

Инвестиционный обзор



№245
28 апреля 2022

Фондовый рынок США:

Не время рисковать

Квартальные результаты почти 80% компаний из состава S&P 500 превысили ожидания рынка. Однако биржевые индексы не реагируют на позитив ростом, сигнализируя о слабом аппетите к риску

Российский рынок: Шансы на весенний рост сохраняются

Рынок Казахстана: KASE в поисках дна

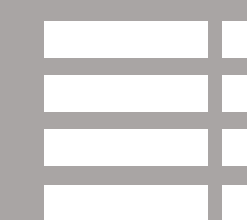
Рынок Узбекистана: Продолжение ралли на металлургических драйверах

Рынок Германии: Медленное снижение

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Содержание

Рынок США. Не время рисковать.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Собираем новые портфели.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 25 апреля.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-10
Текущие рекомендации по акциям.....	11
Инвестиционная идея. Arch Resources. Энергия нужна всем!.....	12-13
Оptionная идея. BULL PUT SPREAD ON CPER.....	14
Обзор венчурных инвестиций.....	15
Кто идет на IPO. Steinway Musical Instruments. Инвестируем в вечные ценности.....	16
Российский рынок. Шансы на весенний рост сохраняются.....	17-19
Инвестиционная идея. TCS. Путь вверх.....	20-21
Рынок Казахстана. KASE в поисках дна.....	22-23
Инвестиционная идея. Kaspi.kz. Время разделить успех с акционерами.....	24
Рынок Узбекистана. Продолжение ралли на металлургических драйверах.....	25-26
Инвестиционная идея. Узметкомбинат. Флагман черной металлургии.....	27
Рынок Германии. Медленное снижение.....	28-29
Среднесрочная идея. Infineon Technologies AG. Новые горизонты.....	30
Новости ИК «Фридом Финанс».....	31
Контакты.....	32



Фондовый рынок США

Не время рисковать

Квартальные результаты почти 80% компаний из состава S&P 500 превысили ожидания рынка. Однако биржевые индексы не реагируют на позитив ростом, сигнализируя о слабом аппетите к риску

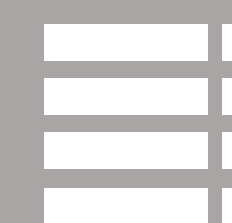
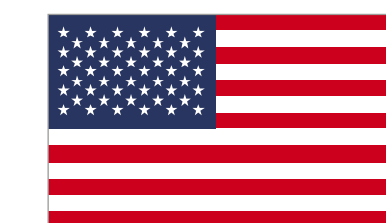


Новости одной строкой:

- 12.04.2022** Инфляция за исключением волатильных компонентов в марте замедлилась с 0,5% до 0,3% м/м
- 13.04.2022** Сезон отчетов за первый квартал начался с публикации результатов крупнейших банков США
- 14.04.2022** Рост розничных продаж исключая автомобильное топливо в марте составил 0,16% м/м при ожиданиях на уровне 0,9%
- 18.04.2022** Цена на газ в США впервые с 2008 года достигла \$8 за миллион британских термальных единиц

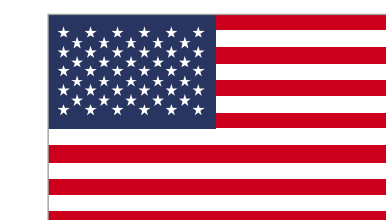
По состоянию на 22.04.2022

Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	-2,16%	-5,34%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-2,69%	-8,28%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-1,03%	-2,29%
UUP	Доллар	0,89%	2,92%
FXE	Евро	-0,62%	-2,54%
XLF	Финансовый сектор	-2,37%	-8,32%
XLE	Энергетический сектор	-9,06%	-6,44%
XLI	Промышленный сектор	-1,16%	-5,10%
XLK	Технологический сектор	-1,28%	-8,21%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-2,56%	1,32%
XLV	Сектор здравоохранения	-1,85%	-1,25%
SLV	Серебро	-8,55%	-7,03%
GLD	Золото	-4,10%	-2,92%
UNG	Газ	-10,73%	24,27%
USO	Нефть	-7,16%	-7,54%
VXX	Индекс страха	-2,02%	-1,59%
EWJ	Япония	-0,76%	-8,73%
EWU	Великобритания	-4,01%	-3,78%
EWG	Германия	-0,74%	-4,95%
EWQ	Франция	-1,02%	-2,67%
EWI	Италия	-2,89%	-2,82%
GREK	Греция	-0,88%	4,46%
EEM	Страны БРИК	-4,56%	-6,61%
EWZ	Бразилия	-9,07%	-9,55%
RSX	Россия	0,00%	0,00%
INDA	Индия	-1,07%	-0,11%
FXI	Китай	-6,92%	-9,15%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (12.04.2022 – 21.04.2022)



