023 фискального года, завершившемся 30 июня 2022-го, выручка Freedom Holding Corp. увеличилась на 55% г/г, до \$227 млн. Основными драйверами роста стали комиссионные и процентные доходы, поднявшиеся на 36% и

96% соответственно. Для своих акционеров Freedom Holding Corp. заработал прибыль в размере \$0,99 на бумагу, что на \$0,06 выше предыдущего результата.

Во втором квартале 2023 фискального года, завершившемся 30 сентября 2022-го, выручка эмитента уменьшилась с прошлогодних \$317 млн до \$180 млн. Эта динамика объясняется нормализацией показателей после того, как во втором квартале 2022 фискального года компанией был получен разовый доход от реализации крупной финансовой инвестиции в ПАО «СПБ Биржа». Чистая прибыль холдинга составила \$27,2 млн, или \$0,45 на бумагу. Активы и обязательства Freedom Holding Corp. повысились до \$4,784 млн (+48% г/г) и \$4,163 млн (+55,3% г/г) соответственно. После ухода Freedom Holding Corp. из России клиентская база сократилась с 479 тыс. до 310 тыс. счетов.

Тимур Турлов раскрыл состав своего инвестиционного портфеля

В мае 2022 года CEO Freedom Holding Corp. сформировал долгосрочный публичный «портфель роста», включив в него 12 бумаг, а именно акции:

- облачной платформы Snowflake (SNOW), которая стабильно удваивала доходы от реализации своих продуктов
- поставщиков решений кибербезопасности CrowdStrike (CRWD) и Datadog (DDOG), демонстрирующих показатели, превосходящие ожидания рынка
- разработчика облачных решений в сфере кибербезопасности Zscaler (ZS) со значительным потенциалом роста
- компании из перспективного сектора зеленой энергетики Enphase Energy (ENPH)
- поставщика баз данных и других софтверных услуг для корпоративного сектора MongoDB (MDB)
- поставщика аутсорсинговых услуг TaskUs (TASK)
- производителя медицинского оборудования ShockWave Medical (SWAV)
- софтверной компании Avalara (AVLR)
- помощника в разработке и коммерциализации препаратов Maravai LifeSciences (MRVI)



- финтехкомпания Bill.com Holdings (BILL)
- разработчика решений для анализа данных ZoomInfo Technologies (ZI)

Горизонт инвестирования – два-три года, риск – высокий. Целевая доходность портфеля – более 80%.

Freedom Finance Global получила статус квалинвестора на рынке Китая

В сентябре Комиссия по регулированию ценных бумаг Китая (CSRC) присвоила Freedom Finance Global статус квалифицированного иностранного инвестора (QFI). Это позволяет компании, а значит и ее клиентам, торговать широким спектром китайских биржевых инструментов от акций локальных компаний до деривативов.

Freedom Holding Corp. провел пресс-тур для европейских СМИ в Астане

Freedom Holding в октябре принимал в Казахстане журналистов известных европейских деловых изданий, в том числе Wirtschaftswoche, Le Monde Sudinfo, La Vanguardia. Гостям из

Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2022 году



Европы рассказали о цифровой трансформации, проходящей в Казахстане, о возможностях GovTech, а также об уникальных финансовых продуктах, которые создает команда Freedom. К ним можно отнести цифровую ипотеку и цифровой автокредит. Европейские журналисты пообщались с министром цифрового развития, инноваций и аэрокосмической промышленности Казахстана Багдатом Мусиным, посетили Международный финансовый центр «Астана», крупнейший международный технопарк ИТ-стартапов в Центральной Азии Astana Hub, а также комитет МФЦА по регулированию финансовых услуг (AFSA).

Холдинговая компания Freedom выбрала Deloitte независимым аудитором

Для проведения ежегодного аудита финансовой отчетности Freedom Holding Corp. по американским стандартам бухучета (GAAP) выбрана одна из компаний «большой четверки» – Deloitte. Она сменила на этом посту бухгалтерскую организацию WSRP, которая с момента основания Freedom Holding проводила проверку его результатов для NASDAQ и американского регулятора.

У Deloitte уже есть опыт проверки отчетов «дочек» холдинга по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) и аудита (МСА).

Джон Роджерс присоединяется к команде Freedom Capital Markets

В ноябре Джон Роджерс, ранее возглавлявший аналитический департамент Citibank, занял пост исполнительного вице-президента и члена управленческих и инвестиционных комитетов компании Freedom Capital Markets, американской «дочки» Freedom Holding Corp.

Новый топ-менеджер FRHC получил степень бакалавра в области государственно-муниципального управления в Университете Чикаго, а затем магистерские дипломы в сфере управления и экономики в Университете Детройта и Уортонской школе бизнеса Университета Пенсильвании.

«Моя основная цель – помочь нашей аналитической группе увеличить охват покрываемых компаний и улучшить и без

того сильную линейку продуктов. Кроме того, я вместе с нашей американской командой работаю над расширением присутствия Freedom Holding Corp. в США», – прокомментировал свое назначение Джон Роджерс.

Группа компаний Freedom финансирует социально значимые проекты в Казахстане

Для решения проблемы с дефицитом пресной воды в Мангистауской области Freedom Holding Corp. выделит 2,12 млрд тенге на строительство насосной станции и водопровода, по которому будет подаваться качественная питьевая вода для 230 тыс. жителей города Актау и близлежащих сел. Соглашение с акиматом Мангистауской области уже подписано.

Кроме того, Freedom направит 1,9 млрд тенге на строительство ботанического сада и спортивного комплекса в Уральске.

Ботанический сад будет разбит на площади 13 га в живописном экологически чистом районе Уральска. Проект предусматривает наличие рекреационной площадки, пруда с водяными растениями, аллей, вдоль которых высадят яблони и сирень. На благоустроенной территории создадут зону с хвойными деревьями, разместят беседки и композиции в восточном стиле, а также теплицу и ресторан национальной кухни.

Современный спортивный комплекс будет оборудован всем необходимым для занятий волейболом, баскетболом, мини-футболом, борьбой и другими видами спорта.

Freedom Broker выступил соорганизатором IPO НК КазМунайГаз

В начале декабря первичное размещение акций провел КазМунайГаз – вертикально интегрированная нефтегазовая компания, имеющая стратегическое значение для локального сырьевого сектора. На нее приходится 25% добычи нефти и конденсата, 15% производства газа, 82% нефтепереработки и 56% транспортировки нефти в Республике Казахстан.

Сбор заявок для розничных инвесторов прошел с 9 ноября по 2 декабря, торги бумагой на Казахстанской и Астанинской биржах, а также на СПб Бирже стартовали 8 декабря.

При выходе на IPO компания была оценена примерно в \$11

млрд, по 8406 тенге за бумагу. Объем размещения превысил 30,5 млн обыкновенных акций.

По состоянию на 23 декабря 2022 года бумага торговалась на KASE по 9305 за единицу. Наш таргет – 12 800 тенге, апсайд к цене размещения при этом составлял около 52%.

Freedom Finance Europe получила прямое членство в европейском клиринговом центре EuroCCP

Партнерство с EuroCCP обеспечит клиентам Freedom Finance Europe прямой доступ на Cboe Europe – крупнейшую по объему торгов общеевропейскую фондовую биржу, а также на другие площадки региона. Новый статус позволяет FFE проводить расчеты и исполнять клиентские заявки напрямую в Euroclear, без посредников в виде прайм-брокеров. Кроме того, членство в EuroCCP обеспечивает дополнительную защиту всех участников сделки.

Freedom Finance Europe открыла офис в Афинах

Первый офис компании в Греции начал работу в ноябре 2022 года. К тому моменту греческие клиенты открыли более 23 тыс. инвестиционных счетов и совершили почти 150 тыс. транзакций через онлайн-платформу Freedom24.

В планах FFE на 2023 год – продолжение расширения бизнеса как на греческом, так и на мировом финансовых рынках. Компания намерена запускать новые банковские услуги, создавать образовательные программы для инвесторов и продолжать совершенствовать свою экосистему, доступную всем пользователям Freedom24.



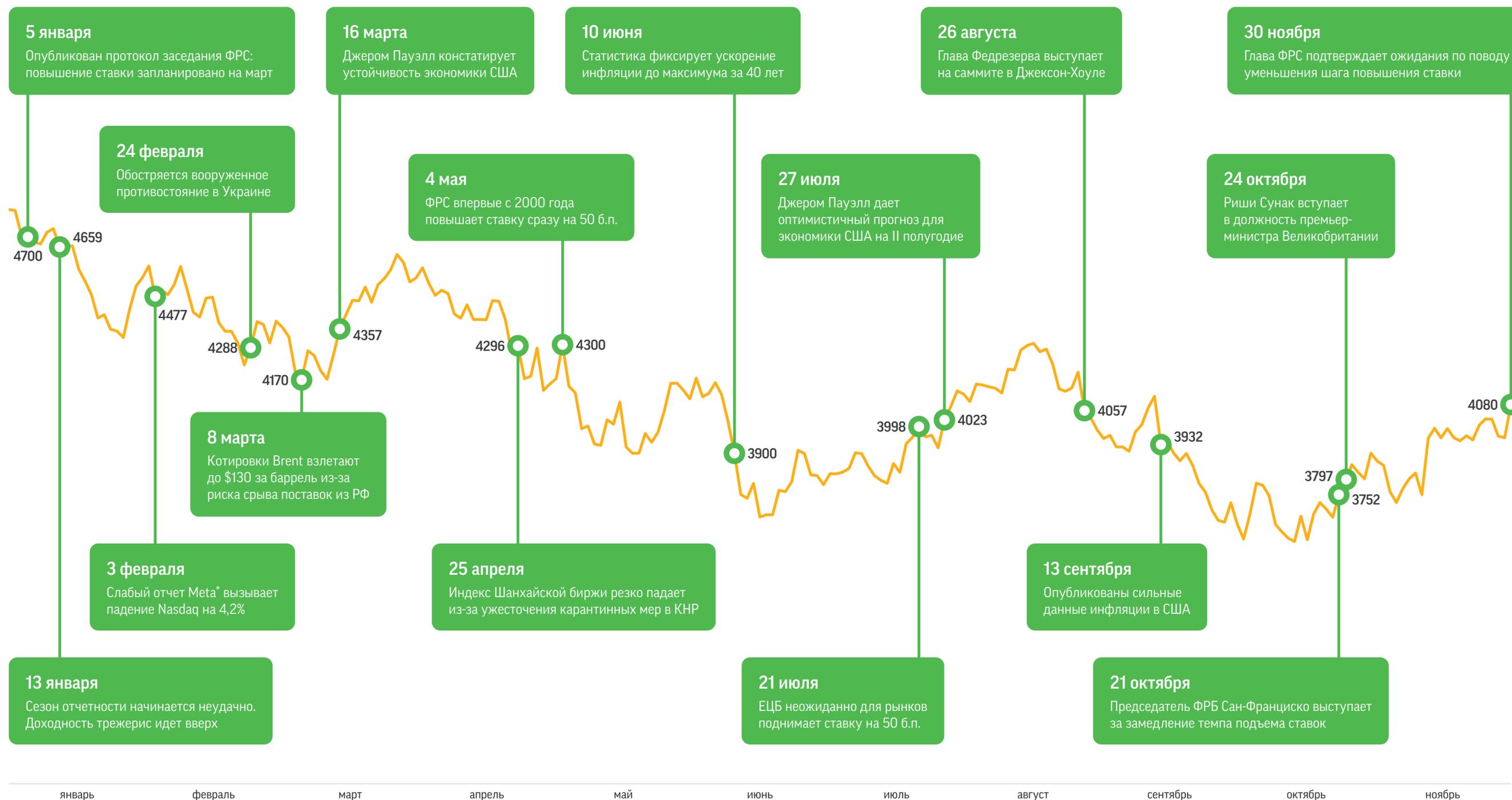
Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Рынок США в 2022 году (индекс S&P 500)

Важные новости в одной инфографике



*Деятельность Meta Platforms Inc. по реализации продуктов Facebook и Instagram на территории Российской Федерации запрещена по основаниям осуществления экстремистской деятельности.

Ключевые события 2022 года

В зоне высокого напряжения

Уходящий 2022 год для инвесторов начался с высоких рыночных мультипликаторов и инфляции, что сопровождалось ожиданиями постепенного ужесточения ДКП и ухудшения финансовых условий. В то же время общерыночные прогнозы роста корпоративных прибылей оставались оптимистичными. Ужесточение риторики ФРС стимулировало рост доходностей трежерис, что вкуче с неоднозначными отчетами банковского сектора, а также данными, отражавшими стабильное ускорение инфляции, вызвало фиксацию позиций с начала второй декады января. В феврале умеренно негативный тренд обусловили такие факторы, как распродажа в акциях Meta* (META), продолжающийся разгон инфляции и обострившийся в Украине вооруженный конфликт.

Во второй половине марта настроения на биржах изменились: инвесторы начали выкупать просадку индексов благодаря ободряющей риторике председателя ФРС Джерома Пауэлла. Глава регулятора характеризовал экономику США как устойчивую, выражая уверенность в ее способности выдержать повышение ставок. Положительно рынок отреагировал и на то, что отношения между США и Китаем не ухудшились из-за напряженности в Украине.

С начала апреля по середину мая рынок практически непрерывно снижался. Триггером для распродаж стали сигналы ФРС о возможном увеличении шага подъема ставки до 50 б.п. Это стимулировало повышение оценок предельной ставки ФРС и, как следствие, подтолкнуло доходности десятилетних трежерис к отметке 3%. Углублению падения на рынке акций способствовали слабые отчеты отдельных ИТ-компаний, а также жесткие коронавирусные ограничения в Китае. Затем последовал краткий период отскока, но после публикации данных инфляции, зафиксировавших ее рекордное ускорение, с 9 июня «медвежий» тренд возобновился с новой силой.

В июле настроения инвесторов стабилизировались. Спекуляции на тему возможного смягчения ДКП в 2023 году из-за ухудшения макроэкономической ситуации, а также неплохой сезон

отчетности за второй квартал и оптимистичные оценки главой ФРС состояния экономики во втором полугодии обусловили рост котировок индекса S&P 500 до середины августа.

Во второй половине августа позитивный заряд был исчерпан. Выступая на ежегодном саммите глав ЦБ в Джексон-Хоуле, Джером Пауэлл подтвердил, что ФРС продолжит повышать ключевую ставку, пока инфляция не окажется «под контролем». Предупреждение главы регулятора об опасности преждевременного смягчения ДКП рынок воспринял как сигнал к более длительному периоду удержания ставки на ограниченном уровне. Данные инфляции за август вновь зафиксировали показатель выше прогноза, что стало поводом для развития нисходящего тренда, продлившегося до октября.

Значительное снижение котировок и надежда на прохождении пика инфляции послужили драйверами для локального разворота котировок вверх. Поддержку росту оказали заявления главы ФРБ Сан-Франциско Мэри Дейли о планируемом сужении шага повышения ключевой ставки. Кроме того, в ноябре усилились спекуляции по поводу возможности снижения ставки ФРС на 25-50 б.п. уже в конце 2023 года. Это поддерживало «бычьи» настроения до конца осени.

Игорь Ключнев,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global



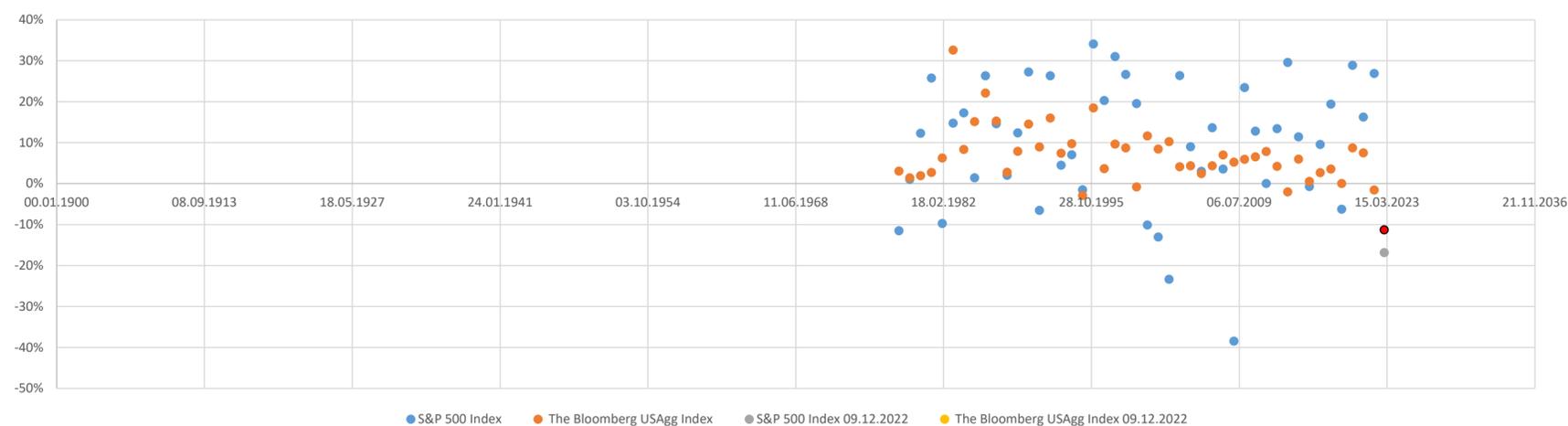
**Инвестиционные
перспективы 2023 года**

23 декабря 2022

ffin.global



Доходности акций и облигаций в ретроспективе



*Деятельность Meta Platforms Inc. по реализации продуктов Facebook и Instagram на территории Российской Федерации запрещена по основаниям осуществления экстремистской деятельности.

Фундаментальная картина на 2023 год

К росту через полосу препятствий

В качестве базового сценария на 2023 год мы рассматриваем умеренную рецессию в течение первого полугодия. Негативную динамику в поквартальном выражении ВВП США, по нашей оценке, продемонстрирует во втором квартале. Это будет сопровождаться ухудшением прогнозов роста EPS, давлением на оценочные мультипликаторы, а также отказом инвесторов от вложения в рискованные активы на протяжении января-июня 2023-го. В базовый прогноз мы закладываем снижение экономической активности, сохранение повышенной инфляции и рост безработицы, которые окажут сдерживающий эффект на потребительские настроения. Это приведет к снижению EPS на 3,3% по итогам 2023 года. Одновременно предполагаем, что базовый ценовой индекс расходов на личное потребление (Core PCE) продолжит замедляться и к концу будущего года составит 3,4%, что позволит ФРС снизить базовую ставку на 50 б.п. Восстановление экономической активности в третьем-четвертом кварталах, а также ожидания перехода ФРС к смягчению монетарной политики в 2024 году будут стимулировать рост спроса на риск во втором полугодии 2023-го. Реализация эффекта низкой базы и ослабление инфляционного давления в 2024 году приведут к восстановлению маржинальности, благодаря чему EPS повысится на 9%. При реализации этих ожиданий справедливое значение форвардного мультипликатора P/E (P/E NTM) на конец 2023 составит 16 (сравнение сценариев и целевое значение S&P 500 см. ниже).

Риски для рынка в 2023 году

- **Инфляция.** По данным опроса VofA, проведенного в ноябре среди управляющих активами, инфляция остается наиболее значимым для рынка остаточным риском, имеющим комплексную природу. При сохранении высокой инфляции в течение 2023 года ФРС будет вынуждена принимать более агрессивные меры для ее замедления. В этом случае пиковый уровень ставки может составить от 6% и выше,

а регулятор будет удерживать ее более продолжительное, чем ожидалось ранее, время. Это окажет существенное давление на оценочный мультипликатор рынка. Кроме того, жесткая ДКП будет иметь более ярко выраженные негативные последствия для экономики, а снижение EPS окажется глубже, чем предполагает наш вышеприведенный сценарий.

- **Длительность рецессии.** В базовый прогноз мы закладываем нулевую динамику ВВП в первом квартале и отрицательную во втором (кв/кв). Не исключаем и сценарий более длительной рецессии, хотя существенное снижение ВВП США по итогам года, на наш взгляд, маловероятно ввиду благополучной ситуации на рынке труда и значительных избыточных запасов денежных средств на счетах населения. В то же время существуют риски затяжного периода слабонегативной динамики экономики, что обусловлено сохраняющимся восстановительным импульсом в ряде индустрий и еще не зафиксированным ухудшением деловой активности в некоторых секторах с длительными производственными циклами.
- **Политика ФРС.** В базовый сценарий мы закладываем снижение ставки Федрезерва в конце 2023 года в случае устойчивого замедления инфляции и ослабления экономики. При этом учитываем, что руководство регулятора неоднократно выступало за сохранение высоких ставок в течение длительного периода. Как показывает статистика последних десятилетий Федрезерв сохраняет ставку на пиковом уровне дольше полугодия. Сокращение баланса активов регулятор проводил лишь единожды – с 2017-го по 2019 год, поэтому единой оценки потенциального влияния этой меры на экономику и рынок на сегодня нет. В то же время сама неопределенность эффекта QT окажет давление на объемы ликвидности в системе.
- **Ухудшение рыночного сентимента при снижении консенсуса по EPS.** Пессимистичные ожидания в отношении

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

динамики прибыли на акцию, обнародованные, в частности, spglobal.com и заложенные в последние прогнозы ведущих инвестбанков, на наш взгляд, частично учтены в рыночных котировках. Консенсусы Bloomberg и Factset на начало декабря предполагают рост EPS эмитентов из индекса S&P 500 на уровне 6,9% и 5,6% соответственно, что указывает на сохранение потенциала снижения в условиях ожидаемого ухудшения макроэкономической конъюнктуры.



Фундаментальная картина на 2023 год

К росту через полосу препятствий

- **Маржинальность.** По данным Factset, операционная маржа эмитентов из индекса S&P 500 по итогам третьего квартала 2022-го составила максимальные с 2005-го 15,5%. Маржа EBIT по итогам уходящего года способна приблизиться к 15,3% при среднем за 18 лет уровне 13,5%, что в условиях высокой вероятности рецессии выступает фактором риска.



- **Концентрация капитализации.** Капитализация топ-5 технологических компаний: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta* — на начало декабря составила 20% от общего показателя для индекса S&P 500 против 25% в 2021-м и 12% за период 2012–2019 годов. Таким образом, стабильное сохранение высокой концентрации капитализации остается под вопросом, что вкуче с расширением доли активов в пассивном управлении может оказать давление на оценки рынка в перспективе нескольких кварталов.



- **Разница оценок акций «роста» и «стоимости».** В условиях ожидаемой рецессии, высоких ставок ФРС и доходностей десятилетних гособлигаций США мы рассчитываем на сокращение в течение 2023 года разрыва между оценками акций «роста» и «стоимости». Этот расчет основан на исторических данных и на большей уязвимости секторов, акции которых относятся к категории «роста», к негативному воздействию рецессии.



Потенциальные факторы поддержки рынка

- **Сохраняющийся тренд на снижение компонентов инфляции.** Полагаем, что в 2023 году общая инфляция может существенно замедлиться за счет волатильных компонентов. В частности, этому будет способствовать снижение цен на нефть WTI и природный газ на 40% и 43% от максимумов года соответственно, а также удешевление бензина в США на 31,3% от пиковых значений. Индекс мировых цен на продовольствие (FAO Food Price Index) с мартовских 159,7 опустился до 135,7 в ноябре (-15%). В свою очередь, оборачиваемость запасов у торговых сетей Walmart и Target находится на низших отметках за несколько лет, а у Amazon — на историческом минимуме. Наличие большого объема запасов у ретейлеров вкуче с постепенной нормализацией цепочек поставок будет способствовать снижению цен на товары.
- **Стабильное состояние рынка труда.** Благополучное положение рынка труда, с одной стороны, выступает риском для экономики, так как устойчивый спрос может ускорять инфляцию. С другой стороны, при развитии рецессии стабильный рынок труда — это позитивный фактор. Рекордное число открытых вакансий позволит замедлить рост безработицы и поддержать потребительский спрос в случае ухудшения экономических условий при реализации нашего базового прогноза. Ожидаем рост безработицы по итогам 2023-го на уровне 1,2 п.п., до 4,9%, при среднем за 20 лет уровне 6,02%.
- **Избыточные сбережения населения.** Накопления, связанные с выплатами госсубсидий гражданам США в 2020–2021-м, на текущий момент составляют \$1,45 трлн против \$2,3 трлн годом ранее. За счет наличия этой финансовой подушки удастся поддерживать спрос домохозяйств, несмотря на высокую инфляцию, а также прогнозируемое снижение занятости и минимальный с 2005 года общий уровень сбережений.

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffn.global



Фундаментальная картина на 2023 год

К росту через полосу препятствий

• **Улучшение прогнозов в отношении экономики КНР.** В начале декабря Пекин начал менять методы борьбы с распространением COVID-19. Власти намерены отказаться от практики изоляции отдельных городов или районов, массовых карантинных и поголовного регулярного тестирования на коронавирус. Рассчитываем, что курс на либерализацию

этих практик продолжится в течение 2023 года. В этом случае считаем возможным рост ВВП Китая на 5%. По оценкам МВФ, вклад Китая в динамику мировой экономики составляет около 30%, поэтому улучшение перспектив роста китайского ВВП позитивно для глобальной ситуации.

• **Смягчение геополитических рисков.** Лидеры США и КНР,

встретившиеся в рамках саммита G20, продемонстрировали стремление к налаживанию диалога. Этот фактор, а также победа на недавних выборах в Тайване прокитайской партии способны снизить геополитические риски во взаимоотношениях между крупнейшими экономиками планеты.

Сценарии развития ситуации на фондовом рынке в 2023 году

	Мягкая посадка	Умеренная рецессия	Стагфляция
Ставка ФРС (2023)	4,6%	5,1%	5,6%
Ставка ФРС (2024)	3,1%	3,5%	4,3%
U.S. 10 Year Treasury (2023)	3,9%	4,4%	4,8%
U.S. 10 Year Treasury (2024)	3,4%	3,6%	4,1%
EPS (2023)	218,5	211,2	203,2
Изменение EPS (2023)	0,0%	-3,3%	-7,0%
EPS (2024)	240,4	230,2	217,4
Изменение EPS (2024)	10%	9%	7%
P/E NTM (2023)	17,4	16,0	14,5
Вероятность	30%	55%	15%
S&P 500	4182,1	3676,0	3152,7
Ключевые допущения	Рост экономики в первом полугодии замедляется, но в минус в поквартальном сопоставлении ВВП не уходит. Инфляция (Core PCE) к концу года опускается до 2,9%, что позволяет ФРС снизить ставку на 50 б.п., до 4,25%, и служит основанием для прогноза дальнейшего замедления роста цен в 2024 году. ВВП разворачивается вверх во второй половине 2023-го, способствуя улучшению экономических прогнозов, а также оценок динамики EPS и маржинальности компаний на 2024 год. При реализации этого сценария справедливый уровень P/E NTM на конец будущего года – 17,3	В первом полугодии в экономике США развивается рецессия, стимулирующая замедление инфляции. С середины 2023-го экономическая активность восстанавливается, к концу года ФРС снижает ставку на 50 б.п., до 4,75%, заявляя о планах и далее смягчать ДКП при сохранении инфляцией устойчивого понижательного тренда. Замедление роста цен и постепенное восстановление спроса благоприятно влияют на маржинальность компаний. С учетом улучшения перспектив экономики и анонсированного ФРС курса на снижение ставки в 2024–2025-м справедливая оценка для мультипликатора P/E NTM по итогам будущего года – 16	Длительное сохранение высокой инфляции вынуждает ФРС принимать решительные меры для ее обуздания, поэтому ключевую ставку в конце года снижают лишь на 25 б.п., до 5,5%. Продолжение жесткой ДКП, высокая инфляция и слабая потребительская активность оказывают сильное давление на корпоративную маржу. В результате совокупная EPS по итогам года падает на 7%. На фоне неоднозначных ориентиров в отношении инфляции на 2024 год и недостаточно активного восстановления экономики со второй половины 2023-го справедливая оценка мультипликатора P/E NTM по итогам будущего года – 14,5



Макроэкономический прогноз на 2023 год

В буре лишь крепче руки

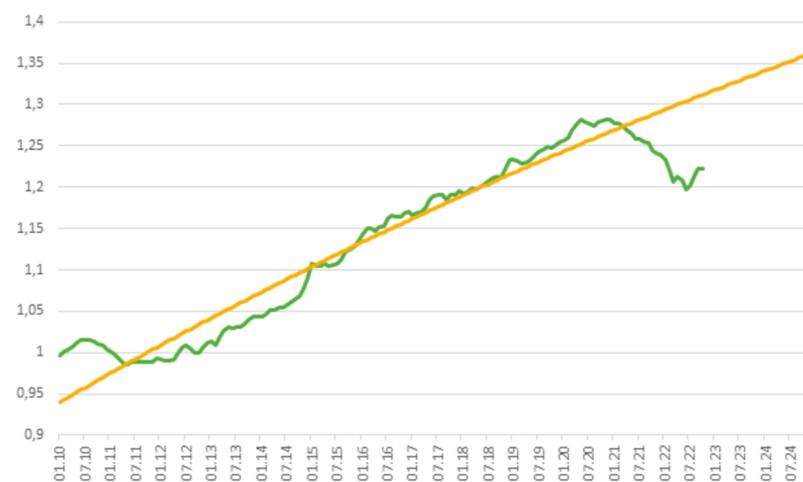
Согласно консенсусу, по итогам 2022-го ВВП США увеличится примерно на 0,5%. При этом процесс адаптации к ужесточению монетарных условий и высокой стоимости заимствований будет продолжаться в 2023 году. В результате в течение следующего года американская экономика будет расширяться более медленно по сравнению со средним долгосрочным значением, которое оценивается регулятором на уровне 1,8%. Высокая макроэкономическая неопределенность позволяет аналитикам совершенно обоснованно предполагать практически противоположные варианты развития событий: от «мягкой посадки» до стагфляции. Оптимисты убеждены, что ФРС сможет справиться с инфляцией с минимальными негативными последствиями для экономики. Однако в инвестсообществе все громче начинают звучать голоса тех, кто предупреждает о риске стагфляции, то есть о ситуации, когда регулятор не сможет быстро восстановить ценовую стабильность. На наш взгляд, истина где-то посередине: мы полагаем, что наиболее вероятно умеренная рецессия.

Перед обсуждением конкретных сценариев мы хотели бы обратить внимание на несколько важных аспектов текущей макроэкономической ситуации в США.