12.04.2022

ИПЦ без учета волатильных компонентов за март повысился на 0,3% после 0,5% в феврале. Рост показателя год к году составил 6,5% при консенсусе 6,6% и февральском темпе 6,4%



14.04.2022

Розничные продажи без учета автомобильного топлива за март поднялись на 0,16% г/г после февральского снижения на 0,11%, однако заметно недотянули до консенсуса, предполагавшего рост на 0,9%



19.04.2022

Результаты Netflix за первый квартал и прогноз на второй вызвали падение акций компании на 35%. Аудитория стримингового сервиса неожиданно сократилась на 200 тыс., тогда как консенсус предполагал ее расширение на 2,73 млн



13.04.2022

На 25 апреля отчетность за первый квартал представили 99 компаний из индекса S&P 500, отразив в ней средний рост выручки 11,1% при повышении прибыли на 6,6%



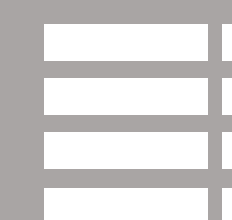
18.04.2022

Природный газ в США подорожал до \$8 за миллион британских термальных единиц впервые за 14 лет. Драйвером роста цены стали риски прекращения поставок из РФ в Европу на фоне требований оплаты в рублях



21.04.2022

GAP Inc. объявила об отставке главы бренда Old Navy Нэнси Грин, а также о снижении прогнозов выручки за первый квартал. На этих новостях акции компании потеряли 18% за один день



Самое главное

Собираем новые портфели

Основные индексы находятся вблизи февральских и мартовских минимумов или даже обновляют их. Индекс волатильности снова поднялся выше 30 пунктов. Аналитики и журналисты пытаются объяснить причины падения на фондовых площадках. Так сложилась ситуация для инвесторов в последнюю неделю апреля.

Среди причин текущей коррекции локдаун в Китае, пересмотр экономистами ориентиров спроса и уверенности потребителей США, а также изменения позитивных прогнозов менеджмента до конца текущего года. В такие моменты инвесторы начинают внимательно изучать свои портфели, чтобы оценить убытки и пересмотреть состав активов.

Оптимальный вариант на случай рыночной неопределенности – подготовиться к такой ситуации заранее. Помните, в конце прошлого года мы советовали аллоцировать значительную часть портфеля в акции стоимости? Однако многие инвесторы продолжали делать ставку на технологические компании, хотя в первые четыре месяца 2022-го эта стратегия себя не оправдала. Но и для просчитавшихся игроков рынка есть решение – это инвестиционный план и диверсификация вложений.

В первую очередь нужно составить четкий инвестиционный план. На горизонте 9-12 месяцев ждать обновления исторических максимумов от технологических компаний не приходится. А вот через пять-семь лет это с высокой вероятностью произойдет. Следовательно, инвестору стоит определиться с долгосрочными задачами:

- сформулировать цели инвестирования
- задать условия вывода и ввода средств
- установить планируемую доходность (среднеисторический уровень для индекса S&P 500 за последние 90 лет составил +9,8%)
- решить, какая просадка и в течение какого периода будет для вас приемлемой

На базе этих решений можно сформировать инвестиционный портфель с понятным и конкретным планом и способностью

Тимур Турлов,
глава инвестиционного
комитета ИК «Фридом Финанс»