Во-первых, в 2020-2021-м мы наблюдали резкое отклонение модели потребления от долгосрочного тренда из-за эффекта пандемии, что выражается в значительном сдвиге реального спроса от услуг к товарам. Эта динамика, в свою очередь, привела к их значительному удорожанию. Многолетний тренд, в рамках которого цены на услуги повышались быстрее, чем стоимость товаров, временно был сломлен. Однако, на наш взгляд, в течение следующих двух лет ситуация постепенно нормализуется за счет как минимум частичного восстановления допандемийной модели потребления. На такое развитие событий уже сейчас указывают опережающие инфляционные индикаторы. К примеру, ценовой компонент индекса деловой активности в производственной сфере от ISM опустился значительно ниже 50 пунктов, указывая на дефляционные процессы, в то время

как тот же показатель для сферы услуг все еще держится около 70 пунктов. Таким образом, динамику большинства макроэкономических метрик и возможные диспропорции внутри их компонентов будут, с нашей точки зрения, определять процессы нормализации потребительских трендов.

Темпы роста цен на услуги по отношению к росту цен на товары



Реальное потребление услуг по отношению к товарам



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

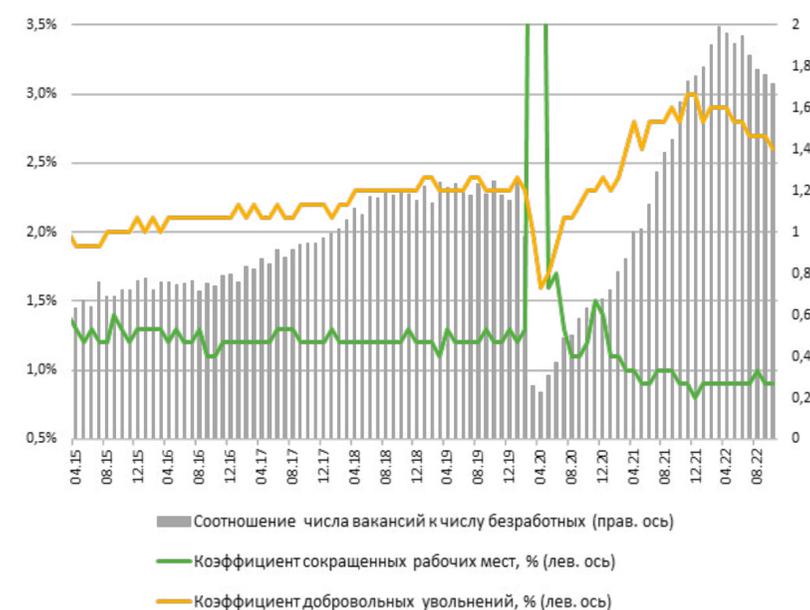


Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Во-вторых, недоукомплектованный штат компаний в некоторых отраслях (например, в промышленном секторе или сфере услуг) все еще остается сильным драйвером роста зарплат примерно на 5% г/г. Глава ФРС Джером Пауэлл отмечает, что столь высокий показатель препятствует достижению инфляционных таргетов регулятора. Темпы найма в 2022 году оказались значительно выше общерыночных оценок. В январе-ноябре ежемесячный прирост числа рабочих мест вне аграрного сектора США в среднем составил 391 тыс., вдвое превысив тот же показатель за 2018-2019 годы. Несмотря на это, число вакансий в 1,7 раза больше количества безработных, что является очень высоким по историческим меркам значением. Для сравнения: в 2019 году оно в среднем составляло 1,15х. В то же время мы считаем, что напряженность рынка труда будет постепенно снижаться в 2023 году, а безработица, напротив, будет расти, однако скорость и глубина этого процесса пока еще характеризуются высокой неопределенностью. Кроме того, неясно, как эта ситуация в итоге повлияет на зарплаты.



Макроэкономический прогноз на 2023 год

В буре лишь крепче руки

В-третьих, запасы средств, накопленных потребителями в период пандемии за счет получения стимулирующих чеков от государства, по-прежнему достаточно велики. Хотя ежемесячный уровень личных сбережений опустился до минимальных с 2005 года 2,3%, текущий объем избыточных накоплений домохозяйств, по нашим оценкам, составляет \$1,45 трлн. Эта ликвидность может поддержать потребительский спрос в следующем году и предотвратить глубокий спад экономики. В то же время столь значительный запас сбережений на руках у населения будет препятствовать замедлению инфляции. Впрочем, не исключено, что в реальности объем избыточных сбережений намного меньше, поскольку эти средства могли быть частично использованы для погашения ипотечных займов и покупки ценных бумаг.

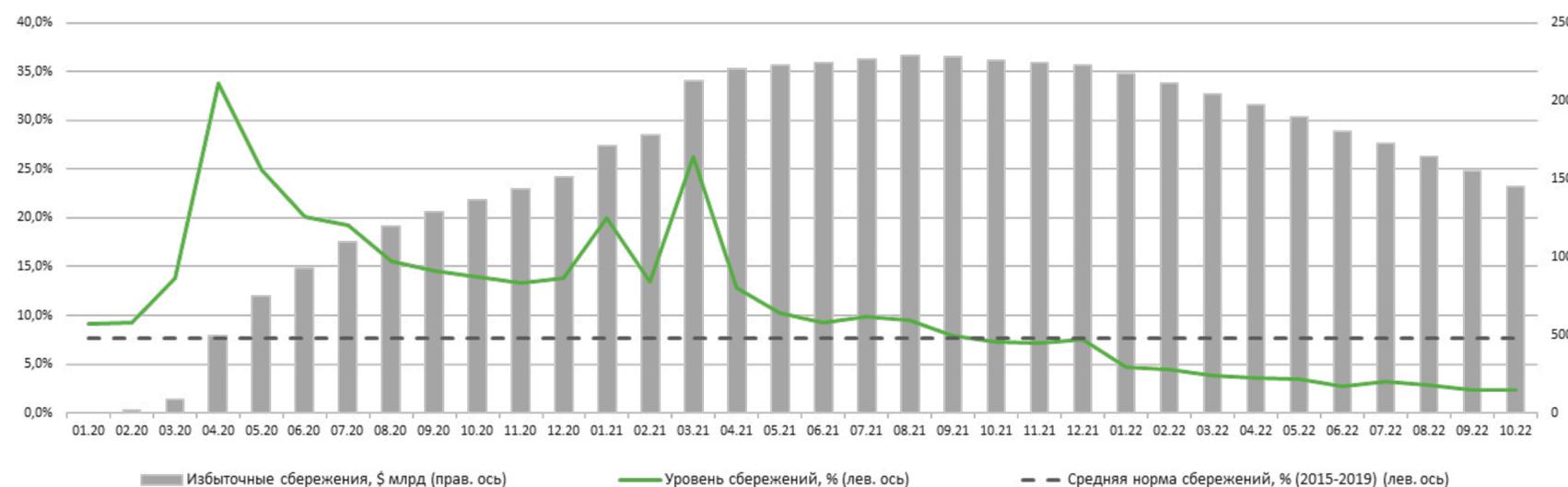
Далее рассмотрим три возможных макроэкономических сценария.

Базовый сценарий: умеренная рецессия

В этом случае в первом полугодии 2023-го экономика США погрузится в неглубокую и непродолжительную рецессию, которая будет характеризоваться следующими факторами:

- Темпы роста реального потребления продолжат замедляться к околонулевым отметкам. Негативное влияние на потребительский спрос окажет повышение безработицы до 4,9% к третьему кварталу, а факторами поддержки выступят избыточные сбережения на руках у населения и повышение зарплат темпами на уровне базовой инфляции.
- Во второй половине года бизнес-активность начнет плавно восстанавливаться, так как экономика завершит процесс адаптации к режиму высоких ставок. Соотношение спроса и предложения на рынке труда, скорее всего, нормализуется, что приведет к дальнейшему замедлению номинального роста зарплат до 3,8% к концу 2023 года. Однако в реальном выражении они будут устойчиво подниматься за счет существенного замедления роста цен в первом полугодии.
- Базовая инфляция PCE в 2023-2024 годах будет держаться заметно выше таргета ФРС, при этом постепенно приближаясь к нему. Динамика цен в сегментах товаров и услуг окажется разнонаправленной: в первом случае будет зафиксирована дефляция, тогда как услуги продолжат дорожать из-за роста зарплат.

	Текущее значение*	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,9	0,0	-0,2	0,3	1,1	0,3	1,4
Базовый PCE, % (г/г)	5,0	4,4	4,0	3,5	3,3	3,8	2,6
Уровень безработицы, %	3,7	3,9	4,5	4,9	4,9	4,6	4,7
Темпы роста средней почасовой заработной платы, %	5,1	4,6	4,5	4,2	3,8	4,3	3,6
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,00	5,25	5,25	5,25	4,75	5,1	3,5
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,50	4,50	4,35	4,15	4,4	3,6



Макроэкономический прогноз на 2023 год

В буре лишь крепче руки

Оптимистичный сценарий: «мягкая посадка»

Мы полагаем, что наиболее благоприятный сценарий развития событий все еще вполне реалистичен, но для этого потребуется сочетание следующих факторов:

- Число вакансий заметно снизится, но работодатели воздержатся от массовых сокращений.
- Инфляционные ожидания потребителей на следующий год уменьшатся, что позволит повышать зарплаты более медленными темпами.
- Для снижения краткосрочных инфляционных ожиданий может потребоваться устойчивое падение котировок нефти и газа и, как следствие, уменьшение цен на нефтепродукты, электроэнергию и продукты нефтехимии. В свою очередь, удешевление энергоносителей может быть обусловлено сокращением геополитической премии либо слабым экономическим ростом в Китае.
- Самым важным слагаемым в сценарии «мягкой посадки» выступает достаточно уверенный внутренний спрос в США.

	Текущее значение*	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,9	0,1	0,1	0,8	1,4	0,6	1,7
Базовый PCE, % (г/г)	5,0	4,3	3,8	3,3	2,9	3,6	2,3
Уровень безработицы, %	3,7	3,8	4,3	4,5	4,6	4,3	4,5
Темпы роста средней почасовой заработной платы, %	5,1	4,5	4,1	3,8	3,7	4,0	3,5
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,00	4,75	4,75	4,75	4,25	4,6	3,1
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,00	4,00	3,90	3,80	3,9	3,4

Пессимистичный сценарий: стагфляция

Данный вариант развития событий мы считаем наихудшим из возможных, поскольку восстановление в этом случае может занять несколько лет. Реализация риска стагфляции возможна, если:

- Рост зарплат окажется устойчивее ожиданий аналитиков. Это может быть обусловлено более активными темпами увольнений, более устойчивым потребительским спросом, а также сохранением повышенных инфляционных ожиданий.
- Значительное увеличение цен на энергоносители на фоне усиления геополитической напряженности и отказа Китая от политики нулевой терпимости к COVID-19 подстегнет инфляционные ожидания населения.
- ВВП начнет сокращаться не из-за слабого потребительского спроса, а по причине существенного снижения чистого экспорта и инвестиций.

	Текущее значение*	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,9	-0,1	-0,5	-0,2	0,8	0,0	1,0
Базовый PCE, % (г/г)	5,0	4,9	4,6	4,3	3,9	4,4	3,0
Уровень безработицы, %	3,7	3,9	4,4	4,6	4,8	4,4	5,4
Темпы роста средней почасовой заработной платы, %	5,1	4,8	4,8	4,6	4,3	4,6	3,7
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,00	5,25	5,75	5,75	5,50	5,6	4,3
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,50	5,00	5,00	4,75	4,8	4,1

*На декабрь 2022 года



Долговой рынок: итоги и перспективы

В направлении тихой гавани

В 2022 году еврооблигации продемонстрировали максимальное падение цены в своей истории. Двадцатилетний период снижения ключевых ставок завершился, а инфляция в США достигла максимума с 1982 года. Эти факторы вызвали глубокую коррекцию в ценах на долговые бумаги. Сильная инверсия кривой доходности казначейских облигаций США указывает на уверенность участников рынка в том, что инфляция достигла пика и продолжит замедляться, открывая путь для снижения ставок ФРС. Однако, как мы могли убедиться в уходящем году, динамику инфляции трудно предсказать. Она может оказаться более устойчивой, что вынудит регулятор еще долго удерживать высокие процентные ставки. Это приведет к сдвигу кривой доходности казначейских облигаций США вверх в первой половине 2023 года с последующим разворотом вниз для долгосрочных бондов. Ужесточение денежно-кредитной политики и реализация программы QT привели к сокращению глобальной ликвидности. Снижение

баланса ФРС выявило некоторые недостатки финансовой системы и для минимизации рисков Федеральное резервное управление использует инструменты предоставления ликвидности. В то же время эффект от проводимого регулятором количественного ужесточения полностью просчитать затруднительно. По мере адаптации системы к новым правилам игры после 15 лет более чем щедрого предложения ликвидности мировыми центральными банками риск неожиданных неприятных сюрпризов будет сохраняться. Во втором полугодии 2023 года продолжение программы QT вступит в противоречие с возвращением к смягчению монетарной политики. В связи с этим ФРС придется искать способ это противоречие устранить. Итак, что все это означает для евробондов в 2023 году?

Коррекция в ценах на долларовые еврооблигации в сочетании со стремлением ФРС взять под контроль инфляцию создали основу для восстановления инструментов с фиксированным доходом. Однако рассматривать обозначившиеся перспективы нужно через призму здорового консерватизма. В следующем году мы ожидаем замедления инфляции. Это означает, что процентные ставки в конечном итоге также будут снижаться, что приведет к росту цен на евробонды. Ограничить этот рост способен сохраняющийся риск стагфляции, а замедление инфляции может быть неравномерным ввиду общей неопределенности в отношении перспектив экономики. В связи с этим нужно быть готовыми к значительному разбросу доходностей различных классов евробондов. Для этого необходимо соответствующим образом подготовить облигационный портфель. Для защиты от неопределенности по поводу конечной цели ФРС в отношении уровня ставки и инфляции структура этого портфеля должна быть достаточно гибкой. Мы считаем оптимальным в текущих условиях формат «штанга» – с большим весом облигаций с дюрацией от года до двух при увеличении в течение года доли долгосрочных (от семи и более лет) бумаг. Выбор этой структуры позволит оставаться в защитной позиции, сохраняя возможность получать выгоду от роста рынка

Тимур Лебедев,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global



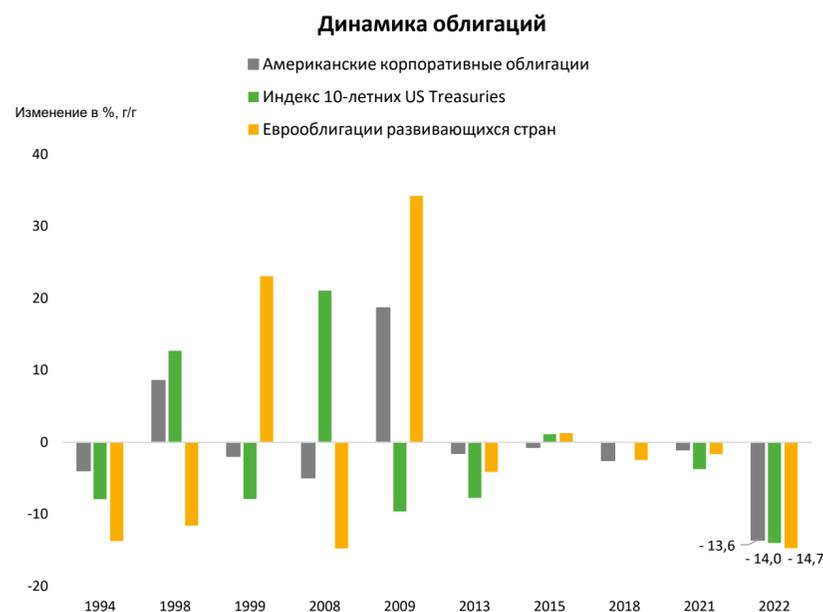
Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



при снижении доходности казначейских облигаций США. Мы видим положительный потенциал у «длинных» американских корпоративных бондов и отдаем предпочтение эмитентам с рейтингом от BBB. Этот класс долговых инструментов лучше всего позиционирован к различным сценариям в отношении инфляции и темпов роста экономики США. Как мягкая, так и жесткая посадка американской экономики будет способствовать росту долгосрочных бондов инвестиционного уровня ввиду снижения доходности казначейских облигаций США. При реализации рисков стагфляции динамика корпоративных бондов, по нашим прогнозам, будет в худшем случае нейтральной. При этом большая часть дохода будет поступать от купонов, а не от роста цен на эти бумаги. Наш базовый сценарий предполагает небольшое сужение спреда по американским бондам инвестиционного уровня к концу 2023 года при целевой совокупной доходности 5,3%. Для достижения этой цели решающее значение имеет выбор времени для увеличения дюрации портфеля. Покупка долгосрочных корпоративных облигаций имеет смысл только тогда, когда доходность 10-летних US Treasuries достигнет 4,3% и более. Это обеспечит минимизацию риска и желаемую доходность, если безрисковые ставки будут изменяться по более низкой или высокой траектории, чем в нашем базовом прогнозе. Предпочтительно избегать облигаций со сроком обращения от семи лет и больше, до тех пор пока доходность казначейских «десятилеток» не достигнет указанного уровня, так как это грозит убытком, измеряемым двузначными числами.



На графике выбраны годы, в которых хотя бы один индекс показал отрицательную динамику, начиная с 1993-го. Используются индексы совокупной доходности (total return) Bloomberg и индекс S&P Global для казначейских облигаций

Долговой рынок: итоги и перспективы

В направлении тихой гавани

Номинальная доходность высокодоходных облигаций выглядит заманчиво. В то же время среди основных тенденций следующего года будет замедление экономического роста в США. В результате этого на первый план выйдут кредитные риски. Уровень дефолта среди высокодоходных облигаций США в 2022 году, по данным рейтинговых агентств, составляет всего 1,2-1,6%, а в текущие спреды заложены ожидания неглубокого экономического спада. После ноябрьского ралли в высокодоходных евробондах мы ожидаем, что в 2023 году спред высокодоходных облигаций США расширится на 60 б.п., а прогнозируемая общая доходность составит 2,2%. По прогнозам экономистов, развивающиеся рынки (EM) покажут устойчивые и более быстрые, чем США, темпы роста. Кроме того, ожидаемое валютными стратегами достижение курсом доллара пика в 2023 году окажет поддержку

валютным бондам развивающихся рынков. Облигации EM торгуются по привлекательным ценам, но мы предлагаем не торопиться с увеличением аллокации на EM HY и подождать до второго-третьего квартала, чтобы убедиться, что ФРС действительно готова к смягчению монетарной политики. Это позволит подстраховаться на случай развития стагфляции, при которой высокими ставки останутся на более длительный срок. Тогда восстановление валютных облигаций развивающихся стран может приостановиться. Ноябрьская динамика цен на евробонды снизила потенциал их роста, и в нашем базовом сценарии EM HY обеспечат совокупную доходность 2,7%. Среди emerging markets мы отдаем предпочтение ликвидным корпоративным облигациям эмитентов из стран с устойчивой макроэкономикой. В то же время, если начинать покупать евробонды HY ближе

ко второй половине 2023 года, согласно нашей стратегии, совокупная доходность может достичь 8,2% и 6,1% – для EM HY и US HY соответственно.

В текущих рыночных условиях появилась еще одна интересная возможность для заработка на рынке долга. Повышение ставки ФРС наконец-то прервало период очень низкой доходности «коротких» облигаций. В течение следующих нескольких кварталов у пассивных инвесторов будет возможность зафиксировать до погашения самую высокую за десятилетие номинальную доходность по портфелям облигаций с дюрацией от года до двух. Краткосрочные евробонды высокого качества предлагают доходность 4,5-6%, а высокодоходные бонды с рейтингом около BB принесут 6-7%. Покупка качественных бондов с погашением через один-два года – лучший вариант для консервативно настроенных инвесторов.

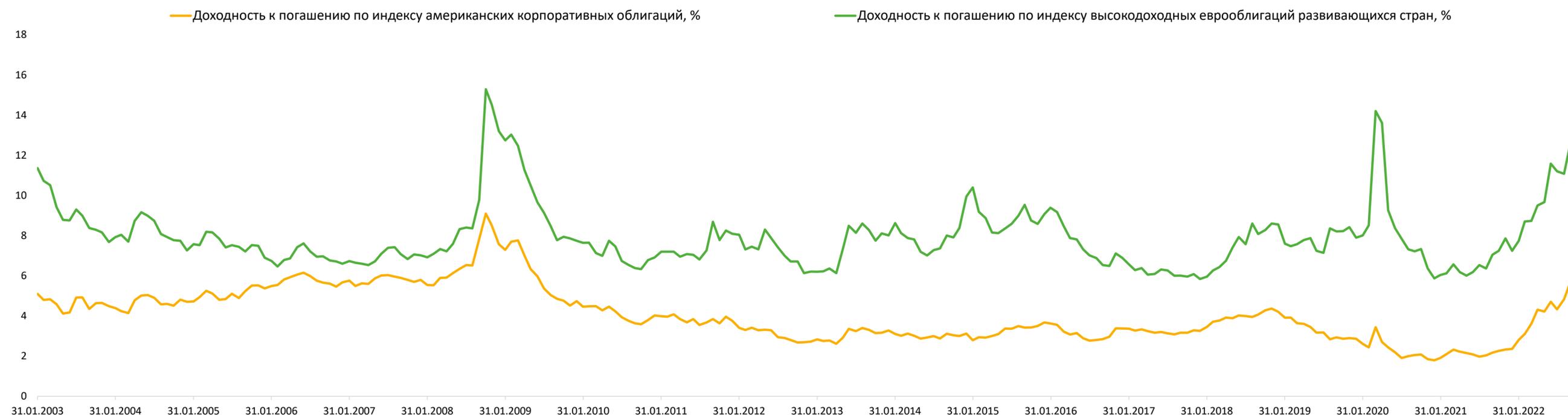
Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Самые высокие доходности с 2003 года



Базовый портфель

Основные сведения

Базовый портфель представляет собой диверсифицированный набор активов, таких как акции публичных американских компаний, ETF на долевые бумаги зарубежных рынков, спекулятивные идеи, облигации, депозиты и денежные средства. Данный инвестиционный инструмент предназначен для инвесторов с умеренным риск-профилем.

Ключевые принципы, на основе которых сформирован портфель:

- В качестве основного сценария мы рассматриваем умеренную рецессию в США в первой половине 2023 года со снижением ВВП за апрель-июнь в поквартальном выражении. Экономический спад на всем своем протяжении будет сопровождаться ухудшением прогнозов роста EPS, давлением на оценочные мультипликаторы и уходом инвесторов от риска.
- Ожидаем снижения EPS на 3,3% по итогам 2023-го и закладываем в основной сценарий замедление роста базового ценового индекса расходов на личное потребление (Core PCE) до 3,4%, что позволит регулятору снизить ключевую ставку в конце года на 50 б. п.
- Восстановление экономической активности во второй половине 2023 года и ожидание смягчения монетарной политики ФРС в течение 2024-го будут стимулировать усиление спроса на риск.
- Благодаря эффекту низкой базы и уменьшению инфляционного давления прогнозируем восстановление маржинальности и рост EPS на уровне 9% в 2024 году.
- Справедливым значением для форвардного мультипликатора P/E (P/E NTM) на конец 2023 года считаем отметку 16.

Лучше рынка в 2023 году, по нашим расчетам, будут торговаться представители сектора здравоохранения, комму-

нальные сервисы, производители и продавцы товаров первой необходимости, энергетические компании. Нейтральный прогноз даем для производителей возобновляемой энергии, про-

мышленных и сырьевых компаний. Хуже индекса S&P 500, согласно нашим ожиданиям, будут выглядеть сектора ИТ, финансов и недвижимости.

Взвешенная оценка S&P 500 на конец 2023 г. составляет 3750

	Сокращен	Нейтрален	Умеренно увеличен
Рынок акций США			
ИТ-сектор	Сокращен		
Коммуникации		Нейтрален	
Здравоохранение			Умеренно увеличен
Финансовый сектор	Сокращен		
Автомобильная промышленность	Сокращен		
Возобновляемая энергия		Нейтрален	
Сектор промышленности	Сокращен		
Сектор недвижимости	Сокращен		
Энергетический сектор			Умеренно увеличен
Коммунальные сервисы			Умеренно увеличен
Товары вторичной необходимости	Сокращен		
Товары первой необходимости			Умеренно увеличен
Сырьевая промышленность	Сокращен		
Облигации			Умеренно увеличен
Долгосрочные	Сокращен		
Среднесрочные		Нейтрален	
Краткосрочные			Умеренно увеличен
Товары	Сокращен		

Михаил Степанян,
стратег по фондовым рынкам
Freedom Finance Global



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Базовый портфель

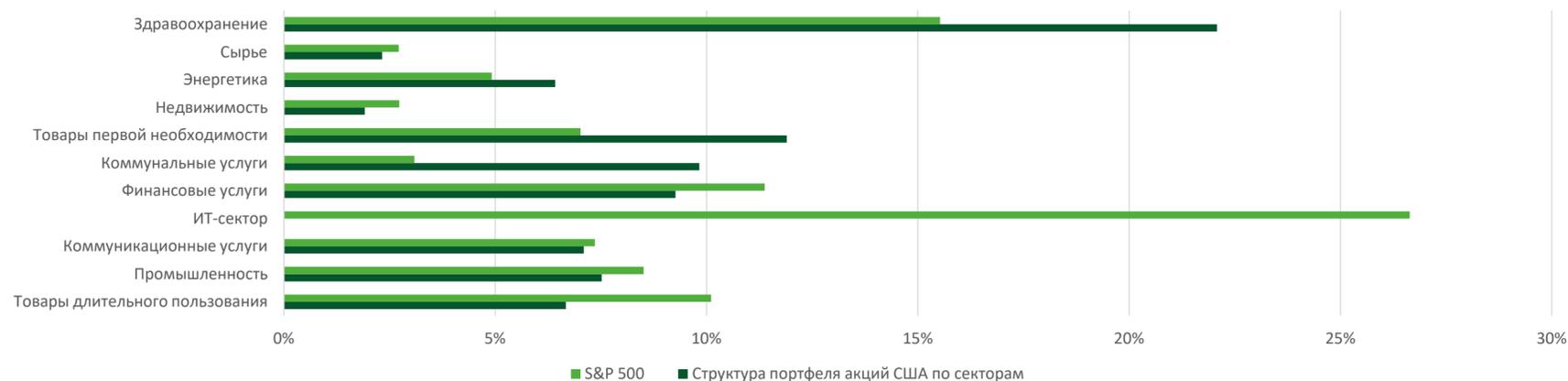
Основные сведения

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

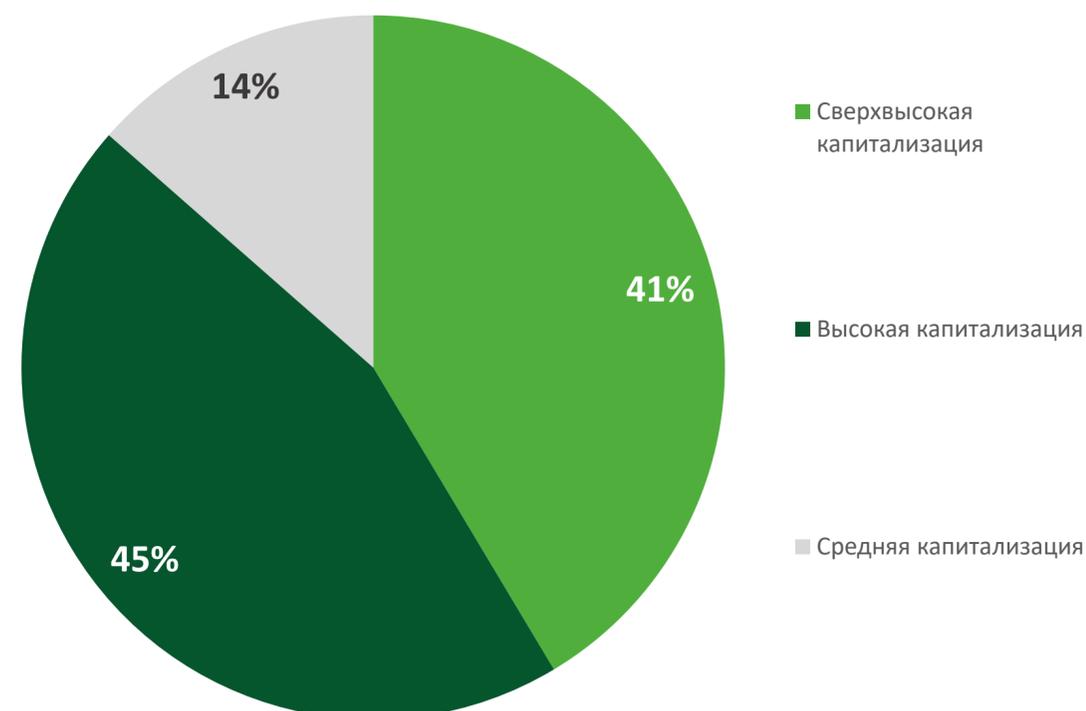
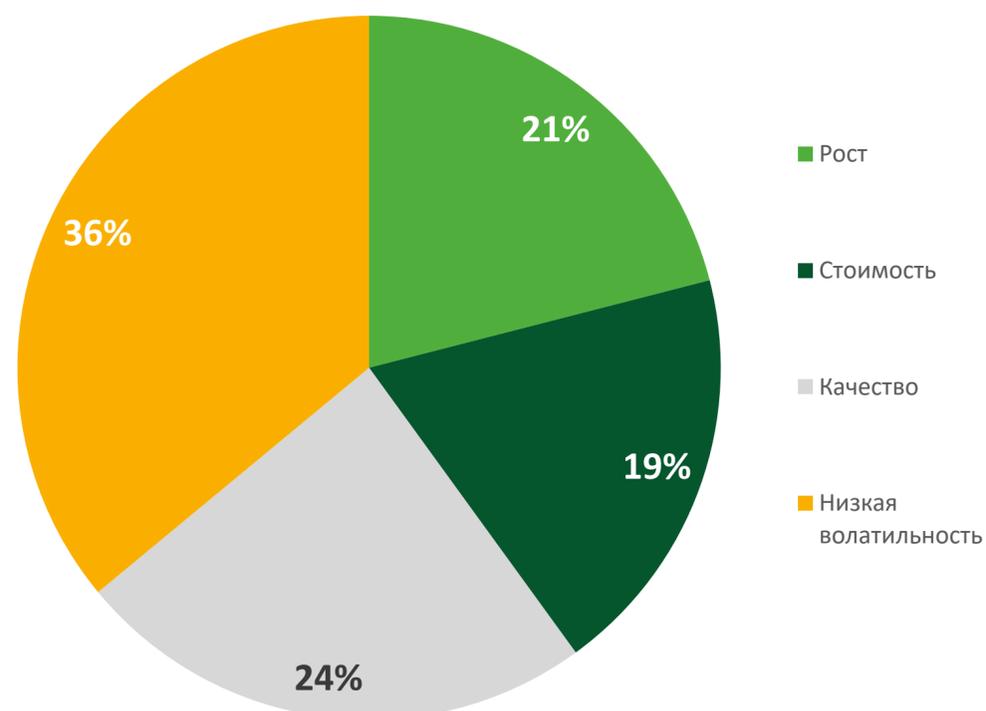
Структура портфеля акций США по секторам