противодействовать высокой волатильности этого года. Важное условие успешного инвестпортфеля – оптимальная диверсификация. Именно за счет нее удастся минимизировать риски инвестиций и повышать их устойчивость к просадкам. Механизм диверсификации на растущем рынке достаточно прост: при снижении допустимого риска уменьшается ожидаемая доходность портфеля. Однако в периоды коррекции правильная диверсификация помогает не только получать доходность выше бенчмарка, например S&P 500, но оставаться в плюсе даже при серьезных просадках. При формировании портфелей советую инвесторам обратить внимание на энергетический, индустриальный, финансовый, сырьевой и технологический сектора, а также на бумаги производителей товаров первой необходимости и представителей индустрии здравоохранения. Лучше всего выбирать акции компаний, которые в отчетах за первый квартал оставили без изменений или даже улучшили прогнозы до конца года. На сегодня среди таких эмитентов Microsoft, Procter & Gamble, Intuit, Boston Beer, UnitedHealth. Вероятно, данный список будет пополняться по мере продвижения текущего сезона отчетности.

Опираясь на инвестиционный план и своевременно проведя диверсификацию вложений, инвестор будет в состоянии четко ответить на вопрос, что делать с падающими активами в портфеле. Стоит учитывать, что вышеописанный метод не универсален, но позволяет снизить риски при реализации широкого списка сценариев, в том числе при замедлении реального роста ВВП в мире, а также в ситуации устойчивого экономического роста и при снижении инфляции. Формирование позиций сейчас сможет позитивно сказаться на доходности долгосрочных инвестиций. Ведь опросы инвесторов, уровни леввереджа хедж-фондов, отдельные индикаторы инвестиционных домов (BofA Bull & Bear) и другие параметры оценки рыночных настроений сигнализируют о том, что фондовые площадки находятся в ситуации сильной перепроданности и страха. Однако признаков наступления рецессии в экономике за ближайшие 12 месяцев не просматривается.

Важные новости

Рост потребительской инфляции за исключением волатильных компонентов (продовольствие и топливо) в марте замедлился с февральских 0,5% до 0,3%, притом что консенсус не предполагал изменений. В соотношении год к году инфляция ускорилась до 6,5% против 6,4% в феврале, но оказалась ниже ожиданий на уровне 6,6%. ИПЦ с учетом волатильных компонентов повысился на 8,5% г/г и 1,2% м/м с 7,9% и 0,8% в феврале.

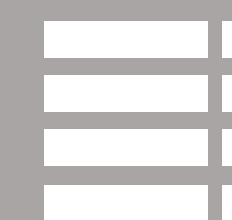
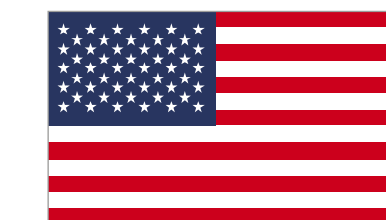
Крупнейший по размеру активов банк США JPMorgan Chase & Co. 13 апреля представил результаты за первый квартал, дав старт сезону отчетности в США. Из 99 компаний, входящих в индекс S&P 500, отчитавшихся на 25 апреля, 79% превзошли ожидания рынка. Однако фондовый рынок не отреагировал на эти данные ростом. С начала сезона отчетов S&P 500 потерял уже более 250 пунктов.

Объем розничных продаж в марте вырос на 0,5% м/м после 0,8% за февраль и при консенсусе 0,6%. Продажи за исключением автомобильного топлива увеличились на 0,16% при общерыночных ожиданиях на уровне 0,9%. В феврале снижение показателя составляло 0,11%.

Цена на природный газ в США 18 апреля впервые с 2008 года в моменте превысила \$8 за миллион британских термальных единиц в связи с рисками прекращения экспорта из России в ЕС. Запасы газа в американских хранилищах на 16,8% ниже среднего пятилетнего значения, а экспорт СПГ в 2022 году достиг исторических максимумов, что также поддерживает котировки. Однако в мае спрос на газ обычно падает до минимальных уровней в году.

Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4000-4400 пунктов



Актуальные тренды

Обзор на 25 апреля

Глобальная картина

За последние две недели S&P 500 потерял 5,06%. Перед очередным повышением ставки ФРС и ввиду усиления «ястребиной» риторики ЕЦБ, который планирует завершить выкуп бумаг с рынка в июле, ускорились распродажи американских гособлигаций. Так, доходность 10-летних трежерис США за рассматриваемый период поднялась на 18 б.п., до 2,80%, ставка для «двухлеток» выросла на 14 б.п., до 2,66%. Реальная доходность 10-летних TIPS в моменте вернулась на положительную территорию впервые с 2020 года, но затем вновь опустилась до отрицательных значений. Укрепление доллара и ужесточение ДКП оказывают дополнительное давление на высокорисковые активы. Инвесторы также принимают во внимание геополитические факторы и возможность продления карантинных ограничений в Китае на фоне всплеска заболеваемости COVID-19.

Сезон отчетности за первый квартал в самом разгаре. По состоянию на 25.04.2022 результаты представили 99 компаний из индекса S&P 500, 79% из которых сумели превзойти ожидания рынка. Выручка отчитавшихся эмитентов совокупно выросла на 11,1%, прибыль – на 6,6%. Данные показатели смогли превысить предварительные оценки аналитиков на 1,3% и 8,1% соответственно. Среди крупнейших компаний результаты лучше ожиданий за последние 15 дней представили American Airlines (AAL), American Express (AXP), FreePort-McMoran (FCX), Abbott (ABT) и Tesla (TSLA), EPS которых превысили прогнозы экспертов на 3,1%, 11,7%, 15,0%, 18,1% и 42,6% соответственно. United Airlines (UAL) и Snap (SNAP), напротив, недотянули до консенсуса ожиданий 0,6% и 28,6% соответственно. В ближайшие две недели в фокусе внимания инвесторов будут отчеты Amazon (AMZN), Exxon Mobil (XOM), Alphabet (GOOGL), Microsoft (MSFT), Pfizer (PFE), Airbnb (ABNB), релизы которых могут оказать заметное влияние на рыночные настроения.

Макроэкономическая статистика

Макроданные последних двух недель подтверждают сохранение инфляционного давления в США. Индекс потребительских цен за март ожидаемо вырос на 1,2% м/м и 8,5% г/г ввиду резкого

удорожания энергоносителей и продовольствия, однако базовая инфляция по итогам месяца, напротив, замедлилась. Индекс цен производителей вырос на 1,4% м/м и 11,2% г/г. Апрельский индекс деловой активности (PMI) в производственном секторе увеличился до 59,7 пункта (консенсус: 58,2), показатель для сферы услуг снизился до 54,7 пункта (консенсус: 58,0). Согласно данным Бежевой книги, с середины февраля по начало апреля экономика США росла умеренными темпами, хотя высокая инфляция и перебои в цепочках поставок остаются сдерживающими факторами. В то же время отмечаются признаки смягчения дисбаланса спроса и предложения на рынке труда, что может способствовать замедлению роста зарплат как фактора инфляции.

В течение следующих двух недель внимание рынка будет сосредоточено на предварительной оценке роста ВВП США за первый квартал, данных о доходах и расходах населения, деловой активности и динамике рынка труда.

Монетарная политика ФРС

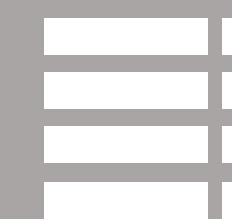
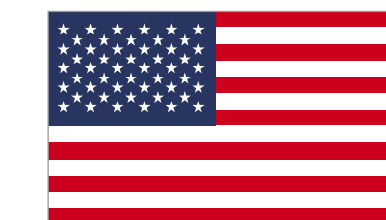
Некоторые представители финансового регулятора США выдвинули идею о повышении базовой ставки на 75 б.п. в целях замедления инфляции. Это стало бы самым значительным подъемом с 1994 года. Однако председатель Федерального резерва Джером Пауэлл в ходе выступления на весенней сессии МВФ подтвердил планы повышения на 50 б.п. в мае, хотя и считает уместным ускорение темпов нормализации ДКП. В то же время глава ФРБ Кливленда Лоретта Местер заявила, что не считает целесообразным пересмотр более чем на 50 б.п. за один раз и подчеркнула, что в изменении диапазона ставки следует применять постепенный и не слишком агрессивный подход, учитывающий ответную реакцию экономики.