Риск, доходность по портфелю

Ожидаемая доходность	10,66%
Дивидендная доходность	0,78%
Доходность за год, фактическая	-2,96%
Стандартное отклонение (за год)	9,81%
Коэффициент Шарпа (два года)	0,38
Бета (за год)	0,4

Структура портфеля



Состав портфеля и характеристики инструментов

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена, \$	Таргет, \$	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (β)	Вес
FANG-US	Diamondback Energy, Inc.	Энергетика	136,3	182,0	2,1%	36%	2,51	0,60%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	18,2	19,8	6,1%	15%	1,25	0,80%
EOG-US	EOG Resources, Inc.	Энергетика	127,5	157,9	2,6%	26%	1,85	0,88%
BAC-US	Bank of America Corp	Финансовые услуги	32,8	41,4	2,7%	29%	0,99	0,69%
V-US	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	213	249,3	0,8%	18%	1,16	1,40%
PYPL-US	PayPal Holdings, Inc.	Финансовые услуги	73,7	104,1	0,0%	41%	0,86	0,50%
CME-US	CME Group Inc. Class A	Финансовые услуги	178,1	203,2	2,2%	16%	1,30	0,70%
PG-US	Procter & Gamble Company	Товары первой необходимости	152,2	150,2	2,4%	1%	0,49	1,20%
PEP-US	PepsiCo, Inc.	Товары первой необходимости	183,9	186,2	2,5%	4%	0,54	0,93%
KO-US	Coca-Cola Company	Товары первой необходимости	64	66,6	2,8%	7%	0,83	1,10%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	Товары первой необходимости	67,6	71,7	2,3%	8%	0,70	1,00%
DG-US	Dollar General Corporation	Товары длительного пользования	243,5	266,1	0,9%	10%	0,21	1,37%
MCD-US	McDonald's Corporation	Товары длительного пользования	274,3	288,7	2,2%	7%	0,52	1,00%
SBSW-US	Sibanye Stillwater Limited Sponsored ADR	Сырье	10,9	13,1	6,0%	26%	1,78	0,32%
CTVA-US	Corteva Inc	Сырье	62,6	72,5	1,0%	17%	0,66	0,51%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	Промышленность	33,4	48,3	0,0%	45%	1,29	0,50%
WM-US	Waste Management, Inc.	Промышленность	166,8	175,3	1,6%	7%	0,74	0,90%
LMT-US	Lockheed Martin Corporation	Промышленность	480,2	476,0	2,5%	2%	0,51	0,67%
BA-US	Boeing Company	Промышленность	187,1	195,2	0,0%	4%	0,84	0,60%
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	Недвижимость	88,1	99,6	3,5%	17%	1,09	0,34%
MAA-US	Mid-America Apartment Communities, Inc.	Недвижимость	165,6	181,8	3,0%	13%	0,79	0,34%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	Коммуникационные услуги	140,6	178,6	0,0%	27%	0,61	1,40%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	Коммуникационные услуги	10,9	19,8	0,0%	82%	1,15	0,90%
DIS-US	Walt Disney Company	Коммуникационные услуги	94,7	119,6	0,0%	26%	0,94	0,22%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	Коммунальные услуги	158,2	161,0	2,8%	5%	0,73	3,49%
PFE-US	Pfizer Inc.	Здравоохранение	53,1	55,1	3,1%	7%	0,00	1,30%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	Здравоохранение	538,2	594,1	1,2%	12%	0,96	1,10%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	Здравоохранение	69,6	75,3	2,0%	10%	0,94	1,20%
ILMN-US	Illumina, Inc.	Здравоохранение	210,8	249,0	0,0%	18%	1,07	1,10%
MRK-US	Merck & Co., Inc.	Здравоохранение	110,9	110,6	2,6%	2%	0,29	0,74%
JNJ-US	Johnson & Johnson	Здравоохранение	179,2	185,4	2,5%	6%	0,57	1,60%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	Здравоохранение	82,8	136,6	0,0%	65%	0,21	0,80%
CRM-US	Salesforce, Inc.	ИТ	135,6	195,6	0,0%	44%	1,10	0,79%
MSFT-US	Microsoft Corporation	ИТ	256,9	293,1	1,1%	15%	0,88	0,75%
ADBE-US	Adobe Incorporated	ИТ	342,5	365,4	0,0%	7%	1,11	0,40%
AAPL-US	Apple Inc.	ИТ	145,5	173,7	0,6%	20%	1,35	1,70%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	ИТ	123,5	150,3	2,4%	24%	1,52	0,60%
CDW-US	CDW Corp.	ИТ	193	210,2	1,2%	10%	1,49	0,50%
INTC-US	Intel Corporation	ИТ	28,7	29,5	5,1%	8%	1,21	0,38%
FN-US	Fabrinet	ИТ	132,7	130,9	0,0%	-1%	1,53	0,20%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Международные акции (ОАЭ)	14,8	16,7	2,7%	15%	0,24	0,50%
MCHI	iShares MSCI China ETF	Международные акции (Китай)	48	62,1	1,8%	31%	0,67	2,50%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	Международные акции (Япония)	55,9	64,7	1,2%	17%	0,78	1,25%
IAU	iShares Gold Trust	Товары	34,4	36,2	0,0%	5%	0,49	2,50%
	Диверсифицированный портфель облигаций	Облигации				7%		38,00%
	Спекулятивные идеи*					10%		7,00%
	Кэш (D-счет)					3%		12,74%

*для расчета риска по спекулятивным идеям за основу взят VGT ETF

100%

Источник: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Состав портфеля и характеристики инструментов

Тикер	Компания	Капитализация, \$ млрд	P/E NTM	Чистый долг/ЕБИТ	Ебит/Проценты	Див. CAGR 5 лет	EPS CAGR 5 лет
FANG-US	Diamondback Energy, Inc.	23 992	5,5	0,9	41,0	0%	43%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	40 931	15,9	6,1	3,3	16%	15%
EOG-US	EOG Resources, Inc.	74 869	8,7	0,0	67,4	49%	318%
BAC-US	Bank of America Corp	262 735	10,3	-	-	26%	12%
V-US	Visa Inc. Class A	346 865	27,7	14,0	4,5	18%	20%
PYPL-US	PayPal Holdings, Inc.	84 020	18,1	0,1	37,7	0%	9%
CME-US	CME Group Inc. Class A	64 078	22,4	0,5	19,7	4%	11%
PG-US	Procter & Gamble Company	360 763	26,2	-	-	5%	9%
PEP-US	PepsiCo, Inc.	253 319	27,1	1,5	39,5	7%	8%
KO-US	Coca-Cola Company	276 726	25,7	2,6	7,1	4%	17%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	92 316	23,1	2,2	14,7	13%	9%
DG-US	Dollar General Corporation	54 432	22,4	4,0	12,9	11%	18%
MCD-US	McDonald's Corporation	200 889	27,6	-	-	8%	3%
SBSW-US	Sibanye Stillwater Limited Sponsored ADR	8 130	5,6	4,7	19,4	38%	0%
CTVA-US	Corteva Inc	44 756	24,5	4,3	8,7	-	0%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	21 403	11,6	-	-	0%	-53%
WM-US	Waste Management, Inc.	68 447	29,2	0,1	37,5	7%	12%
LMT-US	Lockheed Martin Corporation	125 853	20,9	6,4	3,3	9%	12%
BA-US	Boeing Company	111 526	-	3,9	10,1	0%	0%
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	36 121	-	1,3	12,6	-	0%
MAA-US	Mid-America Apartment Communities, Inc.	19 126	33,1	-18,4	-0,9	5%	21%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	174 903	68,2	-	-	0%	-14%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	26 445	-	-	-	0%	0%
DIS-US	Walt Disney Company	172 694	25,7	7,4	3,9	0%	-21%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	5 821	-	8,7	3,8	-	0%
PFE-US	Pfizer Inc.	297 899	8,2	-10,6	-3,4	5%	26%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	502 885	24,4	-	-	19%	18%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	217 558	20,6	-	-	1%	-14%
ILMN-US	Illumina, Inc.	33 153	85,7	3,3	8,0	0%	0%
MRK-US	Merck & Co., Inc.	281 201	14,9	-	-	7%	42%
JNJ-US	Johnson & Johnson	468 542	17,8	-	-	6%	5%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	8 075	-	0,0	32,9	-	0%
CRM-US	Salesforce, Inc.	135 620	27,6	1,8	10,4	0%	15%
MSFT-US	Microsoft Corporation	1 915 203	27,4	3,3	15,0	10%	22%
ADBE-US	Adobe Incorporated	159 210	27,2	0,9	23,9	-	25%
AAPL-US	Apple Inc.	2 314 154	23,7	-0,1	26,3	8%	22%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	138 432	10,3	-	-	5%	47%
CDW-US	CDW Corp.	26 128	19,7	0,4	21,0	29%	23%
INTC-US	Intel Corporation	118 569	14,7	-0,4	42,2	6%	3%
FN-US	Fabrinet	4 854	19,4	-0,2	65,3	0%	18%

Источник: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Портфель облигаций

Название компании	ISIN	Купон (%)	Доходность к погашению (%)	Погашение	Лет до погашения	Мин. лот	Валюта	Кредитный рейтинг (средн)	Страна	Объем в обращении	Вес в портфеле
Bayer US Finance II LLC	USU07265AC20	3,9	5,29	12/15/2023	1,02	200 000	USD	BBB	DE	2250	5%
Volkswagen Group of America	USU9273ACG86	4,3	5,36	11/13/2023	0,94	200 000	USD	BBB+	DE	1250	5%
United States Treasury	US9128284L18	2,8	4,31	4/30/2023	0,38	100	USD	AAA	US	39466	5%
Commerzbank AG	US20259DAA54	8,1	6,68	9/19/2023	0,79	200 000	USD	BB+	DE	1000	5%
Credit Suisse AG	XS0957135212	6,5	12,16	8/8/2023	0,67	200 000	USD	BB+	CH	2500	5%
Petroleos Mexicanos	US71654QCD25	4,6	6,43	9/21/2023	0,79	10 000	USD	BB	MX	895,444	5%
Glencore Funding LLC	USU37818AU27	4,1	5,40	3/12/2024	1,26	2 000	USD	BBB+	AU	1000	5%
BAT Capital Corp	US05526DBG97	2,8	5,44	9/6/2024	1,75	2 000	USD	BBB	GB	1000	5%
SURA Asset Management SA	USN8370TAA45	4,9	5,83	4/17/2024	1,36	100 000	USD	BBB	CO	500	5%
Inversiones CMPC SA	USP58072AK83	4,8	5,31	9/15/2024	1,78	200 000	USD	BBB-	CL	500	5%
Gruma SAB de CV	US400131AG30	4,9	5,21	12/1/2024	1,99	200 000	USD	BBB	MX	400	5%
Indika Energy Capital III Pte	USY39694AA51	5,9	6,60	11/9/2024	1,93	200 000	USD	BB-	ID	333,377	5%
Adaro Indonesia PT	USY70902AB04	4,3	6,03	10/31/2024	1,90	250 000	USD	BB+	ID	750	5%
SoftBank Group Corp	XS1684384511	4,8	7,26	9/19/2024	1,79	200 000	USD	BB-	JP	783,014	6%
Fibria Overseas Finance Ltd	US31572UAG13	4,0	5,44	1/14/2025	2,11	2 000	USD	BBB-	BR	339,652	5%
Banco Bilbao Vizcaya	USP1024TAN92	4,9	6,66	4/21/2025	2,37	150 000	USD	BB+	CO	400	5%
Grupo Televisa SAB	US40049JAV98	6,6	5,30	3/18/2025	2,28	100 000	USD	BBB	MX	266,42	5%
Citigroup Inc	US172967JT97	4,4	5,07	6/10/2025	2,51	1 000	USD	BBB+	US	2500	5%
Icahn Enterprises LP / Icahn	US451102BQ92	6,4	6,69	12/15/2025	3,03	2 000	USD	BB-	US	746,335	5%
AerCap Ireland Capital DAC /	US00774MAN56	6,5	6,03	7/15/2025	2,61	150 000	USD	BBB-	IE	1250	5%
Среднее значение		5,0	6,1		1,7						

Источник: Factset, Bloomberg, расчеты Freedom Finance

Изменения в составе портфеля

- Общая структура портфеля была пересмотрена в сторону увеличения веса защитных инструментов. Доля облигаций расширена с 37% до 38% (фокус на краткосрочные и среднесрочные инструменты), доля кэша выросла с 7% до 12,74%. При этом вес акций США уменьшен с 41% до 35,5%, доля международных бумаг сократилась с 5,5%, до 4,25% с учетом сохранения рисков дальнейшего укрепления доллара США.
- Вес акций энергетических компаний из США пересмотрен до 6,4% ввиду рисков для цен на нефть после ухудшения прогнозов роста глобальной и американской экономики. В то же время доля энергетического сектора в нашем портфеле больше, чем в структуре S&P 500. Это обусловлено сохраняющимися высокими политическими рисками и твердой дисциплиной исполнения соглашений ОПЕК+. На

1,5 п. п., до 15%, сокращена доля ИТ-сектора, как уязвимого к рецессии, а также ввиду сохранения повышенного дифференциала оценок компаний «роста» и «стоимости». Доля сектора товаров первой необходимости из-за некоторой переоцененности компаний сектора уменьшена до 11,9%.

- Международные акции ребалансированы. С учетом усиления неопределенности относительно динамики нефтяных цен в 2023 году мы сокращаем экспозицию на ОАЭ до 0,5%. Ввиду появления признаков смягчения эпидемических ограничений в КНР и создания комплексного плана господдержки сектора недвижимости, а также в связи с переходом к мягкой ДКП привлекательность китайского региона увеличилась.

Финансовый результат портфеля с 20 октября по 13 декабря с учетом дивидендов составил +5,9%.



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Дискреционные товары

Основные тренды 2022 года

- Сектор оказался под сильным давлением после чрезвычайно сильного 2021 года. Во многом это обусловлено снижением покупательной способности населения на фоне разгона инфляции, а также затоваренностью складов компаний. В итоге XLY потерял 30%* в сравнении со снижением S&P 500 на 16%.
- Лучше прочих отраслевых игроков выглядели корпорации, продукция которых ориентирована на более состоятельных клиентов (Lululemon, Nike, Chipotle Mexican Grill, Starbucks).
- Бренды и компании подсегмента масс-маркета (Under Armour, Gap), напротив, ощутили наиболее серьезное давление на прибыль и демонстрировали слабую динамику котировок. Особняком стоит корпорация McDonald's, которая смогла нивелировать влияние негативных макроэффектов за счет притока более платежеспособных потребителей.

Ожидания на 2023 год

- В подсегменте общественного питания (Chipotle Mexican Grill, Darden Restaurants, McDonald's) мы не прогнозируем существенных улучшений или ухудшений, ожидая устойчивого роста в течение всего года.
- В секторе возможен рост EPS на 20–30% после сильного падения в 2021 году.

Наша рекомендация для сектора: Gap (GPS) и Under Armour (UAA). В первой половине года ситуация кардинально не изменится, однако по мере замедления инфляции и нормализации ситуации с запасами и логистикой мы увидим значительное улучшение финансовых результатов у таких брендов, как Gap и Under Armour. Как следствие, рекомендуем присмотреться к покупкам этих бумаг.

*Данные на начало декабря 2022 года

Товары первой необходимости

Основные тренды 2022 года

- В уходящем году акции сектора продолжали демонстрировать защитные свойства. Несмотря на подъем ставок ФРС, XLP показал рост на 4% г/г* против снижения S&P 500 более чем на 16%.
- Лучше прочих фишек выглядели производители фасованных продуктов питания и безалкогольных напитков, а также малоформатные ретейлеры из-за сокращения расходов населения и отложенного спроса.
- Производители косметики и крупноформатные ретейлеры, напротив, оказались в отраслевых аутсайдерах из-за повышения цен на топливо, а также периодически вводимых локдаунов в Китае.

Ожидания на 2023 год

- Малоформатные дискаунтеры (Dollar Tree, Dollar General) будут устойчиво поддерживать текущие темпы роста выручки и сопоставимых продаж, в то время как крупноформатные ретейлеры (Target, Walmart, Costco) смогут добиться значительного улучшения финансовых показателей лишь ко второму полугодю. Мы рекомендуем к покупкам бумаги Target и Walmart уже в первой половине 2023-го.
- Производители безалкогольных напитков (Coca-Cola, PepsiCo) и продуктов питания (General Mills, Mondelez) практически исчерпали возможности дальнейшего подъема цен, вследствие чего этим эмитентам придется столкнуться с сокращением маржи. Однако существенного ухудшения их финансовых метрик мы также не ожидаем. Как следствие, потенциал повышения котировок этих компаний существенно ограничен.
- Прогнозируем рост EPS в секторе примерно на 2%.

Михаил Денисламов,
старший аналитик
Freedom Finance Global



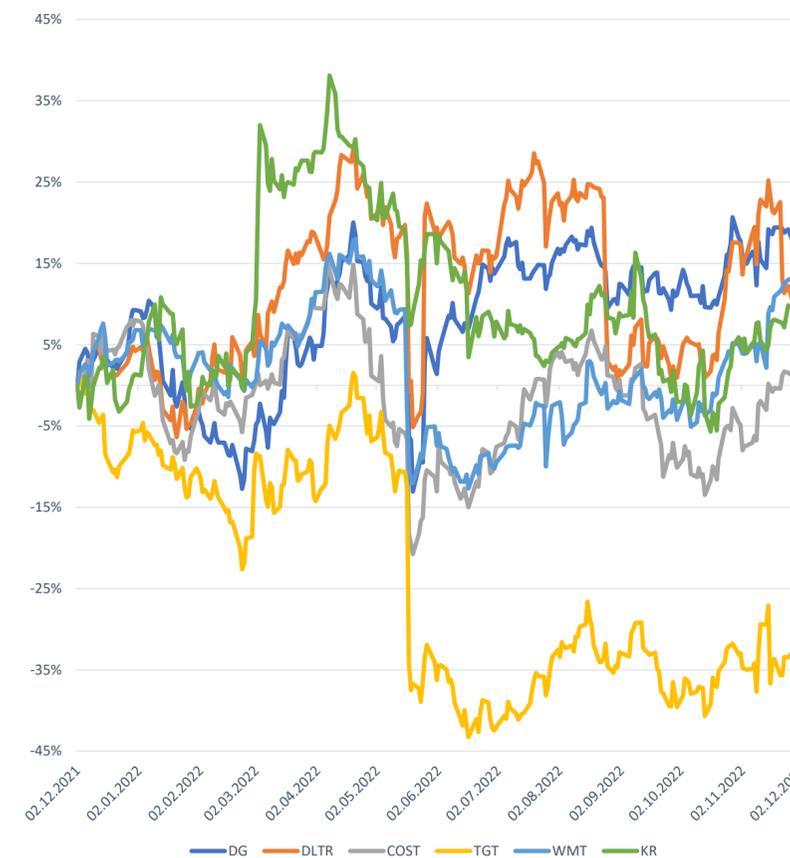
Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Наша рекомендация для сектора: Dollar Tree (DLTR), таргет: \$165. Хотя дискаунтер понизил прогнозы чистой прибыли из-за высокой инфляции и значительного повышения логистических затрат, а также вынужден существенно снижать отпускные цены, сопоставимые продажи демонстрируют рост на 8-9%, что свидетельствует о притоке новых клиентов. Углубление рецессии в США может привести к увеличению базы покупателей ретейлера за счет семей с доходом более \$100 тыс. в год и расширить рыночную долю сети. Еще одним фактором роста выступают неизрасходованные средства объемом \$1,85 млрд в рамках программы обратного выкупа.

Динамика котировок крупнейших американских ретейлеров



Источник: FactSet



Прогноз по индустриям и секторам

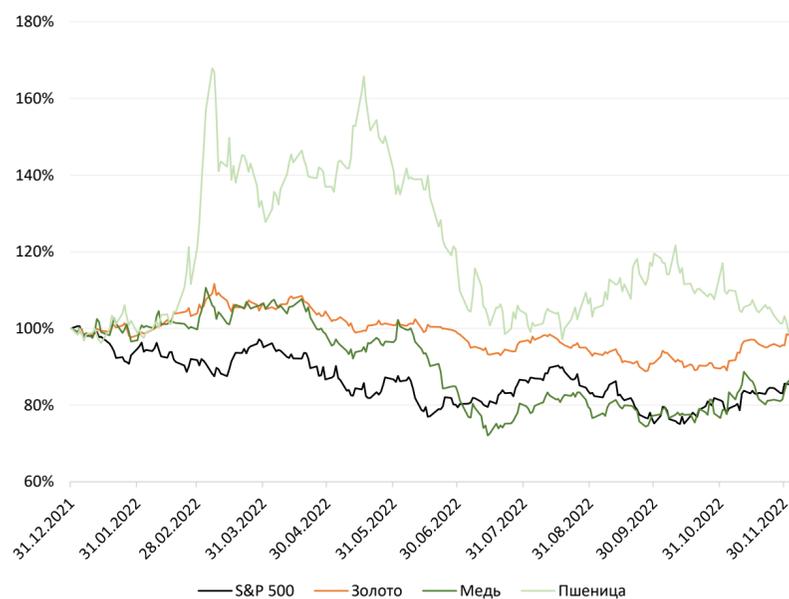
Период адаптации

Сектор материалов

Основные тренды 2022 года

- Производители сырьевых товаров (XLB) в уходящем году показали динамику лучше широкого рынка, скорректировавшись с начала января лишь на 9%*, в то время как S&P 500 потерял более 16%. Внутри отрасли движение котировок носило разнонаправленный характер.
- Стоимость золота и пшеницы вернулись к уровням начала года, уголь взлетел до исторических максимумов, а медь, выступающая опережающим индикатором для промпроизводства, в течение 2022 года коррелировала с S&P 500.
- В течение последних месяцев индексы производственной активности во всех экономически развитых странах демонстрировали ухудшение. Так, PMI в производственном секторе упал ниже 50 пунктов, что является самым низким показателем с апреля 2020-го.

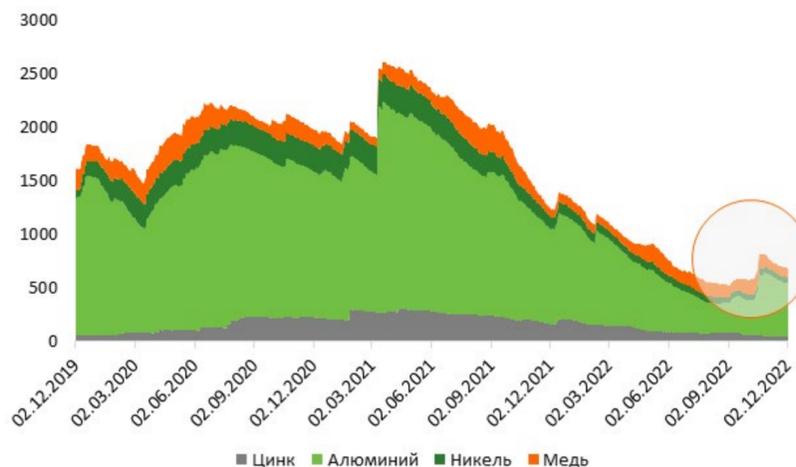
Сравнительная динамика цен золота, меди и пшеницы



Источник: FactSet

*Данные на начало декабря 2022 года

Динамика движения запасов на LME, тыс. т



Источник: LME

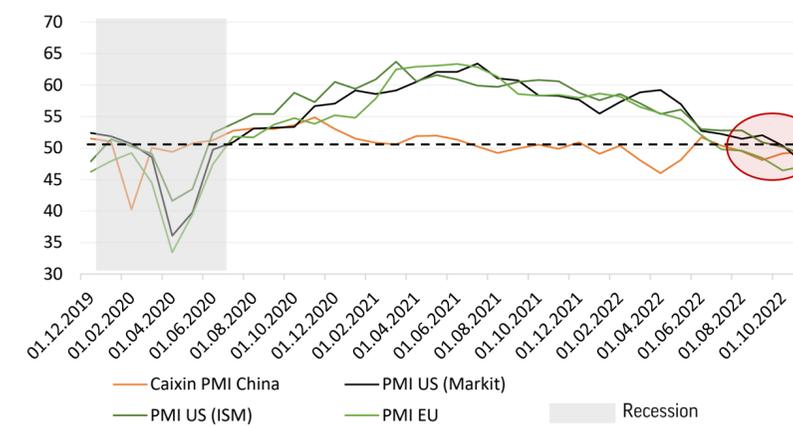
Ожидания на 2023 год

- Экономика ЕС продолжит бороться с энергетическим кризисом, в Китай — со вспышками COVID-19. В США продолжит усиливаться давление на издержки предприятий в условиях подъема процентных ставок, которые, вероятно, сохранятся на высоком уровне в течение 2023-го. В целом этот год, по всей видимости, станет для сектора «медвежьим».
- Форвардное значение P/E для рассматриваемой отрасли составляет 15,5x, что ниже среднего показателя последних десяти лет на уровне 17x. Однако, на наш взгляд, данное значение мультипликатора не стоит рассматривать как сигнал к покупкам, поскольку динамика котировок отраслевых компаний в значительной степени будет определяться движением цен на сырьевые товары.
- Потенциал роста цен на промышленные металлы практически нулевой, однако не исключено удорожание дефицитных критических минералов.
- Ожидаем повышенного внимания к ESG-повестке и увеличения инвестиций в зеленые проекты. В частности, наши

фавориты Vale, Barrick, BHP и Rio Tinto активно диверсифицируют портфели, пополняя их активами из сегмента возобновляемых источников энергии (ВИЭ).

Наша рекомендация для сектора: Sibanye Stillwater (SBSW), таргет: \$13,13. Обширный портфель активов компании включает горнодобывающие и перерабатывающие предприятия, а также доли в различных проектах на пяти континентах. В 2021 году компания нарастила выручку до \$11,6 млрд (+35% г/г) во многом за счет высокой стоимости металлов платиновой группы (МПГ) и увеличения объемов продаж. Мы прогнозируем, что на рынке МПГ профицит платины постепенно сменится дефицитом из-за значительного усиления спроса на данный металл со стороны автопроизводителей. 35% выручки компании приходится на родий. Палладий, золото и платина обеспечивают еще 31%, 17% и 12% соответственно. Коэффициент покрытия процентных выплат ликвидностью составляет 29,78x, что свидетельствует о сильных балансовых показателях компании. SBSW также является высокодивидендной фишкой с доходностью 9,15%. Согласно нашим оценкам, при потенциале роста котировок на 12% общая доходность бумаги на горизонте года составит 21%.

Индекс PMI производителей в ключевых странах



Источники: IHS Markit, S&P Global, Caixin, ISM, расчеты аналитиков Freedom Broker

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Финансовый сектор

Основные тренды 2022 года

- К началу декабря индекс XLF (Financial Select sector SPDR) прибавил 13% в сравнении с летними минимумами.
- Поддержку финансовому сектору во втором полугодии оказал устойчивый потребительский спрос.
- За счет возобновления кредитования и повышения ставки ФРС чистая процентная маржа банков восстановилась к уровням января 2020 года.
- В то же время индустрия сталкивается с охлаждением спроса на ипотеку и падением доходов инвестбанкинга из-за ухудшения рыночных условий. Полагаем, эти факторы продолжат оказывать давление на прибыль отраслевых организаций в следующем году.

Ожидания на 2023 год

- Форвардный мультипликатор P/E NTM XLF равняется 12,6х, что ниже среднего десятилетнего значения на уровне 14,6х.
- Повышение EPS составит 8% после снижения прибыли отраслевых компаний на 15% в 2022-м. Замедление роста кредитования и восстановление ставок по депозитам транслируются в умеренное увеличение чистой процентной маржи до уровней 2019 года.
- Банковский сектор сохранит устойчивость за счет высокого покрытия кредитных рисков при стабильности коэффициентов достаточности капитала, что позволит абсорбировать возможные убытки при увеличении доли просроченных кредитов и поддерживать программы выкупа акций. Самыми стабильными в секторе выглядят диверсифицированные банки (Bank of America, JPMorgan Chase).
- Ожидаем сохранения высокой волатильности как фактора поддержки доходов трейдинговых подразделений банков (Goldman Sachs) и биржевой индустрии (CME Group). Ввиду ослабления глобального спроса рост выручки платежных

систем (Visa, Mastercard, American Express) замедлится, по нашим оценкам, до 10% в сравнении с 19% в 2022 году.

- Перспективы роста котировок финансового сектора оцениваем нейтрально.