Техническая картина

Попытка разворота движения индекса S&P 500 вверх, предпринятая им в течение прошлой недели, была нивелирована активными распродажами 25-26 апреля. В результате бенчмарк опустился ниже поддержки в районе 4300 пунктов. Индикаторы RSI и MACD подтверждают усиление «медвежьих» настроений. Накануне майского заседания ФРС и в случае отсутствия позитивных триггеров в краткосрочной перспективе индекс широкого рынка, вероятно, продолжит нисходящее движение и может протестировать мартовские минимумы.

Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

JPMORGAN CHASE & Co.

JPMorgan Chase & Co. (JPM) представил смешанные результаты за первый квартал 2022 года, в целом отразив общие тенденции банковского сектора. Динамика чистой прибыли, которая упала на 42% г/г и на 20,3% кв/кв, не оправдала ожиданий. Прибыль на акцию составила \$2,63 против консенсус-прогноза в \$2,72.

Основное негативное воздействие на прибыль оказало чистое увеличение резервов под возможные кредитные убытки в размере \$902 млн. При этом банк сохранил позитивную краткосрочную оценку текущих балансов и кредитоспособности как частных, так и корпоративных клиентов, поскольку доля невозвратных кредитов остается на исторически низких уровнях (0,54% от общего объема кредитов). Тем не менее JPM учитывает долгосрочные риски, связанные с геополитической неопределенностью, высокой инфляцией и дополнительной нагрузкой на цепочки поставок. Кроме того, вследствие переоценки портфеля облигаций, расширения спредов, увеличения колебаний цен на товарных рынках и уценки задолженности по деривативам контрагентов, связанных с Россией, банк понес дополнительный убыток в объеме \$524 млн. Ранее менеджмент оценивал потенциальные потери, связанные с экспозицией на российский рынок, в \$1 млрд в 2022 году.

Чистая выручка банка снизилась на 4,8% г/г, до \$30,72 млрд, хотя результат оказался несколько выше среднерыночных ожиданий. Чистый процентный доход продолжает демонстрировать медленный рост (+7,6% г/г) за счет притока средств на депозиты (+18%) и расширения кредитного портфеля (+5%). Однако, как и у Wells Fargo, объемы ипотечного кредитования JPM упали на 32% г/г на фоне повышения процентных ставок. Автокредитование демонстрирует слабый рост (+3% г/г) в связи со все еще недостаточным предложением автомобилей на рынке. И хотя потребительские расходы по дебетовым и кредитным картам устойчиво росли (+21% г/г), а остатки на кредитных картах увеличились на 11% г/г, текущие уровни по-прежнему ниже допандемийных. Выручка в сфере коммерческого банкинга (Commercial Banking) практически не продемонстрировала годового изменения, тогда как прибыль упала на 28% г/г.

Чистая процентная маржа по-прежнему находится на исторических минимумах (1,57% в начале 2022 года). Однако мы ожидаем постепенного улучшения показателя в последующих отчетных периодах за счет повышения процентных ставок и задействования объемов имеющейся ликвидности для расширения кредитного портфеля. Текущий прогноз банка по чистому процентному доходу в этом году, закладываемый показатель в объеме \$53 млрд, ниже результата за 2019 год на \$1 млрд.

Как и ожидалось, в условиях повышенной рыночной волатильности компании значительно снизили активность IPO и выпуска долговых обязательств. На этом фоне комиссионные доходы JPMorgan от андеррайтинга упали на 31% г/г. Несмотря на увеличение объема активов под управлением на 4%, до \$3 трлн, и органический рост комиссий, прибыль от деятельности по управлению активами (Asset & Wealth Management) сократилась на 20% г/г ввиду увеличения расходов и наращивания резервов. Чистая прибыль подразделения инвестиционного банкинга (Corporate & Investment Banking) снизилась на 25,9% г/г. В то же время, воспользовавшись усилением колебаний рыночных цен, трейдинговое подразделение банка превзошло ожидания аналитиков, увеличив доходы от торговли с акциями на 56,3% кв/кв и поступления от операций с инструментами с фиксированной доходностью на 70% кв/кв. Это стало единоразовым импульсом для динамики доходов.