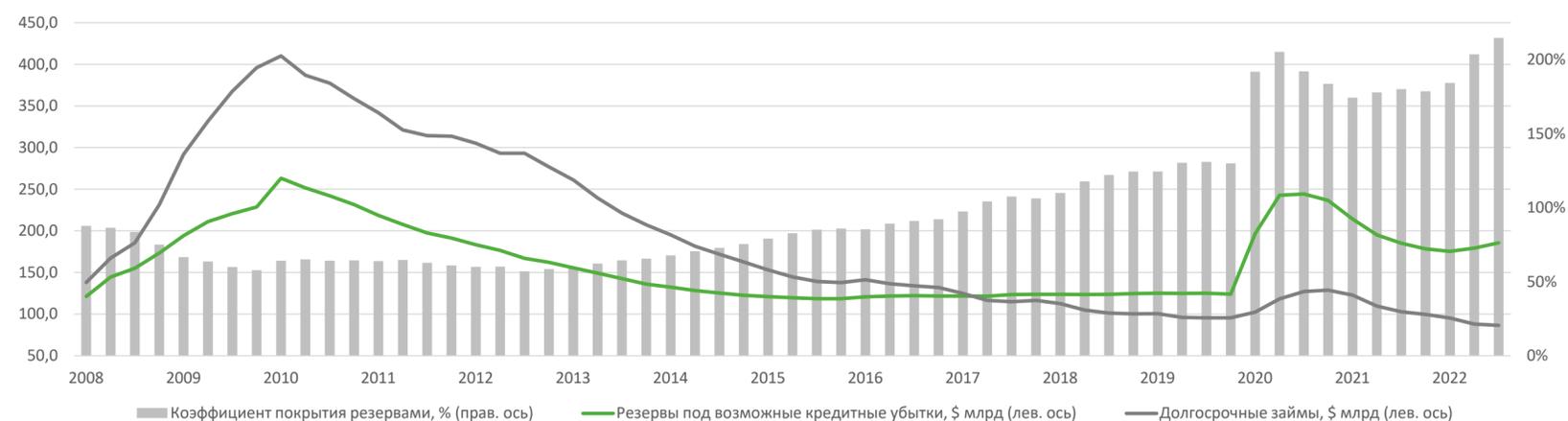
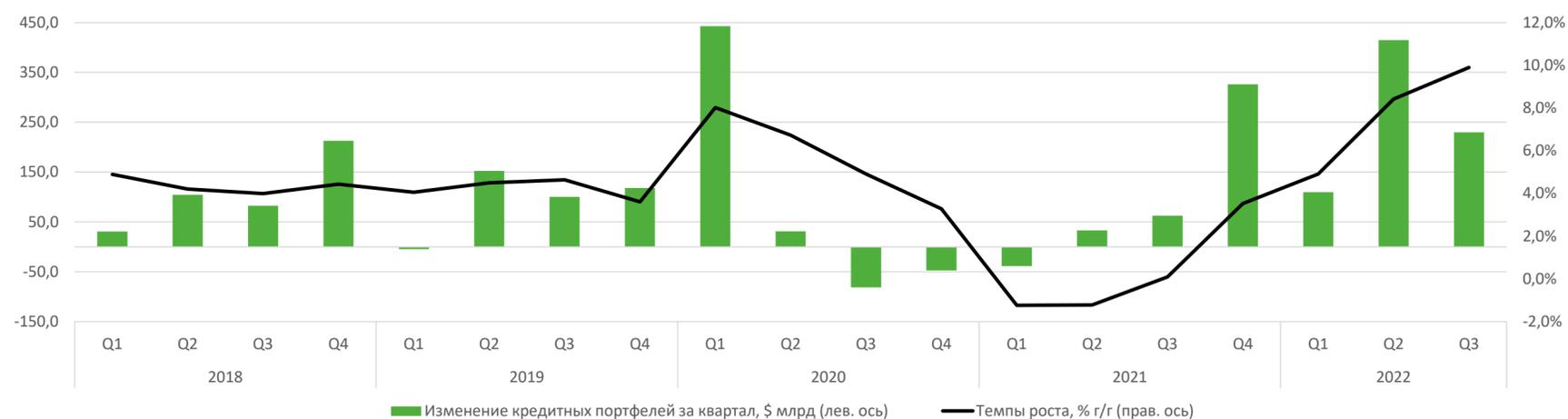
Наша рекомендация для сектора: Чикагская товарная биржа (CME), таргет: \$200. Как оператор крупнейшей биржи деривативов CME Group стала одним из бенефициаров цикла ужесточения монетарной политики мировыми центробанками и

усиления волатильности на рынках капитала. С начала года объем торгов на площадке вырос на 26% г/г. В среднесрочной перспективе компания продолжит улучшать показатели за счет высокого интереса инвесторов к производным финансовым инструментам и сильного спроса на рыночные данные. CME поддерживает высокий уровень маржинальности (53% по чистой прибыли) за счет сокращения расходов. Консенсус от FactSet предполагает, что в 2023-м эмитент сможет увеличить EPS на 12%.

Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Источник: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Автопром

Основные тренды 2022 года

- Во втором полугодии автопроизводители в США постепенно восстанавливали уровень производства. К концу ноября запасы готовых машин у дилеров увеличились более чем на 70% г/г, но общий объем новых непроданных автомобилей в США все еще существенно недотягивает до средних исторических значений, отмечавшихся до 2020 года (2,5–3 млн единиц).
- Отпускная стоимость машин и спрос на них сохраняются на высоком уровне, несмотря на удорожание автокредитов, средняя ставка по которым в США превысила 7% в третьем квартале, хотя годом ранее была ниже примерно на 2%. Высокие цены на автомобили спасают автопроизводителей от падения маржинальности, но проблемы в цепочках поставок пока не урегулированы.

Ожидания на 2023 год

- Средний рост выручки по сектору составит 3–5% г/г. С учетом позитивной динамики в конце 2022-го мы полагаем, что производители продолжают увеличивать поставки. При этом ослабление спроса на автомобили из-за увеличения ставок вынудит отраслевые компании снижать отпускные цены.
- Из-за инфляционного давления и логистических проблем чистая прибыль автопроизводителей может остаться на уровне 2022 года.
- Учитывая текущие оценки акций отраслевых компаний (медиана: 7 прогнозных годовых прибылей за 2023 год), считаем, что привлекательно для покупок выглядят акции General Motors Company (GM).
- Общая рекомендация для акций сектора – «держать».

Наша рекомендация для сектора: General Motors Company (GM), таргет: \$46. В рамках обнародованной стратегии General

Motors собирается к 2025-му выпустить не менее 30 новых моделей электромобилей по всему миру. К тому моменту выручка эмитента от реализации EV-машин должна составить более \$50 млрд при выпуске 1 млн электрокаров в год, а общие продажи могут превысить \$225 млрд (со средне-годовыми темпами роста около 12%). Компания также пла-

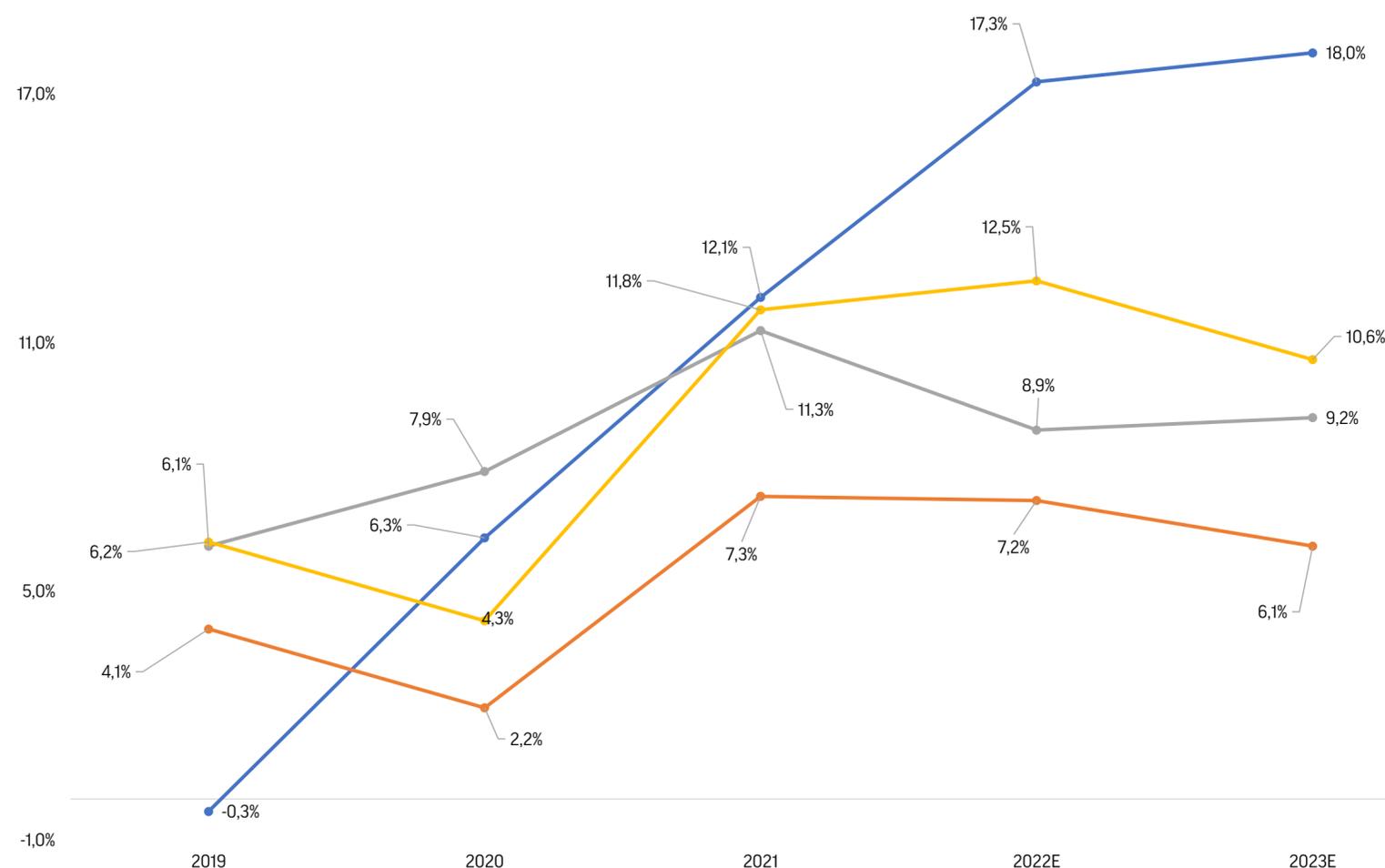
нирует запустить новую цифровую платформу для умных авто, которая позволит экономить \$2 тыс. при производстве каждой машины. Текущая рыночная оценка в семь годовых прибылей, возможно, не в полной мере отражает масштабные перспективы развития EV-сегмента компании.

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Операционная маржинальность* компаний **Tesla, Inc (TSLA)**, **Ford Motor Company (F)**, **General Motors Company (GM)**, **Stellantis N.V. (STLA)**



*По скорректированной операционной прибыли. Источник: данные FactSet



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Альтернативная энергетика

Основные тренды 2022 года

- Проблемы в цепочках поставок препятствуют активному наращиванию объемов генерации энергии из возобновляемых источников.
- Металлы, используемые для производства аккумуляторов и солнечных батарей, характеризуются неэластичным предложением, заставляя компании бороться за ресурсы, что транслируется в сокращение маржи отраслевых игроков и вынужденные простои в ходе реализуемых проектов.

Ожидания на 2023 год

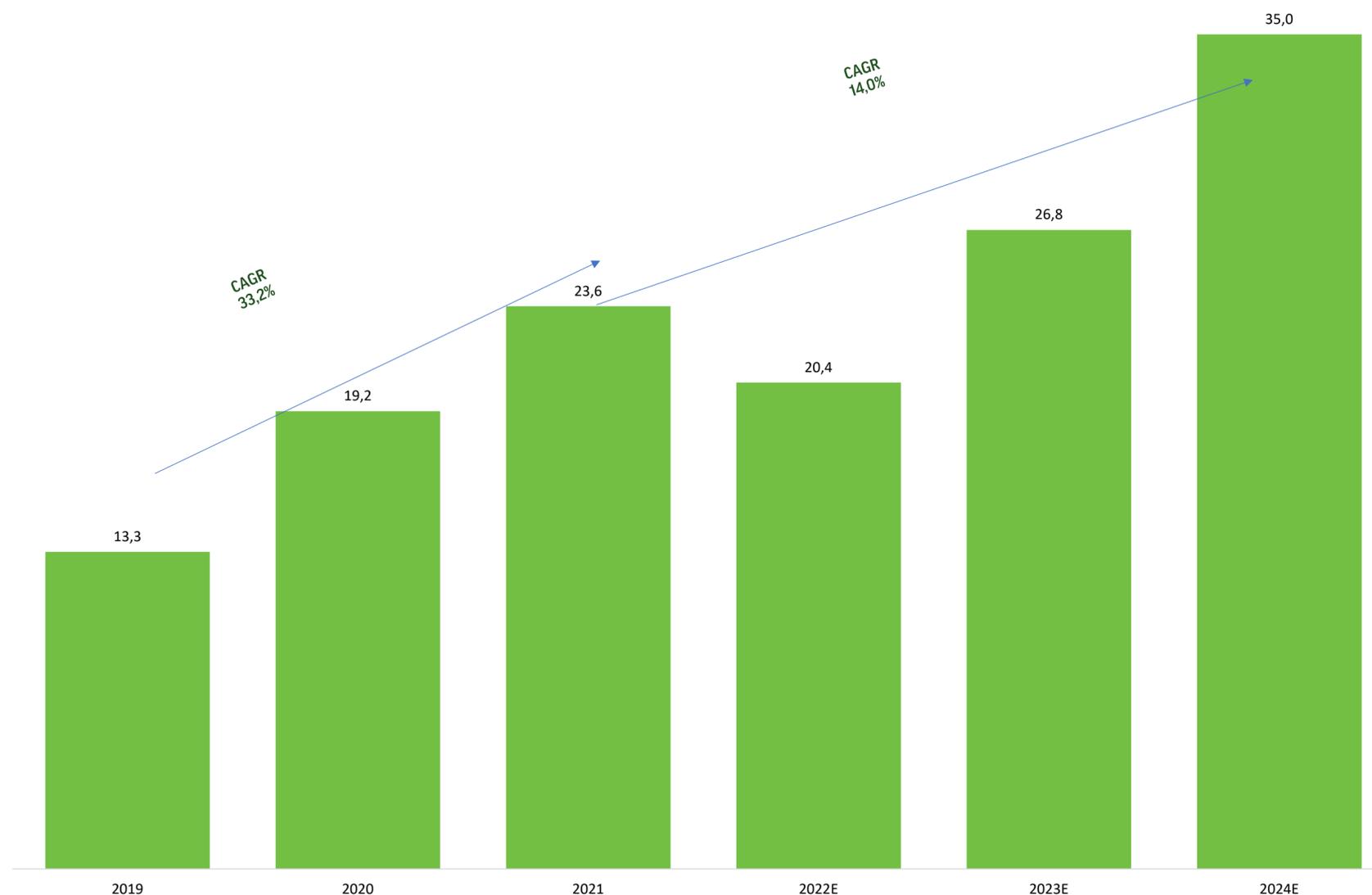
- Поддержку спросу на альтернативную энергетику окажет принятие закона «О снижении инфляции». Один из важных пунктов этого нормативного акта – предоставление 10-летних налоговых льгот для граждан, которые повышают энергоэффективность своих домов. Реализация данной программы, по расчетам Solar Energy Industries Association (SEIA), приведет к увеличению числа солнечных установок в США на 69% в течение следующих 10 лет по сравнению с объемами, которые прогнозировались до вступления закона в силу.
- Продажи отраслевых предприятий увеличатся более чем на 30% г/г, в том числе за счет повышенного спроса со стороны крупнейших американских компаний, которые активно работают над улучшением своих ESG-оценок. Рост EBITDA в среднем по отрасли может составить 60% г/г.
- По итогам года акции сектора, вероятнее всего, останутся в плюсе.

Наша рекомендация для сектора: бумаги Canadian Solar Inc. (CSIQ) и JinkoSolar Holding Co., Ltd. (JKS). Валовая маржинальность компаний альтернативной энергетики будет демонстрировать восстановление в 2023-м, хотя едва ли превысит

значения 2021 года. При реализации данного сценария особенно привлекательными для покупок выглядят акции гло-

бальных компаний, ведущих операционную деятельность преимущественно за пределами США.

Установленные мощности солнечной генерации в США, ГВт



CAGR – среднегодовые темпы роста. Источники: SEIA/Wood Mackenzie Power & Renewables U.S. Solar Market Insight report; расчеты аналитиков Freedom Broker



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Здравоохранение

Основные тренды 2022 года

- Бумаги сектора демонстрировали защитные свойства в период подъема ставки ФРС: с начала года максимальная просадка индекса XLV не превышала 15%, а в декабре котировки бенчмарка торгуются выше январских значений.
- Лучшую динамику в отрасли показали крупные биотехи и фармкомпании, а также провайдеры медицинских услуг ввиду низкой эластичности спроса в этих сегментах.
- Производители медоборудования оказались под давлением инфляции и сохраняющихся проблем в цепочках поставок, однако пик негативного влияния этих факторов, по всей видимости, уже пройден.

Ожидания на 2023 год

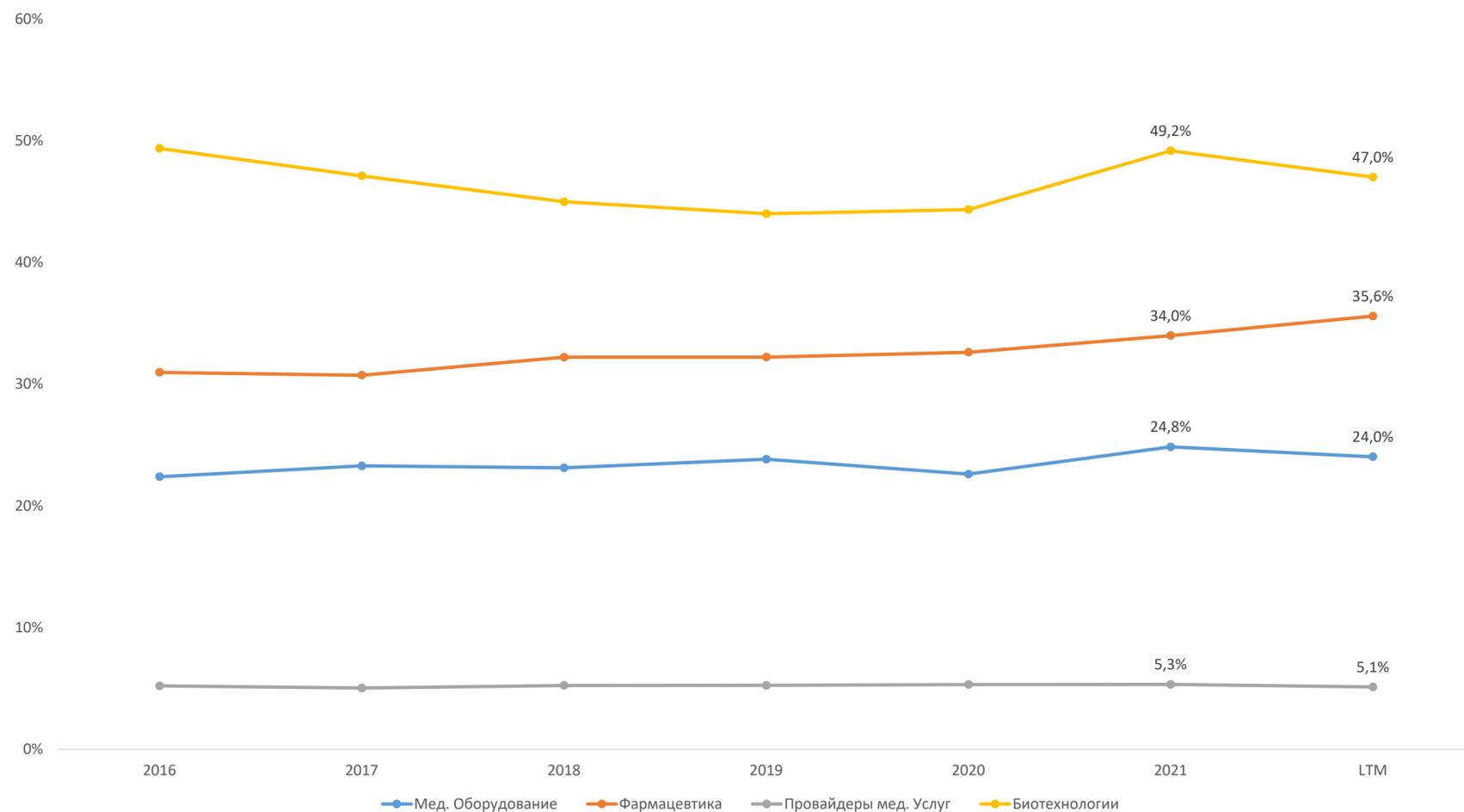
- Выручка в сегменте препаратов для лечения COVID-19 будет сокращаться, что может оказать сдерживающее воздействие на показатели Pfizer и Merck. Однако поступления от продаж прочих фармпродуктов увеличатся на 2-3% – даже в условиях рецессии, что, впрочем, уже заложено в котировки Bristol-Myers Squibb и Johnson & Johnson. Биотехи (Sarepta Therapeutics, Seagen) продолжают демонстрировать высокий интерес к сделкам M&A. Рекомендуем сократить позиции в бумагах производителей фармацевтической продукции и держать бумаги биотехов.
- Продажи производителей медоборудования могут стагнировать (+1% г/г) из-за сокращения доходов, связанных с COVID-19, и стремления больниц экономить на обновлении оборудования. Смягчение антиковидной политики в Китае позволит снизить давление в логистических цепочках, что окажет благоприятное влияние на метрики и котировки таких компаний, как Intuitive Surgical, Medtronic. Советуем наращивать позиции в сегменте.

- Больницы и поставщики медицинских услуг стараются сдерживать рост расходов. Темпы повышения выручки могут замедлиться до 6%, а коэффициент медицинских затрат (MCR) будет стремиться к исторически средним значениям. Фактор COVID-19 не будет оказывать значимого влияния на спрос. Сегмент может оказаться в лидерах роста выручки и EPS. Рекомендуем удерживать текущие позиции.

ской компанией, Seagen успешно коммерциализирует портфель перспективных препаратов. Спрос на продукты эмитента по-прежнему сильный, а дополнительные назначения формируют потенциал для долгосрочного роста выручки. Компания может выйти в прибыль уже в 2024 году, при этом ее бумаги торгуются по фундаментально привлекательным оценкам. Не исключено поглощение со стороны Merck.

Наша рекомендация для сектора: Seagen (SGEN), таргет: \$173.

Будучи самостоятельной и быстрорастущей биотехнологиче-



Источники: FactSet, расчеты аналитиков Freedom Broker

Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Телеком и медиа

Ожидания на 2023 год

- Мы оцениваем перспективы роста акций коммуникационного сектора (XLC) умеренно позитивно. На наш взгляд, отраслевые оценки стоимости уже предоставляют инвесторам достаточный запас прочности в сценарии предполагаемой нами умеренной рецессии. Другими словами, дальнейшее сжатие форвардного P/E маловероятно. Некоторое снижение доходностей трейдерис во второй половине 2023 года позволит данному мультипликатору восстановиться до 17х.

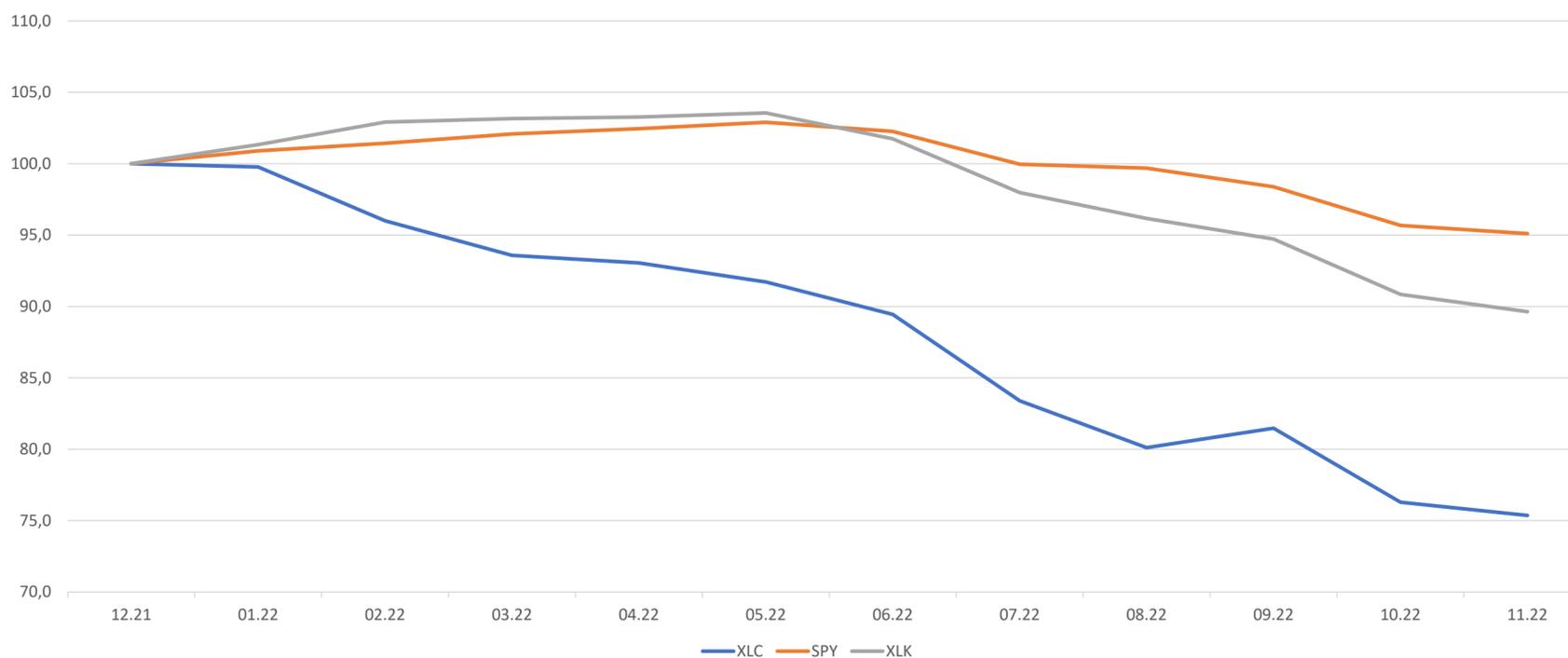


Источник: FactSet

**Деятельность компании Meta Platforms Inc. по реализации продуктов – социальных сетей Facebook и Instagram на территории Российской Федерации запрещена по основаниям осуществления экстремистской деятельности.

- Первая половина 2023 года может стать наиболее трудной для сектора, поскольку экспозиция на широкий рекламный рынок создает дополнительную точку уязвимости в условиях рецессии. Впрочем, отметим, что консенсус-ожидания для XLC в течение 2022 года уже были понижены значительно сильнее, чем для индекса широкого рынка (SPY) и ИТ-сектора (XLK). Риск дальнейшего ухудшения прогнозов ограничен.
- Во второй половине года рынок онлайн-рекламы вновь начнет увеличивать темпы роста выручки, что поддержит акции крупнейших игроков (Google, Meta Platforms**). Наиболее уязвимой частью рынка рекламы является ТВ-сегмент, что в сочетании с ужесточением конкуренции в стриминг-индустрии позволяет нам оценивать перспективы акций создателей видеоконтента (Disney, Netflix, Paramount) нейтрально-осторожно.

Наши рекомендации для сектора: Take-Two (TTWO) и Electronic Arts (EA), таргеты: \$148 и \$156 соответственно. Привлекательный баланс риска и доходности можно найти в индустрии видеоигр. На наш взгляд, бизнес Take-Two и Electronic Arts демонстрирует относительную устойчивость даже в условиях неглубокой рецессии благодаря высокой операционной эффективности и сильным среднесрочным планам по релизу новых игр. Кроме того, бумаги этих компаний выглядят недооцененными. Драйвером роста котировок TTWO могут стать уверенные перспективы повышения выручки после выпуска ожидаемой всеми фанатами игры GTA VI в 2025 году. Акции EA в большей степени подходят консервативным инвесторам за счет невысокой доли мобильного сегмента в бизнесе компании и стабильного портфеля спортивных симуляторов.



Индексировано в целях повышения сопоставимости, декабрь 2021 года = 100. Источник: FactSet

Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Промышленность

Основные тренды 2022 года

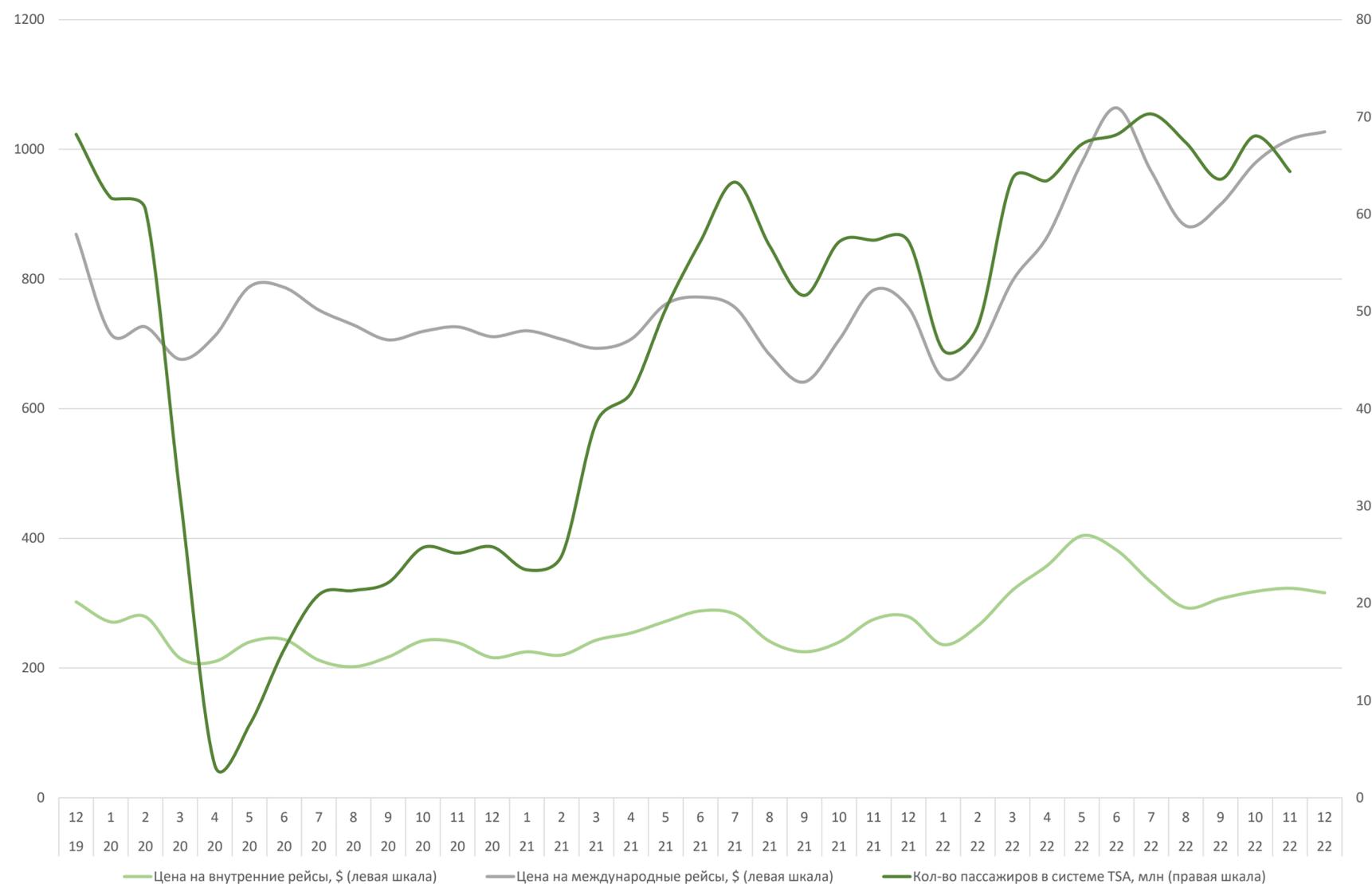
- В течение уходящего года компании, входящие в состав секторального бенчмарка ETF XLI, демонстрировали разнонаправленную динамику.
- В лидерах роста по итогам года, вероятнее всего, окажутся авиаперевозчики со средневзвешенным ростом выручки на 59,8%. Столь сильная динамика обусловлена восстановлением пассажирского трафика и высокой стоимостью билетов. Четыре из пяти авиакомпаний в составе XLI планируют закрыть год прибылью.
- В аутсайдерах года оказались аэрокосмический и оборонный сегменты, которые, по ожиданиям, продемонстрируют средневзвешенный рост выручки примерно на 3%, а прибыли – менее чем на 1%.

Ожидания на 2023 год

- Представители сегмента пассажирских авиаперевозок сохраняют лидирующие позиции в отрасли по динамике финансовых показателей: средневзвешенная выручка увеличится на 10,7%, при этом прибыль может вырасти в 2,5 раза.
- Позиции аутсайдеров 2023 года могут укрепиться за счет расширения реального производства примерно на 4,5%. Истощение запасов некоторых видов вооружений стало одной из причин увеличения военного бюджета США на 2023 ФГ: расходы Министерства обороны были повышены на 8,1% г/г. Как следствие, в 2023-м средневзвешенный рост выручки в сегменте составит 8,3%, прибыли – 37,9%. Основной вклад в увеличение последнего из показателей обеспечит компания Boeing, активно наращивающая выпуск воздушных судов. Без ее участия повышение выручки и прибыли в сегменте ожидается на уровне 5,6% и 8,7% соответственно.

Наша рекомендация для сектора: Delta Air Lines (DAL), таргет: \$42. Хотя пассажиропоток компании еще не восстановился к допандемийным уровням, однако ей удалось значительно нарастить выручку. Спрос на международные перелеты остается высоким, а снятие ограничений в азиатском регионе будет способствовать улучшению трафика и финансовых

метрик. Сегмент бизнес-поездки, по всей видимости, также продолжит восстанавливаться в 2023 году, несмотря на ожидания экономического спада. Пока в эконом-сегменте идет ожесточенная борьба за клиентов, премиальный сектор компании демонстрирует неплохие показатели на фоне исторически средней динамики структуры выручки.



Источники: TSA, Hopper Price Tracker

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



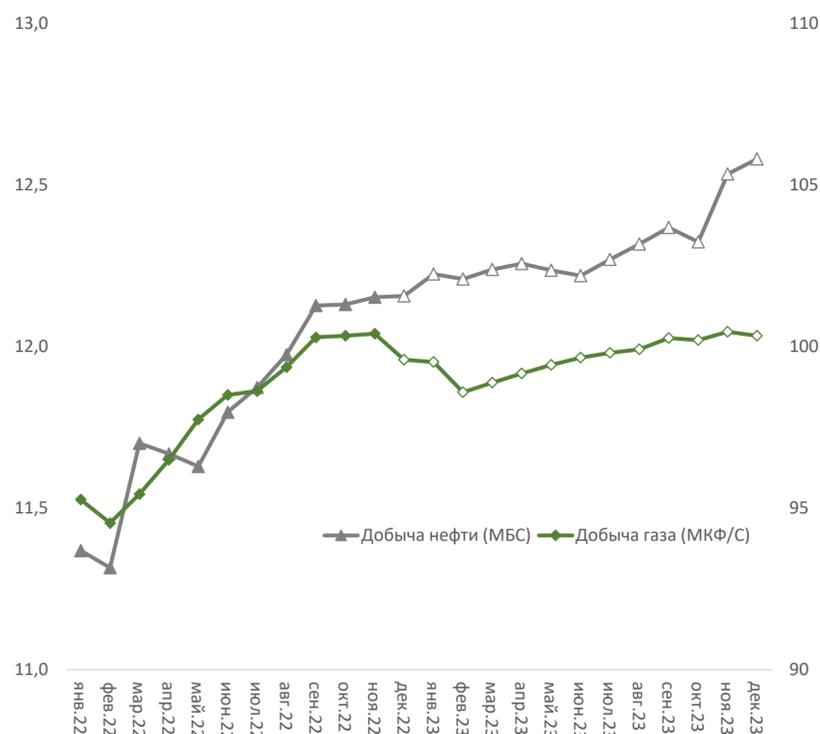
Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

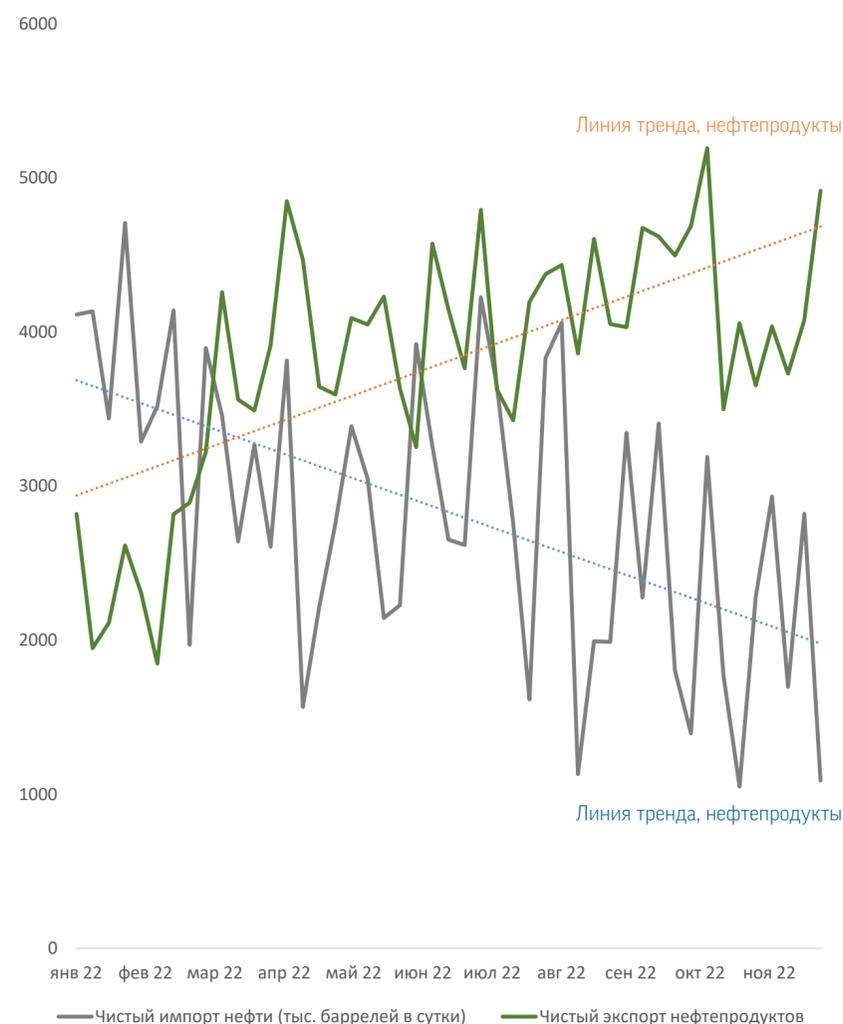
Нефтегазовый сектор

Основные тренды 2022 года

- Конфликт в Украине и ограничение добычи странами в составе ОПЕК+ привели к росту средней цены нефти WTI на 40,5% г/г, до \$95,7 (по состоянию на 5 декабря). Газовые котировки в США подскочили на 77,4% г/г, до \$6,6 за млн британских термальных единиц (BTU).
- Нефтедобыча в США по итогам года вырастет на 5,2%, до 11,8 млн баррелей в сутки (МБС), а затем дополнительно увеличится еще на 4,1%, до 12,3 МБС, в 2023-м. Производство газа повысится в 2022-м на 98 млрд куб. футов в сутки (МКФ/С), прибавив 3,8% г/г (+1,7% в 2023-м). Выпуск нефтепродуктов увеличится на 5,4% г/г, до 15,9 МБС (+0,6% в 2023-м).



- Чистый экспорт нефтепродуктов из США вырос на 39% г/г, до 3,8 МБС, импорт нефти снизился на 12%, до 2,8 МБС.



- Среднее количество активных буровых установок в мире в уходящем году может увеличиться до 1750 (+28,6% г/г). Тот же показатель отдельно для США, возможно, составит 721 (+51,8%).

Ожидания на 2023 год

- Цены на энергоносители будут снижаться ввиду замедления глобальных темпов экономического роста. В рамках базового сценария прогнозируем, что в наступающем году WTI и газ в США в среднем будут торговаться по \$70 за баррель (-30% г/г) и \$4,5 за млн BTU (-25% г/г) соответственно.
- Наилучшие результаты продемонстрирует инфраструктурный сегмент (операторы трубопроводов и хранилищ) из-за роста добычи углеводородов. Дивидендность пяти крупнейших независимых компаний составляет 6,6%.
- Перспективы нефтесервисного сектора оцениваем как нейтральные. Активный флот буровых установок в мире может расширяться на 8,6%, до 1900 единиц. В США их число увеличится до 800 (+11% г/г).
- Добывающие и перерабатывающие компании реализовали потенциал роста. Отмечаем риски ухудшения их финансовых показателей, а также снижения дивидендных выплат и объемов buy back.

Наша рекомендация для сектора: Kinder Morgan (KMI), таргет: \$22,4. 2023 год станет непростым для циклических компаний, включая эмитентов из нефтегазового сектора. Среди компаний в нашем покрытии наилучшими перспективами характеризуется инфраструктурная Kinder Morgan. В портфеле активов компании крупные системы сбора, переработки и хранения природного газа, а также объекты инфраструктуры для транспортировки и хранения жидких углеводородов. Kinder Morgan обеспечивает около 50% поставок газа на мощности СПГ в США. Увеличение добычи углеводородов, повышение объемов выпуска нефтепродуктов и рост экспорта СПГ в 2023 году позволят компании повысить квартальные дивидендные выплаты на 3%, до \$0,285, с доходностью 6,3% годовых. Наша целевая цена по бумаге KMI предполагает потенциал роста 23%.

Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Недвижимость

Основные тренды 2022 года

- За последние полгода Green Street Commercial Property Price Index снизился на 13%, к уровням предпандемийного периода.
- Отраслевые бумаги демонстрировали неоднородную динамику. Аутсайдерами стали фонды, владеющие лесными угодьями: выручка WY (входит в состав ETF XLRE) по итогам текущего года практически не изменится в номинальном выражении и, по всей видимости, сократится в 2023-м на фоне ослабления активности на рынке жилья.
- Лучшую динамику демонстрирует сегмент travel-недвижимости: рост выручки соответствующего фонда по итогам года составит почти 70% на фоне реализации отложенного

спроса и восстановления интереса потребителей к сфере услуг.

Ожидания на 2023 год

- Основным риском для рынка недвижимости продолжит оставаться ужесточение ДКП, транслирующееся в повышение ставки капитализации: данный среднерыночный показатель может вырасти еще примерно на 1 п. п., что, в свою очередь, приведет к переоценке стоимости имущества и сформирует рыночную премию к скорректированной стоимости чистых активов. В результате это может привести к снижению ETF XLRE в пределах 10%.
- Согласно консенсус-прогнозу, лучшую динамику выручки (28+% г/г) среди всех отраслевых активов продемонстри-

рует трастовый фонд Prologis за счет расширения списка объектов недвижимости после поглощения Duke Realty.

Наша рекомендация для сектора: Digital Realty Trust (DLR), таргет (консенсус): \$123. DLR – фонд недвижимости для предоставления серверных мощностей и размещения оборудования корпораций. Даже с учетом дальнейшего ужесточения ДКП акция торгуется с дисконтом к скорректированной стоимости чистых активов. Вопреки опасениям некоторых аналитиков по поводу перспектив серверного рынка консенсус-прогноз на 2023 год подразумевает снижение доли пустующих помещений до 15,5% с ожидаемых 16,2% по итогам 2022-го. Рост чистого операционного дохода DLR ожидается на уровне 9%.

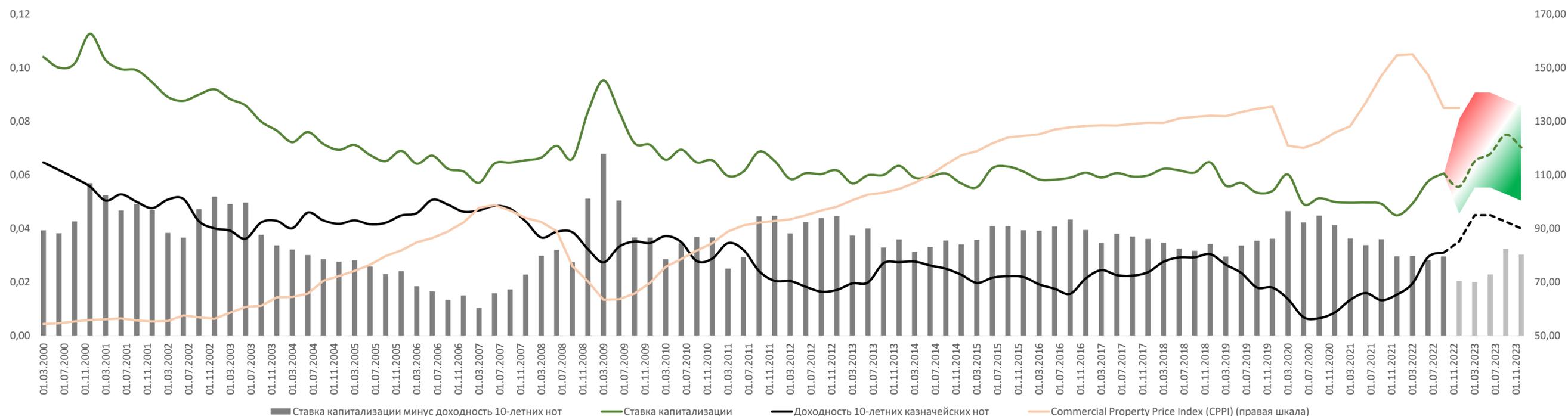
Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Динамика ставки капитализации, доходности 10-летних казначейских нот и цен на недвижимость



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Технологический сектор

Основные тренды 2022 года

- По итогам года ИТ-сектор показал один из худших результатов среди всех отраслей в составе S&P 500, потеряв 23,5% при более скромном падении широкого рынка. Основными факторами давления на сегмент выступают жесткая ДКП, перебои в цепочках поставок, антиковидные ограничения в Китае, ухудшение потребительского спроса на смартфоны и ПК, а также рост запасов полупроводниковой продукции.
- Премия по мультипликаторам ИТ-сектора относительно S&P 500 продолжает снижаться после рекордных уровней 2020-2021 годов.

Ожидания на 2023 год

- Сейчас P/E NTM сегмента и широкого рынка в целом находятся выше среднеисторических уровней. Как следствие, мы ожидаем давления на оценки компаний ИТ-сектора в первом полугодии с последующей нейтральной динамикой и улучшением положения бумаг отрасли относительно S&P 500 к концу года.
- Инвесторы могут начать искать точки входа в позиции данных эмитентов уже во втором квартале после реализации рыночных рисков и прояснения перспектив отрасли. Компании сектора в среднем характеризуются более устойчивым финансовым положением, чем широкий рынок, и эта тенденция сохранится в 2023 году.
- Средняя операционная маржа в отрасли за последние 10 лет составляла 26,3% против 15,6% по рынку в целом. Прогноз на 2023 год подразумевает рост показателей до 29,7% и 17,1% соответственно.
- ИТ-компании, скорее всего, будут наращивать выручку более высокими темпами в 2023 году в сравнении с S&P 500. При этом в 2024-м можно ожидать возвращения к среднеисторическим уровням 8-9% г/г. EPS отраслевых

компаний скорректируется на 1-3%, то есть динамика прибыли в секторе также будет лучше, чем у индекса широкого рынка, в следующем году. Это объясняется тем, что сектор столкнулся с давлением на маржу ранее, чем эмитенты из других отраслей.

расширяет продуктовую платформу и имеет значительный потенциал роста в SASE-сегменте за счет кросс-продаж клиентам направления FireWall. Менеджмент проводит эффективную политику точечных M&A-сделок в наиболее перспективных направлениях. Эмитент обладает потенциалом ежегодного роста бизнеса более чем на 20%. Для маржи по свободному денежному потоку этот показатель составляет более 30%. Palo Alto Networks стабильно наращивает маржинальность и имеет все шансы уже в 2023 году войти в состав S&P 500.

Наша рекомендация для сектора: Palo Alto Networks (PANW). Компания занимает лидирующие позиции на рынке кибербезопасности с фокусом на гибридное облако. PANW быстро

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Сравнение мультипликатора P/E NTM S&P 500 и S&P 500 IT



Прогноз по индустриям и секторам

Период адаптации

Китайский рынок

Основные тренды 2022 года

- Значительную часть года акции китайских эмитентов корректировались на фоне значительных социально-экономических и геополитических рисков Поднебесной. Однако с ноября ситуация кардинально изменилась: китайский рынок начал активно расти после того, как правительство смягчило антиковидные ограничения и объявило о новом пакете финансирования для строительного сектора.
- Риски эскалации тайваньского конфликта также уменьшились, поскольку на локальных выборах победу одержала прокитайская партия, а ноябрьская встреча глав КНР и США дала надежду на диалог сторон по поводу санкционных вопросов и экономического сотрудничества.
- Кроме того, в последнее время госрегулирование китайского технологического сектора не ужесточается, а риски делистинга китайских акций с рынка США снизились после проверок, проведенных американским регулятором.

Ожидания на 2023 год

- Прогнозируем рост широкого китайского рынка: в течение полугодия P/E индекса HSI может повыситься с 6,8 до 8,5-9, а EV/EBITDA – с 9,3 до 11-11,5, в то время как по индексу China A50 мы рассчитываем на рост P/E с 12,1 до 14-14,5, а EV/EBITDA – с 12,3 до 14,5-15.
- Динамику лучше рынка будут демонстрировать ретейлеры, авиаперевозчики, представители сегментов туризма, гостиничного бизнеса и общепита.
- Бумаги инновационных компаний, пользующихся господдержкой (направления: искусственный интеллект, полупроводники, солнечная энергетика и электромобили) сохраняют привлекательность.

Наша рекомендация для китайского рынка: Li Auto (LI). Мы делаем ставку на отложенный спрос на товары длительного пользования и поддерживаем инвестиции в компании, пользующиеся господдержкой. Как следствие, рекомендуем присмотреться к бумагам Li Auto. Автопроизводитель обновляет рекорды продаж гибридных электрокаров, а снятие антиковидных ограничений не только увеличит спрос на продукцию

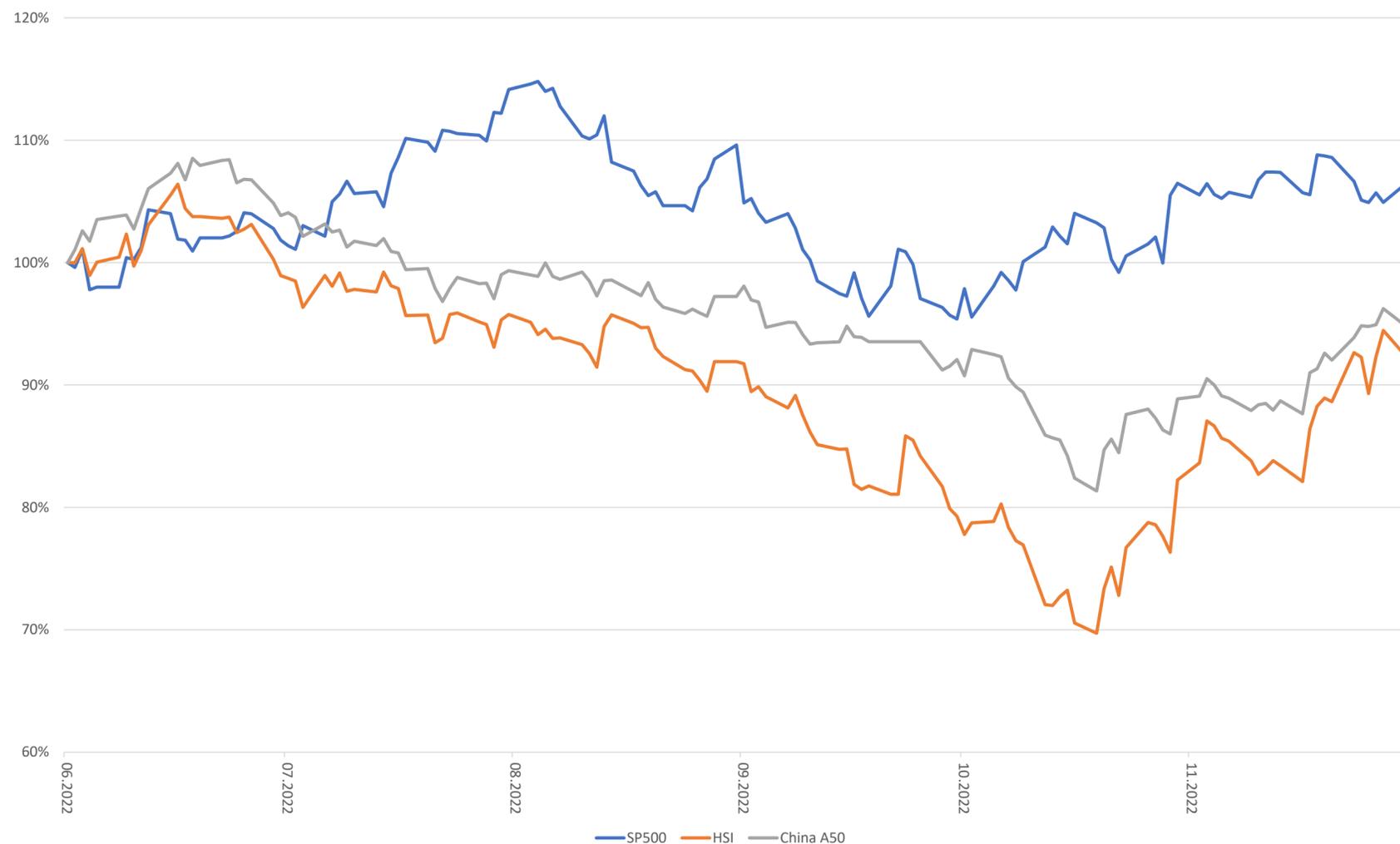
компании, но и позитивно повлияет на ситуацию в цепочках поставок. Господдержка в сочетании с более высокой, чем у конкурентов, маржинальностью позволит Li Auto выйти на точку безубыточности раньше сопоставимых компаний. Увеличенный запас хода в машинах Li Auto обеспечит ей доминирующее положение на новых рынках сбыта со слабо развитой инфраструктурой.

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

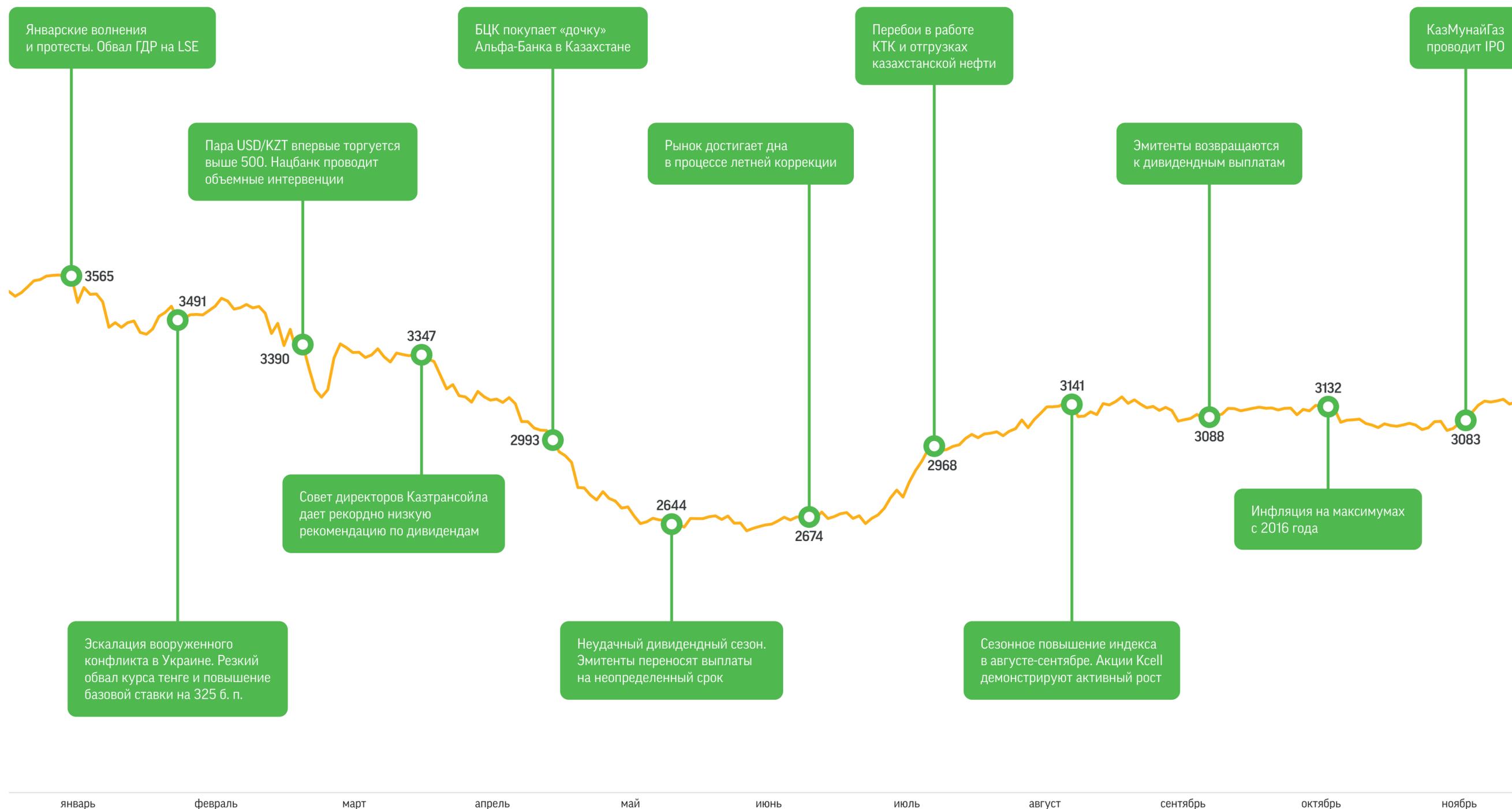
ffin.global

Динамика индексов S&P 500, HSI и China A50 за последние полгода



Рынок Казахстана в 2022 году (индекс KASE)

Важные новости в одной инфографике



Рынок Казахстана. Итоги года

Сложное начало – уверенный финал

Несмотря на макроэкономические сложности, ослабление тенге и усиление геополитической напряженности, KASE продемонстрировал меньшую волатильность в сравнении с внешними рынками, скорректировавшись к середине декабря на 11,5% при снижении S&P 500 на 17,5%

Динамику индекса широкого рынка в 2022-м определяли следующие факторы.

Ужесточение монетарной политики. Уже в начале 2022 года появилось понимание, что инфляция станет серьезной проблемой для глобальных рынков. Для борьбы с ней центральные банки разных стран мира запустили цикл подъема ставок, что негативно отразилось на стоимости большинства активов. Повышение доходности гособлигаций США и сильный доллар оказывали давление на развивающиеся рынки на протяжении всего года.

Еще одной причиной для быстрого подъема ставок в регионе стал конфликт в Украине. В марте на локальном рынке было зафиксировано давление слабеющего тенге: эмитенты начали спешно пересматривать прогнозы прибыли на год. В итоге рост базовой ставки в Казахстане негативно повлиял на капитализацию практически всех эмитентов в составе индекса KASE, в особенности на дивидендные фишки.

Дивиденды. Из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры и макроэкономических рисков в марте-апреле большинство эмитентов действовали крайне осторожно, отменив или сдвинув утверждение выплат акционерам на неопределенный срок. Тем не менее практически все отложенные дивиденды были распределены в октябре-ноябре, при этом Казателеком, Казатомпром и Kaspi.kz даже нарастили объем выплат.

Сезонность. Несмотря на периодическое появление «черных лебедей», на казахстанском рынке в ряде случаев отмечалась традиционная сезонность, в частности постдивидендная коррекция и уверенное восстановление котировок активов в августе-сентябре.

Меньшая волатильность в сравнении с внешними рынками. В течение 2022 года индекс KASE снизился на 11,5% (данные

на 8 декабря), тогда как S&P 500 потерял около 17,5%. Во многом более уверенная динамика казахстанского бенчмарка обусловлена сильным периодом с сентября по декабрь, когда локальные биржевые площадки выглядели стабильнее, чем внешние рынки. В это же время тенге демонстрировал низкую волатильность вопреки крепкому доллару. Впрочем, это объясняется главным образом корреляцией с российским рублем, который также был устойчив в рассматриваемый период.

Хронологически события развивались следующим образом.

Первое полугодие 2022-го выдалось достаточно сложным для казахстанского рынка. **Январские** волнения в стране, отключение интернета, не работающие биржа и обменные пункты стали серьезным вызовом, но в следующем месяце ситуация осложнилась еще больше. После достаточно благоприятного 2021 года инвесторы были вынуждены встретиться с еще одним «черным лебедем», вновь, как и в 2020-м, прилетевшим в третьей декаде **февраля**. После эскалации вооруженного противостояния на территории Украины нацвалюта Казахстана продемонстрировала резкое ослабление: пара USD/KZT впервые в истории пробилла вверх отметку 500. Затем Нацбанк резко поднял ставку, как это уже было весной 2020 года. Нестабильность на рынке подогревалась слухами о том, что санкции против России могли также затронуть и Казахстан. В начале февраля тенге двигался в едином русле с падающим рублем, однако затем «россиянин» значительно укрепился, а казахстанская нацвалюта не смогла продемонстрировать столь же сильную динамику. В итоге рубль и тенге пришли к новому паритету на уровне выше 7 вместо предыдущих 5-6.

Ансар Абуев,
младший аналитик департамента
финансового анализа Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 05.01.2022	Значение на 08.12.2022	Изменение, %
Индекс KASE	3 565,02	3 156,31	-11,5%
Банк ЦентрКредит (KASE)	407,00	619,52	52,2%
Kcell (KASE)	1 567,98	1 568,00	0,0%
Kaspi (GDR)	82,00	74,90	-8,7%
KEGOC (KASE)	1 860,01	1 600,00	-14,0%
Халык Банк (GDR)	13,60	11,30	-16,9%
Казатомпром (KASE)	15 715,00	12 717,00	-19,1%
Казателеком (KASE)	34 864,18	27 700,00	-20,5%
Казатомпром (GDR)	37,50	28,86	-23,0%
Халык Банк (KASE)	175,02	128,89	-26,4%
Kaspi (KASE)	49 833,00	33 814,80	-32,1%
Казтрансойл (KASE)	1 065,06	605,99	-43,1%

Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Рынок Казахстана. Итоги года

Сложное начало – уверенный финал

Данный фактор в сочетании с усилением внешнеэкономических рисков дополнительно способствовал разгону инфляции в стране.

В **марте** рынок двигался в негативном тренде, хотя обычно это сезонно сильный месяц, поскольку именно в этот период компании из состава индекса KASE принимали решения о дивидендах. Однако в 2022-м многие эмитенты проявили осторожность, отменив либо перенеся выплаты. С похожей ситуацией инвесторы уже сталкивались весной 2020 года, поэтому значительного снижения дивидендов не ожидалось. Серьезным ударом для рынка стало решение Казтрансойла, который утвердил рекордно низкие выплаты – всего 26 тенге на акцию. Для казахстанского дивидендного аристократа это сверхмалый объем, что привело к понижению ожиданий рынка в отношении других дивидендных фишек.

В **летние месяцы** активы на KASE торговались в русле трендов аналогичных периодов 2018–2019-го и 2021 годов. Заметным событием стало резкое падение акций Kcell с последующим восстановлением, поскольку столь сильное движение существенно отразилось на индексе широкого рынка в целом. Распознав приближение дна в конце июня, мы рекомендовали инвесторам открывать длинные позиции в фундаментально привлекательных бумагах с целью поймать волну роста, пик которого пришелся на конец августа и начал затухать в сентябре.

Четвертый квартал стал для бенчмарка нейтральным, однако уже сейчас можно отметить определенный задел для роста в следующем году. Во-первых, крупные компании из состава индекса KASE (кроме Kcell) распределили отложенный дивиденд, а их фундаментальные показатели свидетельствуют о возможности увеличения выплат в 2023-м. Во-вторых, к окончанию 2022-го индекс подошел с тестом сентябрьских максимумов, и мы полагаем, что пробой этого уровня произойдет уже в следующем году. В-третьих, рост и восстановление котировок компаний в четвертом квартале дает надежду на достижение фундаментальных целей.

Отметим, что для российских бумаг на KASE год был крайне неудачным. Торги акциями были остановлены, активы заморожены. Сбербанк и ВТБ приняли решение о делистинге. При этом в 2022 году полноценно начал раскрываться потенциал площадки KASE Global, на которой стартовали торги инструментами с основным листингом на NYSE, NASDAQ и Euronext. **Финансовые результаты.** Отчеты эмитентов в 2022 году носили смешанный характер. Сюрпризом в первом квартале стала новость о том, что KEGOC безвозмездно передал правительству прибыльное ТОО РФЦ по ВИЭ, что оказало весьма существенное давление на финансовые показатели компании, даже несмотря на рост выручки. Кроме того, следствием волнений и протестов в январе стало повышение зара-

ботной платы в государственных компаниях. В частности, в Казтрансойле оплата труда выросла на 34%, что увеличило себестоимость производства и привело к значительному снижению прибыльности. Данная тенденция продолжилась и во втором квартале, в результате чего мы понизили целевую цену бумаги, а также впервые за весь период ее покрытия пересмотрели рекомендацию до «продавать». Заметим, что в ноябре котировки эмитента обновили исторический минимум. При этом Халык Банк, Kaspi, Казахтелеком и Казатомпром продолжили улучшать финансовые результаты. Впрочем, котировки данных бумаг не всегда в полной мере отыгрывали позитив отчетов, создав тем самым дополнительный запас для фундаментального роста.

Эмитент	Значение на 07.12.2022	Фундаментальная цель на 07.12.2022	Доля в индексе	Потенциал роста
KASE	3151,89	3634,13		15,3%
БЦК (CCBN)	619,6	575	11,2%	-7%
Халык Банк (HSBK)	129	200	16,3%	55%
Kcell (KCEL)	1547,5	1380	15,2%	-11%
KEGOC (KEGC)	1580,65	1510	9,9%	-4%
Казатомпром (KZAP)	12800,0	15400	14,4%	20%
Казахтелеком (KZTK)	27622,54	37400	11,1%	35%
Казтрансойл (KZTO)	606,9	580	5,5%	-4%
Kaspi.kz (KSPI)	34000	39312	16,5%	16%



Рынок Казахстана в 2023 году

Под знаком восстановления

Основные тренды следующего года:

1. Позитивная динамика на внешних рынках. Согласно нашим ожиданиям, 2023-й станет годом окончания «медвежьего» тренда на мировых площадках. В первом полугодии, вероятнее всего, ФРС завершит цикл повышения ставок, что позитивно отразится на развивающихся экономиках. Хотя, на наш взгляд, ключевым триггером для Казахстана станет внутренний потенциал роста рынка, однако благоприятная внешнеэкономическая конъюнктура может оказать серьезную поддержку.

2. Дивиденды. Халык Банк, Казахтелеком и Kaspi возобновили распределение дивидендов во втором полугодии 2022-го после их приостановки в марте. Хотя выплаты были более скромными, чем изначально ожидал рынок, не исключено их повышение в следующем году. Наибольший потенциал для этого есть у Халык Банка. Увеличить дивиденды также может и Казахтелеком

после значительного повышения свободного денежного потока в 2022 году и аккумуляции большого количества денежных средств на счетах. Кроме того, новой дивидендной фишкой на казахстанском рынке станет Казмунайгаз.

3. Первичные размещения и новые акции в составе бенчмарка. Уже известно, что в представительский список KASE войдет Казмунайгаз, став девятой бумагой в индексе. На наш взгляд, это позитивный момент, поскольку новый качественный актив будет способствовать привлечению средств на рынок. В мае 2022 года в состав индекса были включены акции Kaspi.kz, ставшие одним из важных драйверов роста в ходе летнего ралли KASE: с середины июля до начала декабря котировки финтеха выросли на 60%. В 2023 году ожидается еще несколько крупных IPO из списка активов фонда Самрук-Казына, однако на текущий момент самым интересным выглядит размещение Эйр Астана – перевоз-

чика, который активно осваивает как внутренний рынок, так и перелеты в страны ближнего зарубежья через свой дискаунтер FlyArystan.

4. Благоприятные техническая и фундаментальная картина. Отмечаются признаки того, что индекс KASE готов выйти из бокового коридора, в котором консолидировался в октябре-ноябре. При успешном пробое верхней границы канала котировкам широкого рынка откроется возможность для подъема на 20%, к максимумам ноября 2021 года. Фундаментальный анализ всех эмитентов в составе KASE свидетельствует о среднесрочном потенциале роста на 14,6%.

5. Смягчение ДКП. Инфляционный пик в Казахстане, скорее всего, будет пройден в начале 2023 года, что позволит регулятору снизить базовую ставку с текущих 16,75%. Смягчение ДКП даст возможность уменьшить ставку дисконтирования для эмитентов, что позитивно скажется на оценке компаний в индексе KASE.

Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Рынок России в 2022 году (индекс MOEX)

Важные новости в одной инфографике



Российский рынок: итоги года и перспективы

Шоковая терапия

Уходящий год оказался одним из самых тяжелых в новейшей истории отечественной биржи, однако вопреки распространенным опасениям рынок сумел избежать краха и восстановился после многочисленных шоков

В начале уходящего года российский рынок испытал жесткую встряску. За один торговый день Индекс МосБиржи терял 45%, чего не случалась и в 2008–2009-м. В отдельные моменты могло показаться, что впервые за 14 лет само существование российского фондового рынка под вопросом. Торги акциями и облигациями на Московской бирже приостанавливались почти на месяц. Таких длительных перерывов не было даже в во время мирового финансового кризиса. Индекс МосБиржи падал на шестилетний минимум. Причем за этот период на российский рынок пришло 95% всех частных инвесторов. Биржевые каникулы, временный запрет коротких продаж, ограничение кредитного плеча помогли стабилизировать ситуацию на рынке. Удалось избежать системного кризиса,

массового банкротства организаторов и участников торгов, а также инвесторов.

Шок, видимо, многому научил биржевых игроков. Реализовались риски, которые не рассматривались в качестве значимых. Перестала работать система международных рейтингов. Стали невозможны арбитражные стратегии, подразумевающие использование функций свободного международного движения капитала.

Происходили и другие события, подрывающие доверие инвесторов. В частности, собрание акционеров Газпрома неожиданно не утвердило предложенный дивиденд. Как следствие, акции корпорации рухнули, и даже после того, как спустя два месяца акционеры одобрили дивиденд, восстановление ее котировок было лишь частичным.

Российские эмитенты прекратили торговаться на зарубежных площадках. Иностранцы сохранили листинг на Московской и СПб Бирже, но те бумаги, которые зарегистрированы в недружественных странах и не владеют бизнесом в России, стали недоступны неквалифицированным инвесторам. Приток частных инвесторов в 2022 году снизился. Их число с начала года увеличилось приблизительно на 10%, и это минимальный прирост за много лет. Зато, благодаря уходу с рынка иностранных игроков, доля частных инвесторов в оборотах в сегменте акций достигла 75–80%. На этом фоне не оказал драматического влияния на рынок запрет на раскрытие информации эмитентами, поскольку фундаментальные факторы слабо привлекают рядового инвестора. Основное влияние на динамику котировок оказывают новостной фон и техническая картина.

Очередной шок на рынке вызвали новости об объявлении частичной мобилизации. Однако минимумы в сентябре и октя-

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



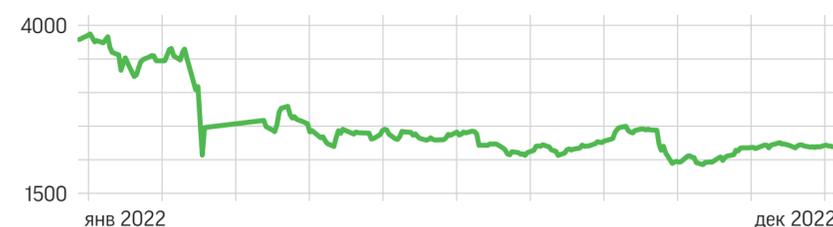
Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

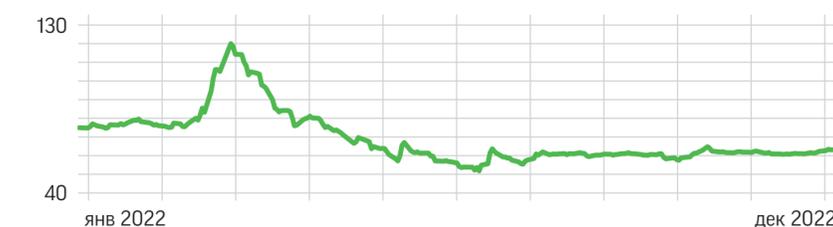
ffin.global



Динамика индекса MOEX, 1 год



Динамика USD/RUB, 1 год



бре по основным индексам оказались выше, чем в феврале. У инвесторов укрепляется уверенность в том, что нижняя точка пройдена. Индекс РТС отскочил выше 1000 пунктов. Путь наверх, очевидно, будет длительным. Но никто не сомневается в том, что, несмотря на непростой период, российский рынок имеет хорошие перспективы для роста в будущем. Завершается год на относительно позитивной ноте. Хотя существенного восстановления не произошло, рынок не стагнировал. Благодаря щедрым дивидендам частные инвесторы не растеряли уверенности в перспективах своих вложений. Несмотря на уход крупных фондов, на Московской бирже успешно прошли одно SPO и одно IPO на сумму около 6 млрд руб. Если в будущем уверены инвесторы и эмитенты – рынку быть.



Фондовые индексы в России и в мире

Геополитические события вызвали мощный на мировых фондовых площадках шок, сравнимый с ударом, нанесенным в 2020-м пандемией. Максимальное падение Индекса МосБиржи тогда составляло 32%, но завершился год на положительной территории. В 2022-м максимальная просадка превышала 50%, больше рынок терял только в

1998-м и 2008 годах. Отыграть потери не удалось: Индекс МосБиржи завершает год с одним из худших результатов в истории. Основной отечественный бенчмарк стал абсолютным аутсайдером по динамике с начала года среди основных мировых фондовых индексов. Но значительное падение

продemonстрировали большинство ведущих фондовых площадок. Абсолютным лидером роста стал турецкий рынок: индекс Стамбульской фондовой биржи с начала года вырос на 165%. При этом стоит отметить, что за этот период лира обесценилась к доллару на 40%, а инфляция составила 85%.

Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

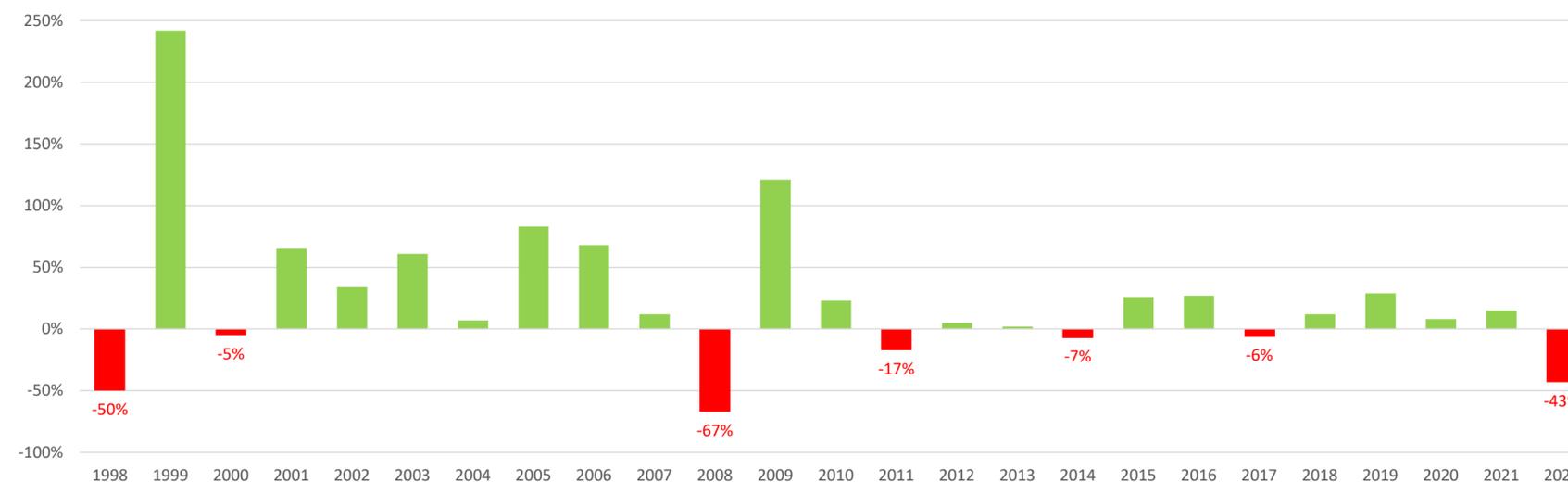
ffin.global



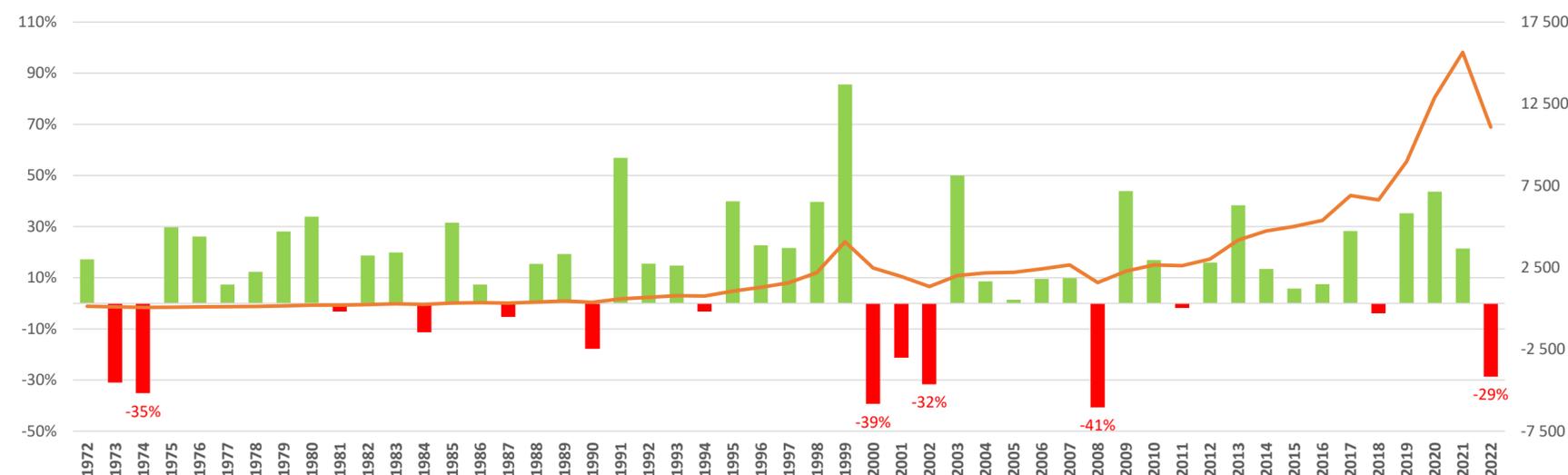
Индексы с начала года, %



MOEX Index, % г/г



NASDAQ Comp. Index, % г/г



Динамика акций и секторов

Единственной компанией, входящей в состав индексов МосБиржи / РТС, продемонстрировавшей положительную динамику (без учета дивиденда), стало **Фосагро**. В топ-20 лидеров роста при этом не попала ни одна из акций, входящих в основные индексы. Абсолютными аутсайдерами из числа составляющих индексы МосБиржи / РТС стали бумаги **Polymetal**, потерявшие более 70% стоимости с начала года.

Более четверти бумаг, включенных в расчет этих бенчмарков, продемонстрировали падение на 50% более (без учета дивиденда). Среди топ-10 аутсайдеров два представителя индекса МосБиржи / РТС: это Банк ВТБ и Polymetal. В секторальном разрезе положительную динамику с начала года показал только индекс акций производителей удобрений. Аутсайдером стал индекс информационных технологий.

Наименьшие потери с учетом дивиденда понес сектор электроэнергетики. Не повезло и вкладчикам в фонды коллективных инвестиций. Лидерами роста стали фонды облигаций и денежного рынка, в которые ранее вкладывались мало. Фонды акций, как пассивные, так и активно управляемые, потеряли значительную часть стоимости.

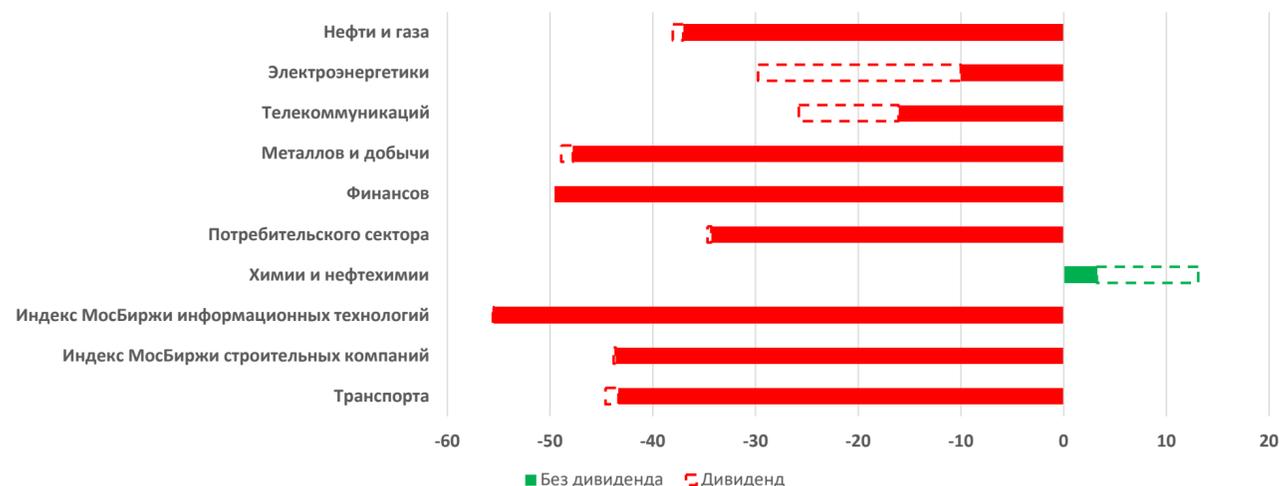
Инвестиционные перспективы 2023 года

23 декабря 2022

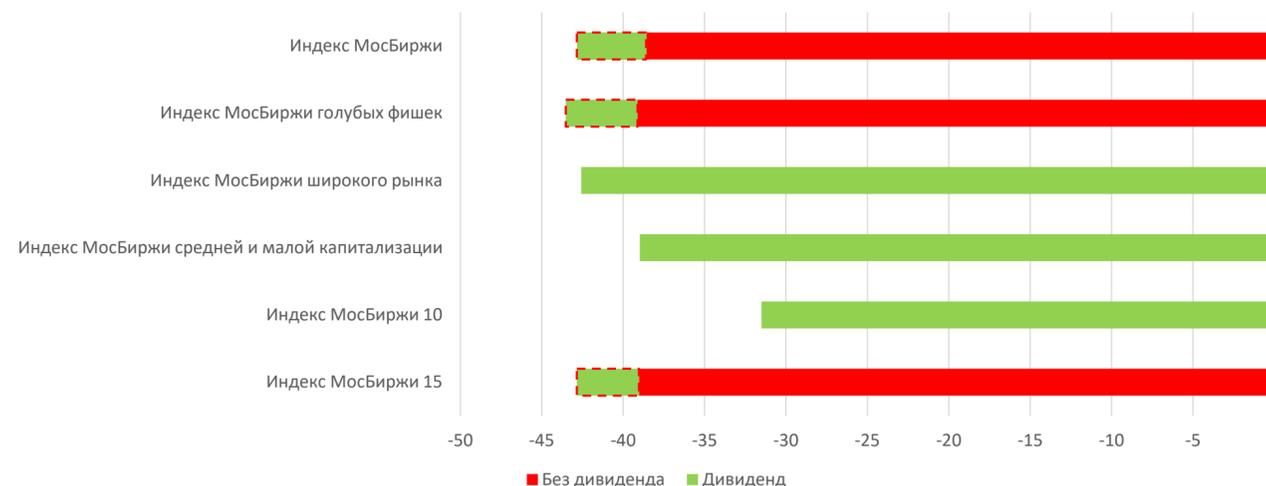
ffn.global



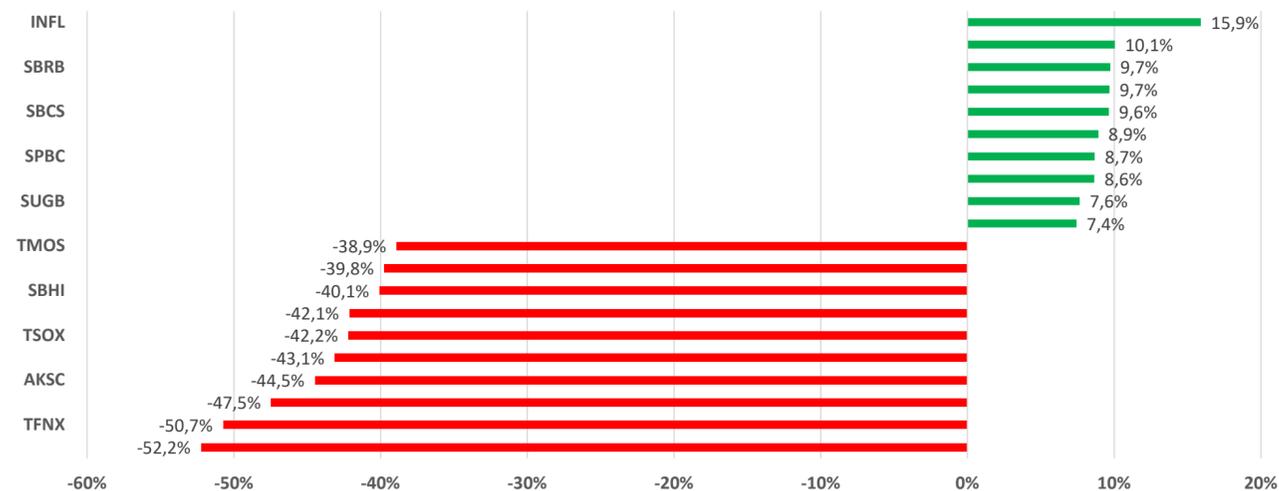
Отраслевые индексы акций



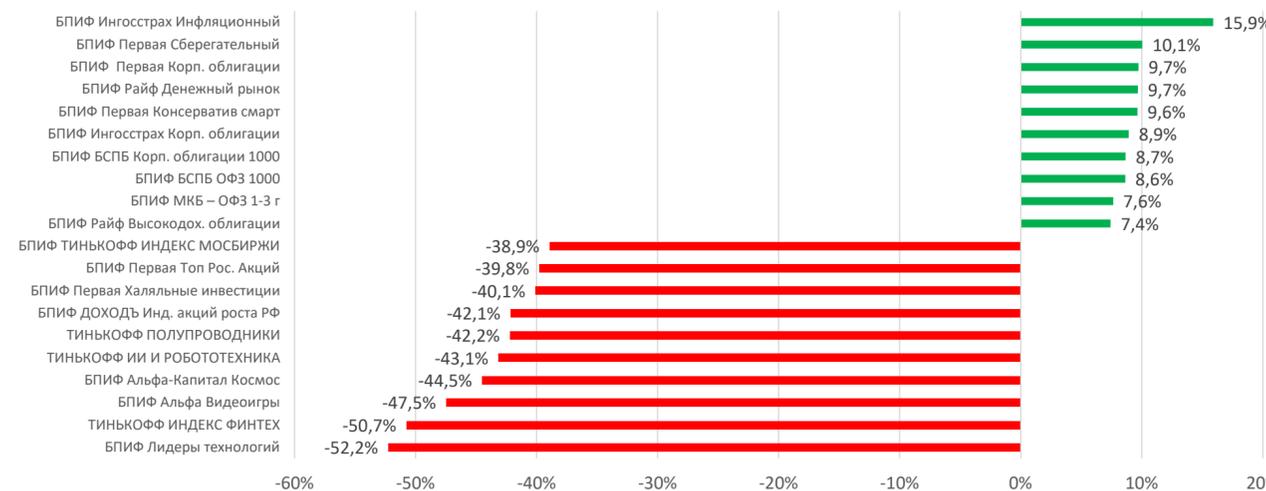
Отраслевые индексы акций



Лидеры и аутсайдеры



Лидеры и аутсайдеры



Текущая картина

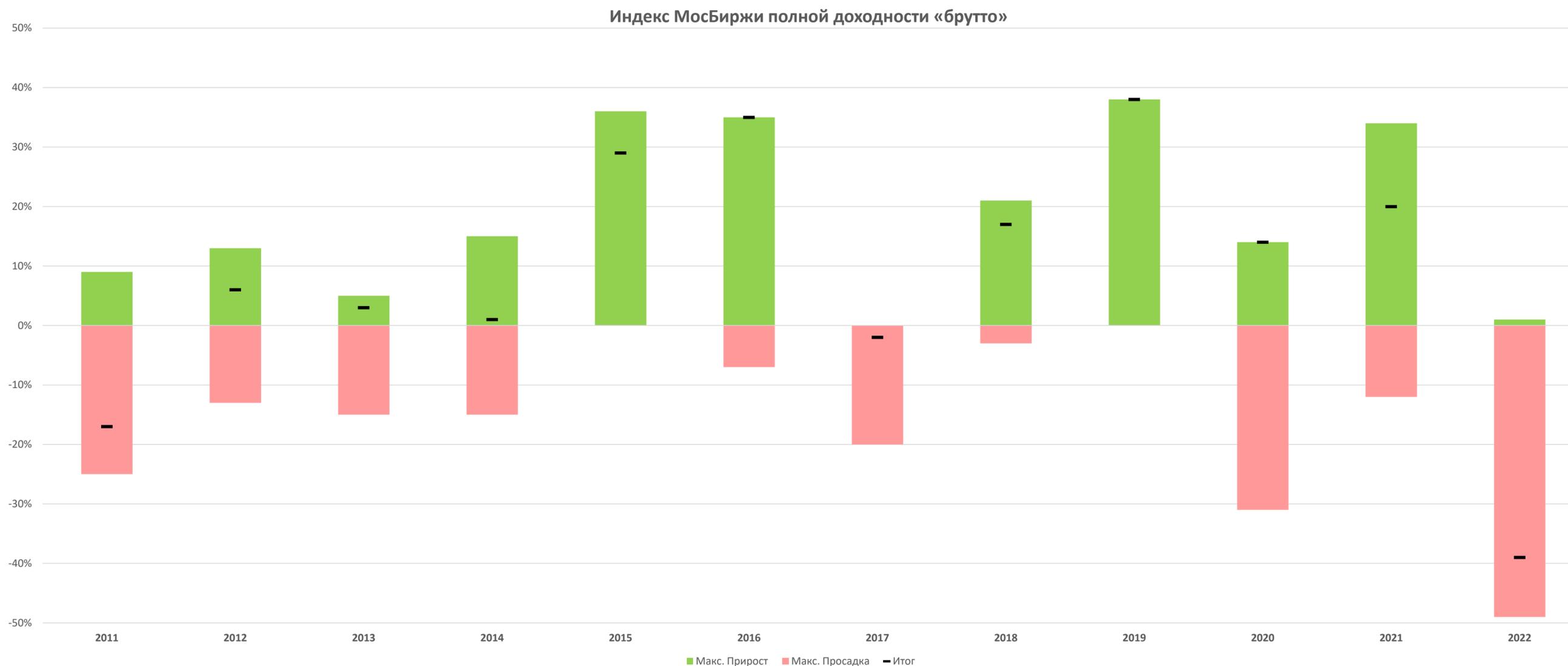
Структура фондового рынка сильно изменилась. Если раньше торговые обороты генерировали преимущественно крупные фонды, то теперь 75–80% объема торгов приходится на частных инвесторов. Обороты на рынке акций в третьем квартале были на 25–40% ниже, чем годом ранее. Хотя число инвесторов достигло 22 млн, происходит отток средств.

Российский рынок впервые отвязался от динамики основных мировых площадок. Это обусловлено именно уходом крупных

инвесторов – иностранных фондов, которые чутко реагировали на внешний фон.

Активы иностранных игроков заморожены в ответ на блокировку ценных бумаг, принадлежащих российским юридическим и физическим лицам за рубежом. Из-за этого заметно сократился free-float – количество бумаг в свободном обращении. Отсутствие достаточного предложения провоцирует резкие скачки котировок.

Можно подытожить, что большинство торговых операций носит краткосрочный спекулятивный характер. Идеи для долгосрочного инвестирования есть, но они пользуются небольшим спросом. Иностранные ценные бумаги из недружественных стран запрещены для неквалифицированных инвесторов, и это тоже стимулирует к поиску идей среди доступных российских инструментов.



Перспективы рынка

Может ли российский фондовый рынок продемонстрировать отрицательную динамику в 2023 году? В его истории еще не было падения в рублевом выражении в течение двух и более лет подряд (за исключением отрезка 1997–1998 годов – менее полутора лет с момента начала расчета индекса ММВБ). Но отсутствие прецедента не означает невозможность подобного развития событий в будущем.

Перспективы фондового рынка зависят от ряда обстоятельств. Безусловно, определяющими факторами будут ситуация в экономике, геополитическая обстановка, регуляторные ограничения. При существенном ухудшении ситуации фондовый рынок может продемонстрировать значительный рост.

Сценарий инфляционного роста. В 2022 году в Турции и в 2019-м в Иране фондовые рынки продемонстрировали значительный рост (в исламской республике он измерялся сотнями процентов) на фоне галопирующей инфляции и ухудшения ситуации в экономике. Если подобный сценарий реализуется в России, население будет забирать средства из банков и охотно инвестировать, в особенности в акции компаний-экспортеров. Приток на рынок хотя бы 6 трлн руб. значительно бы его разогрел. Мы считаем реалистичным такой прогноз развития событий, но, вероятнее всего, осуществится он не в 2023 году.

Одним из триггеров ускорения инфляции является опережающий рост денежной массы к ВВП при отсутствии достаточных каналов для ее стерилизации. За год денежная масса увеличилась на 25%, до 75 трлн руб., а ВВП сократился на 4%. Сейчас государство наращивает объем заимствований на внутреннем рынке, и это позволяет аккумулировать растущую денежную массу. Но увеличивается и госдолг. Объем ОФЗ уже превысил 16 трлн руб., долговая нагрузка достигла 18% ВВП, а экономика пока сокращается. Если дефицит бюджета будет расти, то закрывать его придется за счет дополнительных займов, по которым придется повышать ставку. А это один из факторов инфляционного давления. Драйверами реализации такого варианта развития событий могут стать снижение цен и объемов экспорта, усиление санкционного давления.

Сценарий низкой инфляции. При таком развитии событий выдавливать деньги из банков на фондовый рынок будут низкие ставки по депозитам. Доходность среднесрочных ОФЗ сейчас в районе 10% годовых. В случае роста доходов от экспорта и сокращения госрасходов потребность в заимствованиях будет сокращаться. Улучшение ситуации в экономике будет стимулировать банки выдавать, а заемщиков брать больше кредитов. В рамках реализации оптимистичного сценария можно рассчитывать на то, что Индекс МосБиржи достигнет отметки 3000 пунктов.

Сценарий потепления в международных отношениях. Существенное улучшение геополитической ситуации может привести к отмене части ограничений, из-за которых фондовый рынок оказался под давлением. Инвесторы из дружественных стран будут инвестировать в России, если для них будут отсутствовать санкционные риски, движение капитала будет свободным, а валютный курс – в достаточной степени предсказуемым. Вероятность реализации такого сценария в 2023 году считаем низкой.

Сценарий ухудшения внешнего фона. Мы не исключаем значительное обострение геополитических рисков. Также возможно наступление рецессии в США (реализация этого прогноза оценивается в 63%) и в ряде стран еврозоны. Это приведет не только к коррекции цен на сырьевые товары, но и вызовет новые шоки на фондовых рынках. Реализуется редкий сценарий «двойного дна», когда фондовый индекс снижался два года подряд, причем после глубокой просадки в первый год. Такое развитие событий может негативно отразиться и на динамике российского фондового рынка. Хотя в целом он хорошо защищен от влияния внешних биржевых шоков.

Перспективы рубля во многом зависят от геополитических факторов. Отсутствие санкций в отношении биржевой инфраструктуры – необходимое условие для открытых торгов. Если реализуются геополитические риски и биржевые торги станут невозможными, то и прогнозировать курс национальной

валюты будет нельзя. Базовым считаем сценарий боковой динамики курса или незначительного ослабления рубля, при котором курс USD/RUB не вырастет выше 75. Государственная политика оказывает существенное влияние на рубль, решения, которые продолжают формировать динамику его котировок, будут приниматься ситуативно. Курс отечественной валюты не является полностью свободным, поскольку движение капитала ограничено. Государство сейчас не заинтересовано ни в укреплении, ни в резком ослаблении рубля, поэтому наиболее вероятен именно боковик.

В долгосрочном плане давление на рубль может усилиться. Это связано с сокращением объема внешнеторговых операций и значительным ростом денежной массы. По прогнозу Банка России, экспорт в 2023 году упадет на 7,5–11,5%, может снизиться и импорт. В то же время спрос на валюту в качестве защитного актива из-за геополитических рисков владения ею низок. Кроме того, угроза резкого ослабления рубля при необходимости купируется регуляторными ограничениями. С учетом всего этого мы не ожидаем обвала национальной валюты в будущем году.



Макроэкономика

Экономика продемонстрировала высокую устойчивость в период непростых изменений. Снижение ВВП составило 4%. По прогнозу Банка России, 2023 году спад начнет замедляться, а в 2024-м ВВП прибавит 1,5–2,5%. Всемирный Банк настроен более оптимистично и считает, что выход из рецессии возможен во втором полугодии 2023 года. Оживлению экономики сопутствуют благоприятная конъюнктура цен на сырье, замедление инфляции и вливание бюджетных средств.

Инфляция снизится в диапазон 4,5–6,5%. Это будет сопровождаться смягчением денежно-кредитной политики. Ориентир по ключевой ставке: 6,5–8,5%. Темп роста денежной массы, который в этом году достиг 25%, в 2023-м замедлится вдвое. Тем не менее предстоящий год явно будет непростым. Хотя рецессия не углубится – в первую очередь благодаря росту государственных расходов и смягчению монетарной политики, – сохранится значительное санкционное давление.

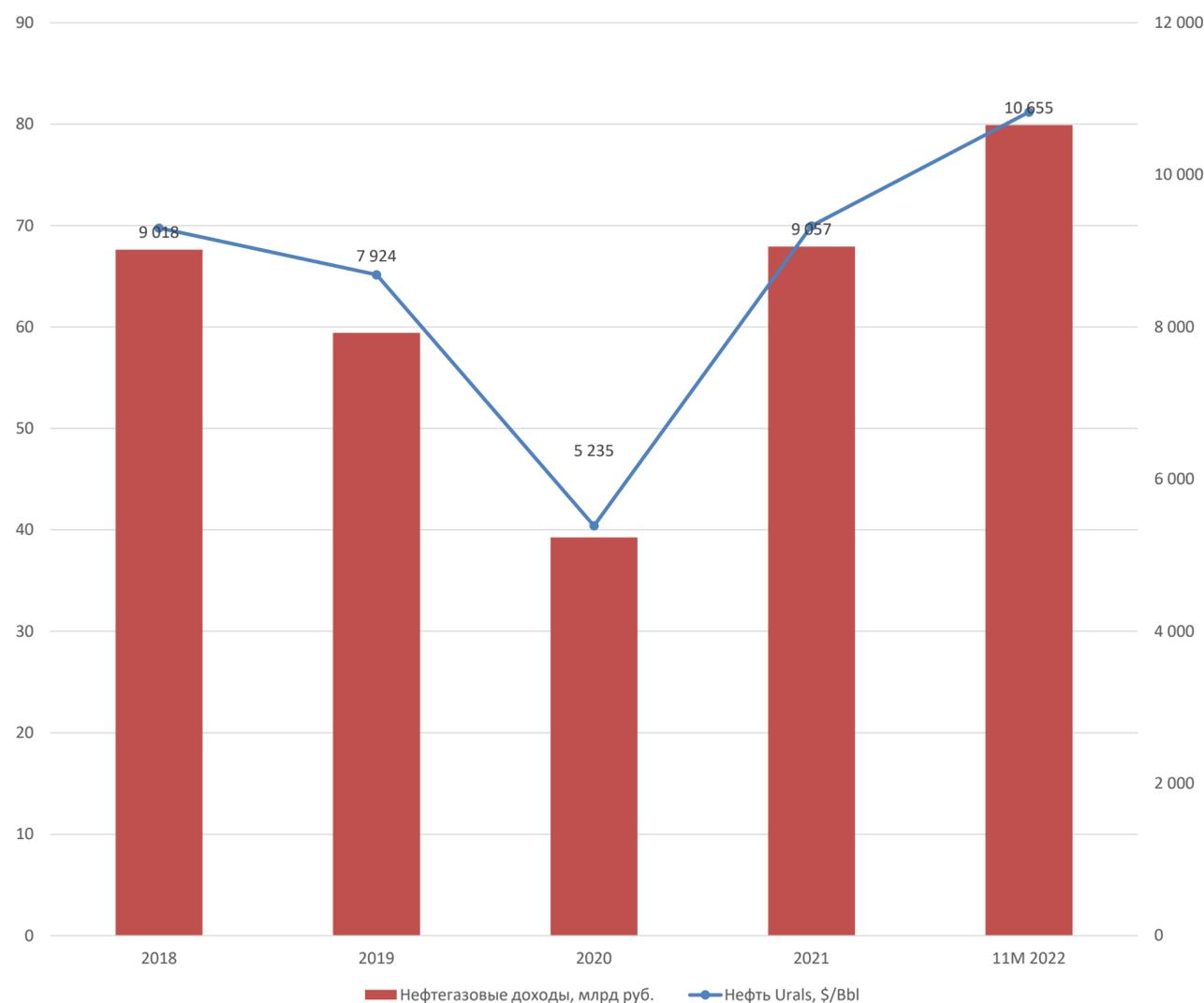
Не исключено и его усиление. Параллельного импорта и импортозамещения недостаточно для полноценного удовлетворения промышленного спроса. Частные инвестиции, вероятнее всего, продолжат сокращаться. Потребительский спрос будет неустойчивым. Быстрого отскока, который последовал за отменой жестких ограничений во время пандемии COVID-19, ждать не приходится, процесс восстановления будет медленным.

Инвестиционные перспективы 2023 года

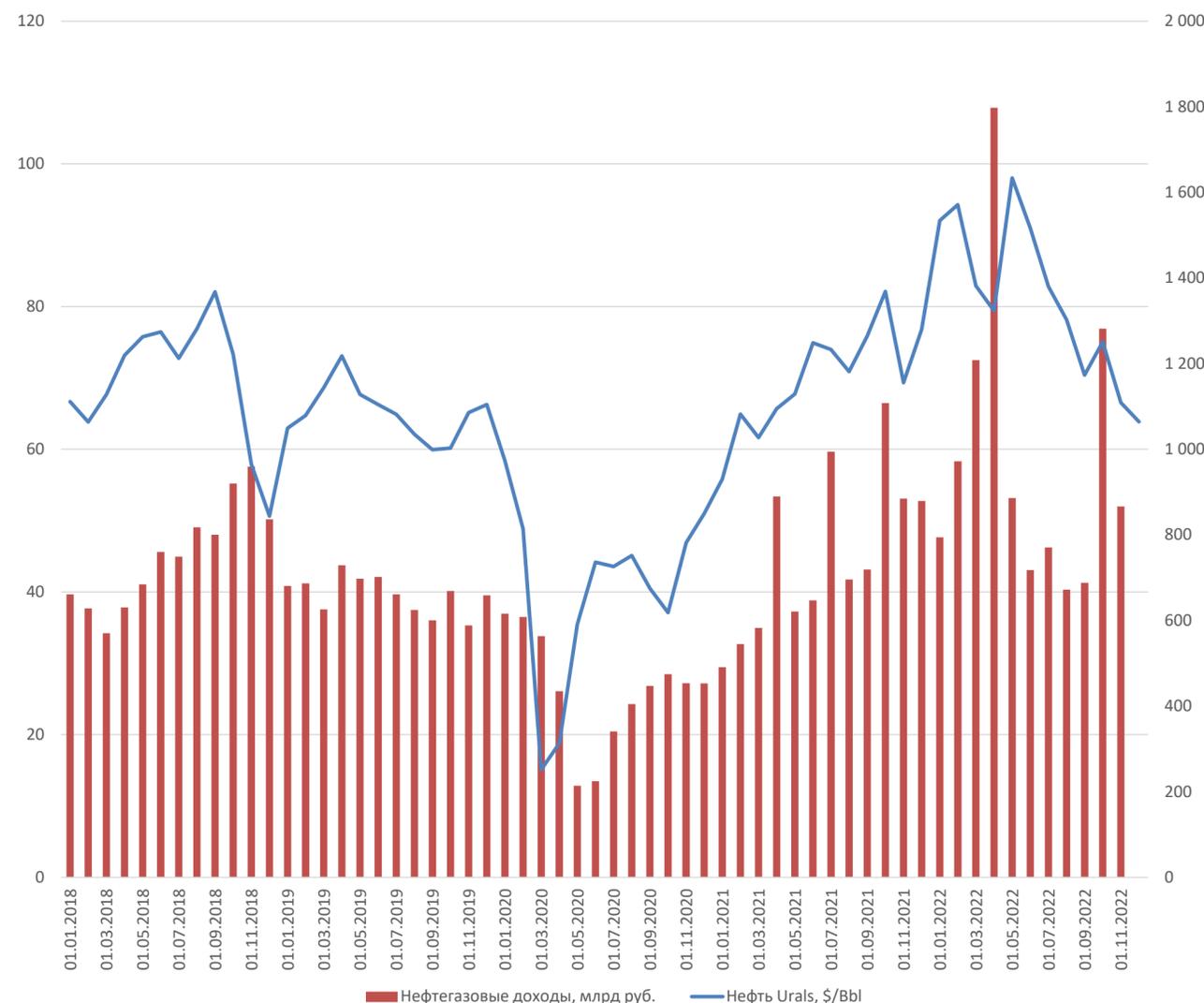
23 декабря 2022

ffin.global

Цена на нефть Urals и нефтегазовые доходы



Цена на нефть Urals и нефтегазовые доходы



Отраслевая часть

Нефть и газ

Мировой рынок претерпевает существенные изменения. После шока 2020 года, когда ОПЕК+ пришлось резко сокращать добычу на фоне обвального падения спроса, вновь появилась неопределенность, которая может вынудить производителей менять квоты в среднесрочной перспективе. Добыча нефти в России за 11 месяцев увеличилась на 2,2% г/г, до 488 млн тонн (около 10 млн баррелей в сутки). Но это стало следствием роста объемов в первой половине года. По итогам 2022-го добыча может составить 535 млн тонн.

В декабре недружественные страны согласовали потолок цены на нефть из России, экспортируемую морским путем, на отметке \$60 за баррель. При необходимости этот лимит будет пересматриваться каждые два месяца. На момент принятия решения цена на экспортный сорт Urals была приблизительно на 10% выше установленного предела.

В краткосрочном плане потолок цен не оказывает влияния ни на нефть, ни на рубль. Ситуация на долгосрочную перспективу не прогнозируема. Цель западных стран – добиться сокращения экспорта нефти из России более чем на 4 млн баррелей в день представляется недостижимой: такой объем будет невозможно быстро компенсировать за счет поставок из других регионов, при этом в долгосрочном плане спрос будет усиливаться.

Акции отечественного нефтегазового сектора показывают разнонаправленную динамику. Котировки Газпром нефти, ЛУКОЙЛа, Башнефти и Роснефти практически отыграли падение конца сентября. Бумагам НОВАТЭКа и Сургутнефтегаза полностью восстановиться пока не удалось. Акции Татнефти и Газпрома являются аутсайдерами сектора. На цену госкорпорации давит неопределенность в отношении объема экспорта в Европу в 2023 году после разрушения Северных потоков, в результате чего доля компании на рынке Старого Света сократилась с 40% до 10%. Под вопросом остается дивиденд на будущий год, кроме того, корпорация может столкнуться с повышением налогов. В то же время почти нет сомнений, что цена на газ в первой половине будущего года будет расти из-за дефицита в Европе.

Металлургия

Уходящий год для компаний черной металлургии оказался крайне сложным. В 2021-м их экспорт восстановился к допандемийному объему 43,5 млн тонн, а в 2022-м крупнейшие производители вновь оказались в непростом положении. Запрет и квоты на импорт продукции со стороны ЕС и неблагоприятная конъюнктура цен на азиатских рынках (-25%) привели к падению загрузки производственных мощностей сектора до 80%.

Ситуация начала выправляться во второй половине года. За счет усиления внутреннего спроса выпуск металлургической продукции удалось поддержать на приемлемом с точки зрения производственных процессов уровне. Спад производства по итогам года составит около 8%, хотя данные летом прогнозы были мрачнее: тогда ожидалось сокращение производства минимум на 15% и не исключались новые остановки доменных печей. Объем внутреннего рынка с января по сентябрь увеличился на 4,8% г/г. Драйверами роста спроса выступают строительство и трубная промышленность.

Металлургические компании приостановили раскрытие важных производственных и финансовых показателей, а также выплату дивиденда, что делает невозможным фундаментальный анализ и снижает инвестиционную привлекательность бумаг сектора. Внешние риски до конца не купированы. Нельзя исключать расширения санкций, а также ухудшения конъюнктуры на зарубежных рынках в случае углубления рецессии в отдельных странах.

Акции ММК во втором полугодии демонстрировали лучшую динамику в секторе, они торгуются выше, чем в начале октября. Это связано с тем, что компания продемонстрировала относительно успешные результаты за девять месяцев 2022-го. 83% продаж пришлось на домашние регионы, доля премиальной продукции достигла 44%. ММК получил рейтинг AA+.

Восстановились до уровня сентября и котировки Северстали. По итогам девяти месяцев производство чугуна удалось вывести на уровень 2021 года, а производство стали сократилось

на 8% г/г. Продажи стальной продукции выросли на 2%. Экспорт железной руды упал на 46%.

Вероятно, держателям акций черной металлургии придется на время забыть про дивиденды. Инвестиции в бумаги производителей стали будут более рискованными, так как их бизнес сильно зависит от внутреннего рынка.

В секторе цветной металлургии дела обстояли более благополучно. Санкции его не затронули, по крайней мере в том масштабе, что сталеваров. Цена на золото сейчас в районе \$1800 за унцию, спрос на алюминий, никель и палладий устойчив. Акции ГМК, Русала, Полюса и в 2023 году будут пользоваться высоким спросом у инвесторов, дополнительным драйвером их роста станут дивиденды.

Строительство

Акции крупнейших публичных застройщиков на протяжении 2022 года демонстрировали схожую динамику. Февральский обвал удалось компенсировать менее чем на 50%, а новое снижение к годовому минимуму в октябре пока не сменилось отскоком. Инвесторы не проявляют существенного интереса к акциям девелоперов.

С января по сентябрь объем жилищного строительства в России вырос на 26% г/г, до 79 млн кв. м. В то же время количество новых проектов сократилось. Мощную встряску пережил ипотечный рынок: в мае количество выданных жилищных кредитов рухнуло на многолетний минимум, до 49 тыс. (-75% г/г), а в июне сократилось до 36 тыс. Спаси ситуацию помогла только льготная ипотека под 6% по программе господдержки, благодаря ей средневзвешенная ставка по кредитам ненадолго опустилась ниже 7%, что тоже соответствует минимальным значениям за несколько лет. В августе-октябре количество выдаваемых кредитов увеличилось до 120-130 тыс. в месяц, но это было приблизительно на 20% ниже, чем в 2021 году. Одним из последствий частичной мобилизации может стать снижение активности на рынке жилья. В то же время спрос поддерживается за счет продолжения действия программы льготной ипотеки.

**Инвестиционные
перспективы 2023 года**

23 декабря 2022

ffin.global



Отраслевая часть

Ситуация в строительной индустрии во многом будет зависеть от господдержки. Принято решение о продлении льготной ипотеки. На этот сегмент приходится до 80% кредитов, и повышение ставки до 10% может отсеять значительную часть заемщиков, поскольку в этом случае резко вырастет ежемесячный платеж.

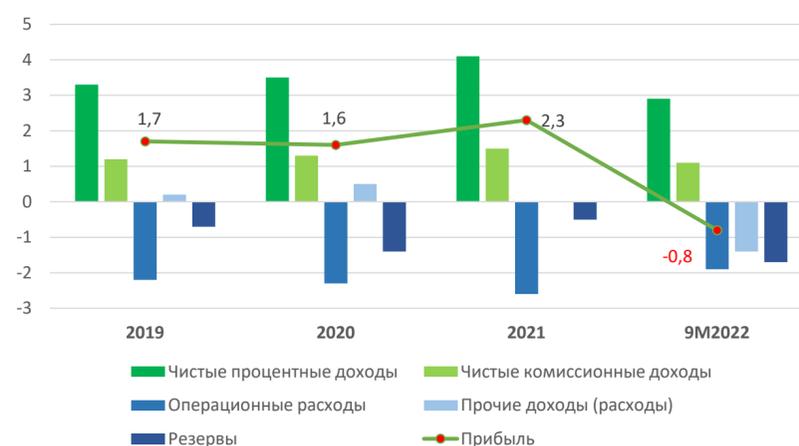
В четвертом квартале Банк России приостановил смягчение денежно-кредитной политики, в результате средняя ставка по ипотеке поднялась выше 7%. Банки будут более строго оценивать заемщиков в текущей ситуации, хотя полностью отказываться от ипотеки не собираются. Регулятор планирует бороться с практиками предоставления льготной ипотеки за счет продавца. Застройщики, со своей стороны, продолжают сокращать объем новых проектов.

Первичный рынок жилья испытывает давление и со стороны вторичного. В большинстве регионов с наиболее высокими ценами жилая недвижимость начала дешеветь, что заставляет застройщиков регулировать предложение. Наиболее реалистичный сценарий в секторе на 2023 год предполагает расширение крупными игроками доли низкобюджетного жилья при сокращении продаж в натуральном выражении на 15–20%. На сегодняшний день инвесторы оценивают перспективы акций застройщиков со значительной долей скепсиса.

Банковский сектор 2022, трлн руб.



Структура прибыли банковского сектора (трлн руб.)



Финансовый сектор

Несмотря на сильные потрясения, финансовый сектор выстоял. Процентные доходы входящих в него компаний по итогам 2022-го останутся на уровне прошлого года, а комиссионные превзойдут их. Убыток банковского сектора за январь-октябрь составил 400 млрд руб. Это обусловлено созданием резервов в размере 1,7 трлн руб. (этот объем выше, чем в 2020 году). Рисковый сценарий предполагает, что банкам может потребоваться докапитализация на 700 млрд руб.

Банк России планирует с нового года отменять послабления, связанные с переоценкой ценных бумаг и валютных обязательств кредитных организаций. При этом система сохранит устойчивость. В то же время повышение нагрузки на капитал вынудит банки ужесточить политику кредитования и инвестирования. Снижение ключевой ставки может стать одним из факторов перетока средств с депозитов на фондовый рынок, хотя эффект от этого будет не слишком выраженным.

Ситуация в банковском секторе будет зависеть от потребительского и промышленного спроса, уровня инфляции и инфляционных ожиданий, а также господдержки. Оптимистический сценарий предусматривает восстановление значительной части резервов, отсутствие повышения налоговой нагрузки.

Консервативный сценарий предусматривает сокращение объемов кредитования и инвестиций в корпоративные бумаги на фоне давления на капитал. При этом докапитализация лишь покроет текущие потребности, но не даст возможности существенно нарастить объемы кредитования. Не восстановится до уровней прошлого года и спрос на заемные средства. Ставки для розничных и корпоративных клиентов в 2023-м могут снизиться меньше, чем ключевая, из-за повышенной премии за риск.

У инвесторов, вероятнее всего, будут пользоваться спросом лишь акции Сбербанка. Лидер отечественного банковского сектора раскрывает некоторые финансовые результаты, демонстрируя рост активов и объема средств клиентов. Для миноритарных владельцев бумаг TCS и Qiwi существуют связанные с иностранной структурой их собственности риски. Это будет сдерживать интерес к этим акциям со стороны крупных игроков.

ИТ-сектор

Ландшафт российского ИТ-рынка кардинально изменился. С него ушли практически все иностранные игроки, из-за чего в некоторых сегментах возник дефицит оборудования и программного обеспечения. Рынок импортозамещения в ИТ-индустрии оценивается в 200–300 млрд руб. в год, притом что потребности выше. Сказывается недостаток ресурсов и возможностей. Вместо сокращения бюджетов в непростые времена потребителям приходится их увеличивать.

Акции Positive Technologies, одного из ведущих поставщиков решений в области информационной безопасности, среди лидеров роста в 2022 году. Выручка компании за третий квартал превысила результат за все первое полугодие. Компания успешно провела SPO на сумму около 1 млрд руб. Котировки других публичных компаний, несмотря на перспективы сектора, демонстрируют худшую динамику. Бумаги Яндекса с начала года потеряли более 55%, котировки VK просели примерно на 45%.

Сектор переживает значительную трансформацию. С одной стороны, в индустрии есть определенные ниши, развитие



Отраслевая часть

которых обеспечит рост дохода компаний. С другой – сектор столкнулся с небывалыми вызовами. Наиболее острые сложности компании испытывают с импортом оборудования и программного обеспечения. Еще один негативный момент – это отток специалистов. Под влиянием этих факторов лидеры индустрии понесли значительные убытки в первом полугодии. В последнее время заметно усилилось влияние государства на ИТ-компании. Это создает риски для миноритариев, поскольку в иностранной юрисдикции зарегистрированы не только ключевые акционеры, но и сами ИТ-корпорации, владеющие российским бизнесом. Вследствие сложившейся чрезвычайно непростой конъюнктуры индекс информационных технологий продемонстрировал наихудшую динамику среди всех отраслевых бенчмарков.

Потребительский сектор

Как правило, акции компаний потребительского сектора первыми восстанавливались после прохождения острой фазы кризиса. Однако в уходящем году этого не произошло. Основная причина – снижение инвестиционной активности. Крупные фонды сократили вложения, приток частных инвесторов оказался недостаточным, чтобы вытянуть котировки отрасли вверх. Ситуация в секторе неоднородна, но в целом относительно благополучна. Многие ретейлеры, в отличие от компаний других секторов, продолжают публиковать отчетность в прежнем формате. Лидеры продовольственного сегмента продемонстрировали двузначный рост выручки, не только на фоне увеличения среднего чека, но и за счет открытия новых магазинов. Рентабельность продаж удалось сохранить на уровне прошлого года. На этом фоне котировки продуктовых розничных сетей продемонстрировали меньшую просадку и лучшее восстановление. Сильные операционные и финансовые результаты представили Fix Price и Ozon, причем онлайн-маркетплейс вышел на положительную рентабельность по EBITDA, что поддержало его котировки. Аутсайдерами стали акции М.видео и Детского мира. Они почти перестали раскрывать операционные и финансовые

результаты. Акционеры сети магазинов товаров для детей приняли решение вернуть компании статус частной и объявили о выкупе бумаг у миноритариев. На мой взгляд, у потребительского сектора хорошие шансы на восстановление в будущем году. Компании сохраняют текущий уровень операционной рентабельности и не будут наращивать долговую нагрузку. Снижение инфляции положительно влияет на потребительский спрос и стоимость обслуживания долга. Наиболее благоприятные перспективы у Ozon и Fix Price. Мы ожидаем роста числа покупателей и увеличения среднего чека. Основной риск для миноритариев – иностранная структура собственности большинства игроков. В этой связи в сегменте продовольственного ретейла будет лидировать 100%-но отечественный Магнит.

Наши торговые идеи

Мы полагаем, что возможностей для долгосрочных инвестиций на российском рынке все еще не много. Стратегия «купи и держи» при реализации ряда сценариев может оказаться убыточной, поэтому в любом случае стоит отдать предпочтение активному управлению. В отсутствие фундаментальных ориентиров необходимо внимательно отслеживать новостной фон и анализировать техническую картину. Характер торговых операций должен предполагать горизонт удержания позиций в течение не более трех недель. Следует не допускать больших убытков в открытых позициях.

Рынок можно условно разделить на шесть сегментов

Дивидендный и доходный

К этой категории прежде всего относятся акции ФСК, Русгидро, Ростелекома, МТС. Вне зависимости от раскрытия этими эмитентами корпоративной информации можно с достаточной уверенностью рассчитывать на их благополучное финансовое положение. Все четыре компании входят в число системообразующих. Государство позволит им индексировать тарифы и будет регулировать их налоговую нагрузку таким образом, чтобы исключить экономические риски для этих эмитентов.

Можно рассчитывать на стабильный дивиденд (по госкомпаниям – до 50% от прибыли). Дивидендная доходность и темпы роста котировок могут оказаться не слишком высокими. Однако с большой вероятностью эти бумаги будут в плюсе в 2023 году.

Устойчивый

В этом списке преимущественно бумаги ведущих ИТ-компаний и ретейлеров – X5 Group, Ozon, Fix Price, Яндекса, VK, TCS, Магнита, а также МосБиржи. Их бизнесу ничего не угрожает, и даже в условиях ощутимого экономического спада они продемонстрируют рост прибыли. Единственный значимый риск для миноритариев связан с иностранной структурой владения многих из перечисленных эмитентов. Ужесточение условий для бизнеса иностранных компаний со стороны государства может сделать необходимым перенос структуры владения и управления в Россию (редомициляция). Однако миноритарии при смене юрисдикции окажутся ущемлены. На этом фоне котировки депозитарных расписок будут демонстрировать высокую волатильность. Но после устранения неопределенности относительно ведения бизнеса в России вероятен мощный отскок этих бумаг вверх.

Подвижный

Динамика котировок сырьевого сектора продолжит сильно зависеть от цен на экспортные товары, от геополитических факторов и налоговой политики государства. Риск-шансы инвестиций в бумаги Русала, ГМК Норникель, Роснефти, Полюса, Фосагро, Татнефти, ЛУКОЙЛа и других крупных экспортеров остаются высокими. Дивидендная доходность непрогнозируема. Раскрытие информации повысит прозрачность, но ориентироваться на долгосрочный потенциал роста стоит в меньшей степени. Наилучшей тактикой будут операции со среднесрочным горизонтом.

Спекулятивный

В этой группе состоят прежде всего голубые фишки: Сбербанк, Газпром, ВТБ, Сургутнефтегаз. Фундаментальные факторы



Отраслевая часть

для динамики их котировок второстепенны. Потенциальная публикация полной или частичной отчетности также не окажет существенного влияния на движения бумаг, а станет лишь поводом для непродолжительных спекуляций. Новостной фон будет определять динамику этих акций активнее, чем техническая картина. Бумаги перечисленных эмитентов стоит использовать преимущественно для кратко- и среднесрочных инвестиций. При этом необходимо строго ограничивать размер допустимого убытка от спекуляций.

Рисковый

Наибольшие риски в настоящее время, на наш взгляд, сконцентрированы в секторах строительства и черной металлургии. Раскрытие информации способно внести некоторую ясность в общую картину, но это не снимет внешние риски и не повысит инвестиционную привлекательность данных инструментов. Положительными драйверами для бумаг этих секторов при развитии оптимистичного сценария могут стать улучшение конъюнктуры рынков, снятие санкций, облегчение налоговой нагрузки.

Непрозрачный

Динамика акций стратегических компаний, контролируемых государством (Аэрофлота, Транснефти, ВСМПО, КАМАЗа) практически непрогнозируема. Не исключено, что со временем некоторые из них станут непубличными, причем миноритариям, возможно, не стоит рассчитывать на щедрую компенсацию. Новостной фон вокруг упомянутых корпораций скуден, а ликвидность относительно низка. Частным инвесторам стоит избегать долгосрочных вложений в эти бумаги вплоть до существенного улучшения геополитической обстановки и снятия санкций.



Рынок Узбекистана в 2022 году (индекс EqRe Blue)

Важные новости в одной инфографике



Рынок Узбекистана. Итоги года

В водовороте событий

2022-й стал сложным годом для EqRe Blue, который до октября в целом стабильно двигался в даунтренде, пробив вниз 1700 пунктов. Однако ряд принятых органами власти мер позволяет надеяться на постепенное восстановление в 2023-м

В **январе** значимым событием для фондовых площадок Узбекистана стало постановление президента Шавката Мирзиёева «О дополнительных мерах по внедрению эффективных механизмов поддержки рынка капитала». В соответствии с этим документом частные инвесторы освобождаются от налога на дивиденды, а для юрлиц-нерезидентов он снижается с 10% до 5%. В том же месяце начал действовать еще один правовой акт, уменьшивший фискальную нагрузку на юрлиц. В частности, с 2% до 1,5% были снижены ставки налога на имущество компаний, а выплаты в бюджет по незавершенным в нормативный срок объектам строительства сократились с 4% до 3%. Среди важных M&A-событий отметим приобретение Узметкомбинатом 51% в капитале завода по выпуску арматуры Li Da Metal Technology производственной мощностью 200

тыс. тонн в год. Эта сделка позволила эмитенту увеличить свои объемы выпуска на 20%. 86,92%-я госдоля в крупнейшем цементном заводе Узбекистана Кизилкумцемент была продана кипрскому холдингу United Cement Group (UCG) за 1,89 трлн сумов, или \$175 млн.

С **февраля** локальные розничные, а также иностранные инвесторы получили возможность приобретать государственные ценные бумаги. В том же месяце было принято решение вдвое снизить пошлину на ввоз иномарок до конца 2022-го, но уже в 2023-м ее размер вернется к прежним значениям, хотя будет уменьшен дополнительный коэффициент.

В **апреле** было проведено дробление акций Узметкомбината в пропорции 1 к 11. В первый день после сплита торги стартовали по цене на 10,86% выше стоимости предыдущего закрытия.



Искандар Шералиев,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 30.12.2021	Значение на 09.12.2022	Изменение, %
EqRe Blue	2364	1732	-26,73%
KVTS	4171	3300	-20,88%
QZSM	6500	3409	-47,55%
SQBN	13,00	10,69	-17,77%
URTS	25500	19998	-21,58%
UZMK	9686	7799	-19,48%
KSCM	610000	245010	-59,83%
HMKB	43,00	90	109,30%
IPTB	1,42	0,79	-44,37%
UIRM	14000	7000	-50,00%

Динамика USD/UZS, 1 год



Рынок Узбекистана. Итоги года

В водовороте событий

Проведенные в **мае** законодательные реформы по регулированию движения криптоактивов обязали майнеров регистрироваться в качестве юрлиц и оплачивать электроэнергию по повышенным тарифам. Контролирует выполнение этих требований Национальное агентство по перспективным проектам (НАПП).

В **июне** были либерализованы цены на зерно, после чего общая закупочная стоимость увеличилась с 1,55 млн до 3 млн сумов. Фермеры получили возможность продавать продукцию через товарную биржу без комиссий. Также в первый месяц лета крупнейший производитель электроники в Центральной Азии Artel Electronics разместил три выпуска облигаций с доходностью более 21% (дюрация: 365 дней), 21,5% (дюрация: 543 дня с досрочными погашением 30% выпуска после 12 и 15 месяцев) и 22,5% (дюрация: 543 дня).

В **июле** на регулярных электронных аукционах Узбекской республиканской валютной биржи (УзРВБ) впервые были проданы двухлетние госбонды с привязкой к инфляции на сумму 111 млрд сумов (\$10 млн). Купонный платеж данных облигаций рассчитывается по формуле «индекс потребительских цен плюс 6%». Таким образом, был создан первый бенчмарк для суверенных флоутеров. В том же месяце были повышены тарифы для юрлиц на электроэнергию и природный газ. В частности, ставки для АГМК, НГМК и бюджетных организаций были подняты вдвое. Данное решение было принято в русле планов по либерализации цен на энергоресурсы к 2026 году. В **августе** компания USG, фактически владеющая Кувасайцементом и Бекабадцементом, привлекла \$100 млн долга под залог всех активов данных заводов. После заключения сделки были объявлены выкупы акций предприятий по рыночным ценам.

В **сентябре** Георгий Паресишвили занял должность председателя правления Республиканской фондовой биржи

Тошкент. Ранее предприниматель возглавлял Грузинскую фондовую биржу и занимал пост председателя наблюдательного совета Центрального депозитария ценных бумаг Грузии. Благодаря изменениям в нормативных актах, регулирующих операции на фондовом рынке, в октябре на УзРВБ была зарегистрирована первая покупка государственных ценных бумаг иностранным юрлицом. Сделка была заключена через дилера – члена биржи. Еще одним важным событием второго месяца осени стало pre-IPO телекоммуникационного финтех-стартапа Numans. Компания разместила 50 тыс. конвертируемых привилегированных акций на \$5 млн сроком обращения три года с фиксированной дивидендной доходностью 25% от первоначальной стоимости. Компания будет дважды в год выплачивать по 125 тыс. сумов на бумагу. Также в октябре OTP Bank после годового молчания вернулся к рассмотрению вопроса о покупке доли правительства в капитале Ипотека-банка.

В **ноябре** на УзРВБ были запущены первые торги валютными фьючерсными контрактами. Сделки были заключены при участии Асакабанка и Кишлок курилиш банка. В последнем месяце осени НАПП утвердило порядок выпуска и обращения криптоактивов в Узбекистане. Так, эмитировать токены имеют право лишь юрлица и индивидуальные предприниматели – резиденты Узбекистана. При этом физлица могут выпускать только невзаимозаменяемые токены (NFT). Кроме того, были открыты первые официальные криптомагазины: Crypto Trade NET и Crypto Market с уставным капиталом в \$9 тыс. и \$180 тыс. соответственно. Также в конце ноября началась подача заявок на IPO крупнейшего автопроизводителя в СНГ UzAuto Motors. Компания предлагает к покупке до 5% акций с ценовым диапазоном \$6,47-7,28. Наш таргет по бумаге – \$8,09. Компания обязуется выплачивать в виде дивидендов 30% чистой прибыли. Объем размещения может составить до \$109 млн.



Рынок Узбекистана в 2023 году

В русле мировых трендов

Основные тенденции следующего года:

1. Поддержка рынка недвижимости. Одним из самых больших и быстрорастущих секторов экономики в Узбекистане является строительный. Благодаря субсидируемым ипотечным кредитам и повышению уровня урбанизации рынок недвижимости в стране демонстрирует бурный рост в течение последних нескольких лет. Например, к сентябрю 2022-го продажи жилья выросли на 8,5% в сравнении с началом года. Мы ожидаем продолжения этого тренда в 2023-м. Во многом это будет обеспечено за счет секьюритизации ипотечных займов, расширения государственных стимулов в виде снижения налогов для застройщиков и выделения субсидий на покупку нового жилья.

2. Первые шаги в сторону зеленой экономики. Одна из главных задач Узбекистана – ускоренный переход от традиционных источников энергии к возобновляемым. Согласно стратегии развития в 2022–2026 годах, к концу этого периода 25% потребляемой электроэнергии в стране будет обе-

спечиваться за счет экологически чистых источников. Как следствие, значительная часть иностранных инвестиций направляется именно в этот сектор. С 1 июня 2023 года будет внедрена система «зеленых сертификатов», подтверждающая производство продукции с использованием экологически чистых технологий.

3. Вывод на биржу государственных компаний. В августе текущего года кабмин Республики Узбекистан утвердил сроки проведения IPO и SPO госорганизаций в 2022-2023-м. Согласно постановлению, в следующем году нас ожидает около 15 первичных и вторичных размещений, включая Uzbekistan Airways, Узтрансгаз, Кишлок курилиш банк, Узбекнефтегаз, Узметкомбинат, Узбектелеком.

4. Продолжение социально-экономических реформ. Будут приняты дальнейшие меры для защиты частной собственности, формирования постоянных источников дохода граждан и улучшения качества судебной системы. Основная цель данных изменений – рост благосостояния населения и

формирование комфортного ландшафта для привлечения инвестиций. В частности, с 1 января 2023 года ставка НДС будет снижена с текущих 15% до 12%, что окажет благоприятное влияние на частное предпринимательство. Также будут реализованы капитальные проекты на сумму \$17,34 млрд, из которых \$7,06 млрд будут привлечены за счет прямых иностранных инвестиций.

5. Либерализация рынка капитала. Минфин Узбекистана совместно с Департаментом торговли США разрабатывают проект закона «О рынке капитала», который будет принят в следующем году. Данный нормативный акт направлен на популяризацию биржевой торговли в стране, защиту прав иностранных и местных инвесторов. В частности, новый закон обяжет компании, торгующиеся на РФБ Тошкент, отчитываться о движении денежных средств, повысит прозрачность финансовых отчетов, а также позволит фондовой площадке расширить перечень биржевых инструментов.

Тимур Норматов,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Рынок Германии в 2022 году (индекс DAX)

Важные новости в одной инфографике



Рынок Германии. Итоги года

У любой проблемы есть решение!

После успехов 2021 года, когда DAX обновил исторические максимумы на фоне постпандемийного восстановления глобальной экономики, основными вызовами 2022-го стали рекордная за много лет инфляция, которая привела к ужесточению монетарных условий мировыми регуляторами, а также энергетический кризис в Европе

Первый квартал 2022-го сразу обозначил негативный тренд, в котором немецкий рынок двигался значительную часть года. Впрочем, инвесторам это стало ясно лишь спустя какое-то время. Когда в январе индекс традиционно скорректировался на вполне приемлемые 2,6%, многим казалось, что это всего лишь очередная волна снижения в рамках восходящего тренда. Однако в конце февраля началась эскалация конфликта между Россией и Украиной, о чем ряд аналитиков предупреждали за несколько месяцев, но рынки, судя по реакции, все равно не верили в это. В итоге была запущена цепная реакция событий, которые привели к весьма существенному повышению цен на энергоносители, что, в свою очередь, подстегнуло и так уже значительную на тот момент инфляцию. Кроме того, начался затяжной цикл ослабления евро, в том числе на фоне перетока капитала в долларские активы. Все эти факторы привели к достаточно агрессивным действиям по ужесточению монетарных условий в Европе и в мире в целом, что транслировалось в снижение котировок акций, в том числе на фоне ожидаемого снижения покупательной способности потребителей из-за инфляции и ухудшения бизнес-климата. В результате DAX обновил минимумы с ноября 2020 года, по итогам квартала потеряв 9,3%, а инфляция в марте разоглась до рекордных с 1981 года 7,6%.

Во втором квартале и далее летом ситуация продолжала ухудшаться. Хотя рынки немного стабилизировались, многие инвесторы оказались не готовы к значительному ускорению роста цен, с которыми пришлось столкнуться европейской экономике. В конце июля ЕЦБ был вынужден запустить цикл

повышения ставки впервые с 2011-го. После трех подъемов к началу декабря она достигла 2% при инфляции в еврозоне на уровне 10% в ноябре. Конкретно в Германии ИЦП продолжал повышаться до октября, достигнув 10,4% и лишь немного снизившись в последнем месяце осени. Еще одним важным событием лета стал разразившийся энергетический кризис. На фоне роста газовых котировок рынки следили за спасением главного немецкого импортера голубого топлива Uniper, акции которого за год упали почти в десять раз. Кроме того, было зафиксировано ухудшение бизнес-настроений в Германии: общий индекс деловой активности (PMI) обвалился с 55,6 пункта в феврале до 45,7 в сентябре.

Осенью ситуация стабилизировалась. Если к концу лета DAX терял 19,2% к уровням начала года, то затем индексу удалось отыграть значительную часть потерь: по итогам октября-ноября рынок вырос на 9% после того, как рост цен начал замедляться в США, а затем и в Европе. Подобная динамика инфляции позитивно отразилась на ожиданиях в отношении проводимой монетарной политики, а также на движении евро, который после четырех месяцев падения показал значительное восстановление к концу ноября. Небольшой политический кризис в Великобритании, а также вывод из строя Северных потоков уже не оказали значительного влияния на немецкий индекс широкого рынка, в том числе потому, что цены на природный газ начали резко снижаться с конца августа и вернулись к уровням декабря 2021 года. В итоге октябрь 2022-го стал для DAX лучшим месяцем почти за два года.

Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2023 года

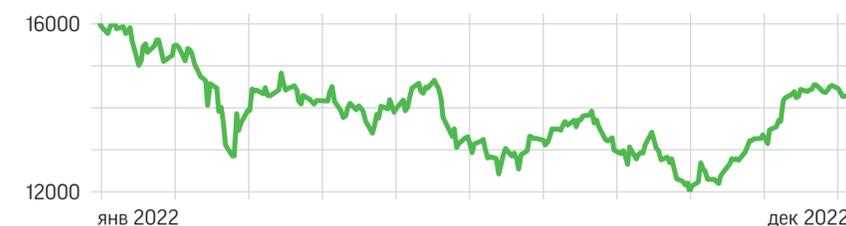
23 декабря 2022

ffin.global

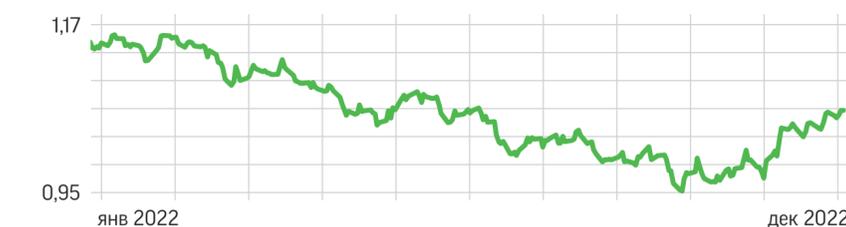
Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 30.12.2021	Значение на 09.12.2022	Изменение, %
DAX INDEX	15 884,86	14 289,97	-10,0%
LHA GR Equity	6,18	7,71	24,7%
RWE GR Equity	35,72	42,18	18,1%
CBK GR Equity	6,69	7,89	17,9%
BEI GR Equity	90,38	106,65	18,0%
DTE GR Equity	16,30	19,25	18,1%
MUV2 GR Equity	260,50	306,50	17,7%
DB1 GR Equity	147,10	172,05	17,0%
MTX GR Equity	179,40	203,90	13,7%
BAYN GR Equity	47,00	52,50	11,7%
HNR1 GR Equity	167,15	186,60	11,6%
BMW3 GR Equity	73,30	79,30	8,2%
BOSS GR Equity	53,50	52,68	-1,5%
ALV GR Equity	207,65	203,95	-1,8%

Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Рынок Германии в 2023 году

С новыми поводами для оптимизма

Основные тренды следующего года:

1. Борьба с инфляцией. Уже второй год подряд основным глобальным вызовом для большинства экономик мира, включая Германию, выступают повышенные темпы роста цен. Корни текущей проблемы уходят в 2020-2021-й, когда начались существенные перебои в цепочках поставок, а на рынок вследствие мягкой монетарной политики, проводившейся во время пандемии, поступило большее количество ликвидности. В 2022-м дополнительными драйверами роста цен стали структурные изменения на энергетическом и продовольственном рынках. Однако затем для сдерживания инфляции ЕЦБ стал планомерно ужесточать монетарные условия и, скорее всего, продолжит повышать ставку в первом квартале 2023 года. Кроме того, цены на энергоносители также постепенно нормализуются: к декабрю они откатились до уровней начала 2022-го. В сочетании с проводимой ДКП это, скорее всего, позволит увести инфляцию ниже 6%. Впрочем, на это может потребоваться определенное время. В частности, согласно ожиданиям Еврокомиссии, ИПЦ в еврозоне в 2023 году составит 6,1%. Тем не менее вероятность того, что инфляционный пик был пройден осенью 2022-го, достаточно велика.

2. Продолжение ужесточения монетарной политики. ЕЦБ в уходящем году поднял ставку впервые с 2011 года. На декабрьском заседании ставка была увеличена на 50 б.п., и эксперты прогнозируют еще как минимум одно ее повышение в будущем году. В то же время некоторые представители регулятора уже высказывались за замедление ужесточения ДКП в 2023-м. Вместе с тем в следующем году ЕЦБ намерен провести полномасштабное количественное ужесточение. Это означает, что в ближайшие несколько месяцев инвесторам нужно тщательно следить за динамикой инфляции, поскольку от этого будут зависеть решения

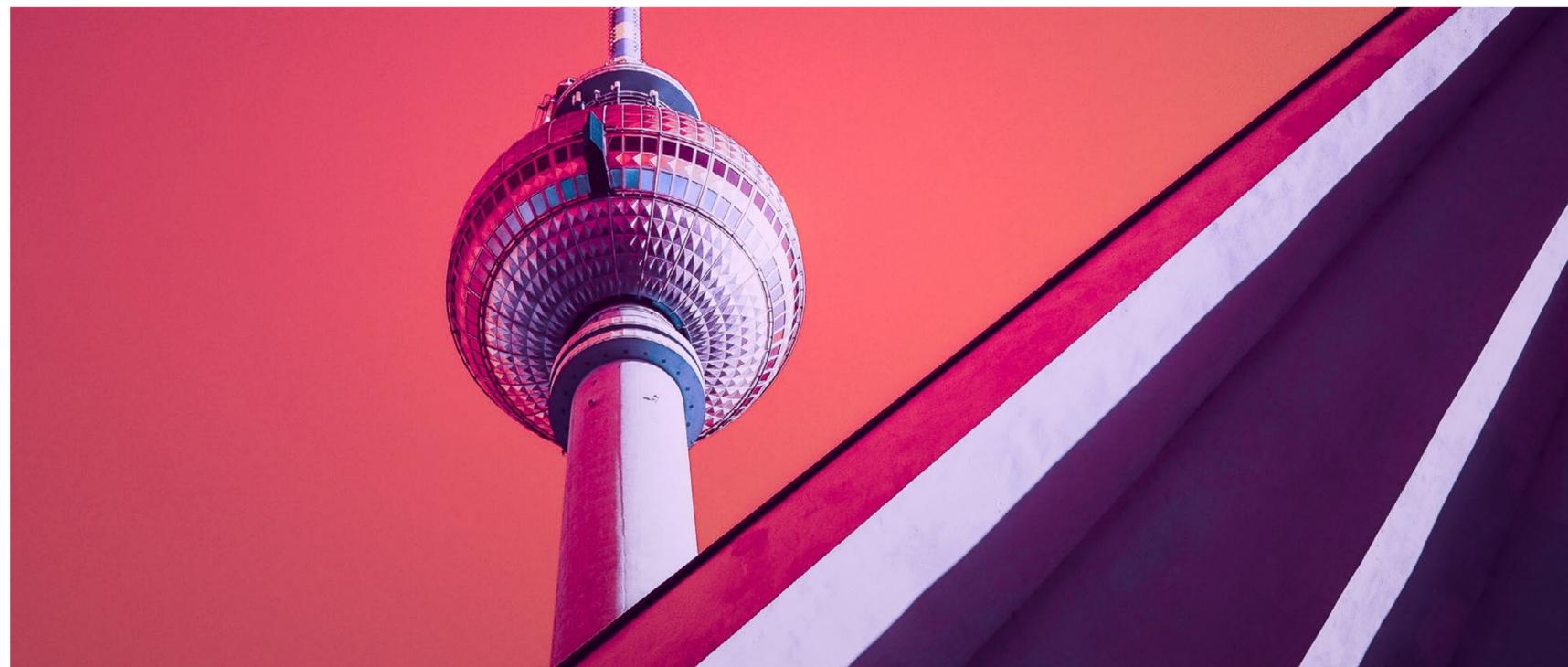
монетарных властей и, как следствие, динамика котировок широкого рынка.

3. Возможность рецессии. Еврокомиссия ожидает, что в 2023 году ВВП Германии снизится на 0,6% из-за ее высокой энергетической зависимости от РФ. Исследовательский институт Ifo прогнозирует спад экономики на 0,3% с последующим ростом на 1,8% в 2024 году. Текущие оценки выглядят пессимистичными по большей части из-за инфляции, которая вынуждает финрегулятор ужесточать монетарные условия.

4. Укрепление евро. С точки зрения классической экономической теории повышение ставок ЕЦБ должно позитивно повлиять на европейскую валюту. Однако Штаты сейчас тоже ужесточают монетарные условия, что может оказать давление на евро. В частности, доллар США занимал более

сильные позиции в 2022-м по сравнению с другими резервными валютами, поскольку традиционно рассматривается инвесторами как защитный актив. Следовательно, в случае дальнейшей нормализации ситуации на рынках можно ожидать масштабного восстановления курса евро в 2023 году.

5. Урегулирование энергетического кризиса. Поскольку Германия пострадала от него сильнее других европейских стран, правительство для решения этой проблемы намерено нарастить объем новых займов в 2023-м до 45,6 млрд евро против прежнего плана в размере 17,2 млрд евро. Кроме того, до апреля 2024-го будет потрачено 99 млрд евро, чтобы зафиксировать тарифы для частных лиц и бизнеса на электричество и газ и не допустить их роста. Эти меры могут помочь в борьбе с инфляцией и поддержать потребительский спрос.



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global



Итоги рынка IPO 2022 года

Лучше меньше, да лучше

Несмотря на неоднозначную конъюнктуру, некоторым из разместившихся в последние пару лет компаний удалось продемонстрировать уверенный отскок котировок

Ситуация на рынке IPO и причины его невысокой активности в 2022 году

В условиях рекордно низких ставок вышедшие на IPO за предыдущие два года компании показали значительный рост, но уже в ноябре 2021-го рынок развернулся вниз, и это движение в дальнейшем усилилось за счет резкого ускорения инфляции и повышения ставок ФРС. В результате развилась глубокая и масштабная коррекция, сопровождаемая высокой волатильностью.

В 2022 году инфляция продолжила разгоняться, а участники рынка делали все более решительные прогнозы относительно интенсивности ужесточения монетарной политики ФРС и целевого диапазона ключевой ставки. На этом фоне доходность 10-летних казначейских облигаций США выросла с 1,3% в декабре 2021-го до 3,46% том же месяце уходящего года. В свою очередь, котировки ЗПИФ Фонд первичных размещений с ноября прошлого года по 5 декабря текущего упали на 61,21% при снижении Nasdaq на 30%.

В условиях повышения ставок оценки компаний, планировавших размещение на бирже, снижались. Особенно сильно эта тенденция проявилась у быстрорастущих эмитентов, которые занимают наибольшую долю на рынке IPO. В этой связи многие компании отказались от запланированных первичных размещений, и их число в 2022 году стало минимальным последние 25 лет (исключение составил лишь кризисный 2008-й).

Котировки эмитентов, которые все же решились выйти на IPO, демонстрировали глубокое снижение на фоне ужесточения денежно-кредитной политики. В 2020-2022 годах компании, как правило, получали статус публичных, будучи стартапами, поэтому в прибыль выходили через довольно

продолжительное время после биржевого дебюта. Лишь 15% компаний, разместивших свои акции на открытом рынке в 2020 году, показали чистую прибыль в первом квартале после IPO. (Для сравнения: с 1995 года эта доля составила 43%.) Тем не менее рекордно низкие ставки в предыдущие годы позволяли инвесторам считать приоритетным долгосрочный потенциал роста эмитентов. Части молодых компаний все же удалось продемонстрировать устойчивость, увеличив выручку и маржинальность, невзирая на неблагоприятную макроэкономическую конъюнктуру.

- После публикации отчетности за второй квартал, в которой собственный прогноз EPS на 2023 финансовый год оказался в диапазоне $-\$0,28-0,35$ при общерыночном консенсусе на уровне $-\$0,23$, акции **MongoDB (MDB)** упали на 25%. Однако за третий квартал компания сумела сгенерировать EPS в размере $\$0,23$ против ожидавшихся $-\$0,17$. Это позволило менеджменту улучшить прогноз прибыли на акцию на 2023 финансовый год до $\$0,29-0,31$, притом что консенсус закладывает этот показатель на отметке $-\$0,31$.
- Котировки **ShockWave Medical (SWAV)** от минимумов, достигнутых в мае, прибавили более 95% благодаря повышению выручки (компания дважды улучшила годовой прогноз показателя).
- Акции **Array Technologies (ARRY)** оттолкнулись от минимальных отметок мая и выросли на 230%. Поддержку этим бумагам оказало принятие в США закона о декарбонизации экономики. Прогноз в отношении выручки и прибыли на акцию, который компания дала в последнем отчетном квартале, оказался выше средних ожиданий рынка.

Ерлан Абдикаримов,
директор департамента финансового
анализа Freedom Broker



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

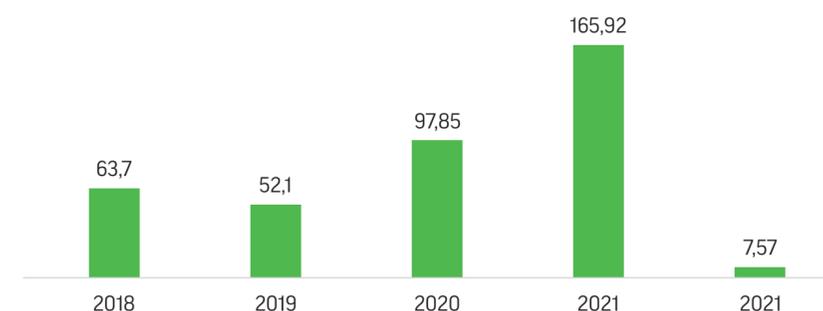
Изменения индекса NDX за 1 год



Изменения 10-леток США за 1 год (%)



Привлеченный капитал по годам, млрд USD



Перспективы рынка IPO в 2023 году

В ожидании окна возможностей

Активизации рынка IPO в 2023 году будут способствовать замедление инфляции и темпов повышения ставок ФРС

Условия восстановления рынка IPO и примеры возвращения интереса инвесторов к размещениям

Предположительно, в 2023 году рынок IPO будет постепенно восстанавливаться по мере замедления ужесточения денежно-кредитной политики ФРС и снижения инфляции. Подобный тренд с сентября уже прослеживается на бирже Гонконга: Народный банк Китая перешел к смягчению своей политики, что позволяет эмитентам с успехом проводить размещение своих акций. Например, производитель компьютерных комплектующих Hygon Information Technology привлек на IPO 10,8 млрд юаней, а спрос на его акции превысил предложение в 2000 раз.

Многие из ранее отложивших выход на биржу компаний уже подали заявки на размещение в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) и ждут их одобрения. Позитивный эффект переноса сроков размещения для ряда эмитентов состоит в том, что они получили дополнительную возможность усовершенствовать свои бизнес-модели для улучшения финансовых показателей.

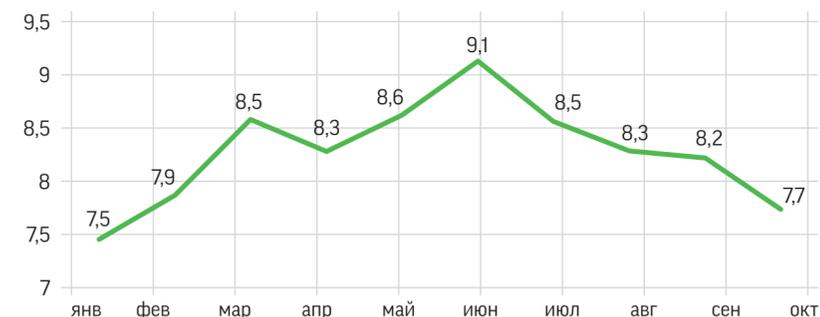
Мы видим два главных условия восстановления рынка IPO. Во-первых, необходим сильный тренд на снижение инфляции, поскольку призванное ее обуздать повышение ставки ФРС негативно влияет на оценку активно растущих компаний из-за давления на их будущие дисконтированные денежные поступления. Если доходность долгосрочных облигаций начнет падать, а Федрезерв уменьшит интенсивность ужесточения ДКП, переток капитала из акций «роста» в акции «стоимости» завершится. Во-вторых, для открытия окна возможностей на рынке IPO нужно снижение «индекса страха» VIX под отметку 20, поскольку в условиях высокой волатильности компании и андеррайтеры испытывают трудности с определением справедливой стоимости, при которой размещаемые акции будут интересны инвесторам и удастся привлечь необхо-

димый объем капитала, поэтому выход на открытый рынок приходится откладывать.

Данные инфляции в США за октябрь оказались ниже ожиданий, это ослабило давление на акции «роста» и способствовало пересмотру вниз прогнозов в отношении темпов повышения ставок ФРС. Рынок продолжает ждать отложенных в уходящем году IPO таких крупных компаний, как Stripe, Databricks и Plaid.

- **Stripe** – один из быстрорастущих представителей финтеха, оцененный в \$74 млрд. Продукты Stripe представлены более чем в 120 странах, среди ее клиентов Zapier, Slack, Google, Instacart, Amazon и Shopify
- **Databricks** – оцененный в \$38 млрд разработчик ПО для быстрой обработки больших данных и подготовки их к анализу
- **Plaid** – компания, предлагающая эффективный способ упрощения денежных переводов и платежей через привязку банковского счета к различным приложениям. В 2021 году эмитента оценили в \$13,4 млрд.

Инфляция США в 2022 году по месяцам, %



Изменения индекса IPO за 1 год, пункты





Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционные
перспективы 2023 года

23 декабря 2022

ffin.global

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев
capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов
vadim.merkulov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина
prglobal@ffin.kz

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

+7 7172 727 555, info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

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

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