Менеджмент одобрил новую программу обратного выкупа акций на текущий год в объеме \$30 млрд. Эта программа должна быть запущена с мая. Однако поскольку уровень достаточности базового капитала (CET-1) в начале года снизился с 13,7% до 11,9% в связи с увеличением взвешенных на риск активов, стремление JPM к повышению показателя может замедлить темпы выкупа, если этому не поспособствует замедление роста доходностей облигаций и ослабление геополитических рисков. Ожидания в отношении сокращения прибыли в текущем году и замедление активности в реализации buy back были заложены в котировки акций банков уже до начала сезона отчетности, что привело к значительному снижению котировок JPM. Учитывая сохранение сильных позиций JPMorgan, устанавливаем таргет по его акции на отметке \$150 с рекомендацией «держать».

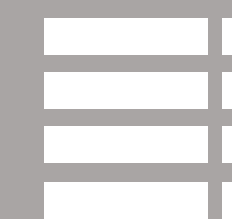
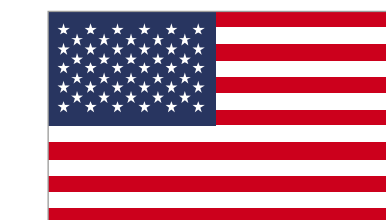
NETFLIX

Результаты **Netflix (NFLX)** за первый квартал и прогноз на второй разочаровали инвесторов, что обусловило падение котировок на 26% после релиза отчетности.

Выручка Netflix выросла на 9,8% г/г, до \$7,87 млрд, недотянув до консенсус-прогноза на уровне \$7,93 млрд. Операционная маржинальность при этом превзошла ожидания инвесторов, составив 25,1%. EPS GAAP скорректировалась с \$3,75 до \$3,53, оказавшись, впрочем, выше общерыночных ожиданий на уровне \$2,90.

Наиболее слабым местом отчета стали данные о динамике аудитории сервиса. По итогам первого квартала 2022 года база подписчиков сократилась на 200 тыс., до 221,64 млн. Консенсус-прогноз, напротив, предполагал расширение аудитории на 2,73 млн при первоначальном прогнозе менеджмента +2,5 млн. Для многих инвесторов и аналитиков это стало неожиданностью, данный риск

Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

не был учтен в котировках перед отчетом. Заметим, что прекращение деятельности стримингового сервиса в России привело к сокращению базы подписчиков всего на 700 тыс., то есть даже без учета влияния данного фактора прирост составил бы 0,5 млн, что все равно намного ниже первоначального прогноза менеджмента.

Факторы, которые инвестсообщество расценило как негативные:

1. На второй квартал компания прогнозирует сужение базы подписчиков на 2 млн против консенсус-прогноза, предполагавшего прирост на 2,6 млн. Такого слабого гайденса не ожидал никто из аналитиков с Уолл-стрит. Компания отметила, что по итогам 2022 года все еще ожидается чистый прирост аудитории, то есть эмитент рассчитывает на восстановление динамики во втором полугодии. Впрочем, если ранее консенсус-прогноз предполагал рост аудитории на 18 млн за 2022 год, то теперь ожидания будут пересматриваться примерно в диапазоне +5–9 млн.

2. Согласно комментариям менеджмента, сервис сталкивается с недостаточно высокими темпами привлечения новых подписчиков во всех географических сегментах. Впервые этот фактор упоминался в прошлом квартальном отчете, но его влияние оказалось гораздо серьезнее, чем предполагалось ранее. Возможные причины: недостаточно быстрые темпы приобретения умных телевизоров (большинство подписчиков запускает контент Netflix с ТВ-платформ), а также ухудшение макроэкономических условий (снижение покупательной способности из-за инфляции и замедление темпов экономического роста).

3. Менеджмент также указал на увеличение оттока. Лояльность имеющейся аудитории снижается, хотя и остается пока на вполне уверенных уровнях. Возможные причины: конкуренция с другими стриминг-сервисами, которые проводят географическую экспансию, а также недавнее повышение стоимости подписки. Кроме того, инвестиции в разработку мобильных игр пока не подтвердили свою целесообразность.

Прокомментируем отдельно фактор конкуренции. На рынке продолжает идти ожесточенная борьба за аудиторию. Стриминг-сервис от Apple (Apple TV+) недавно получил «Оскар» за лучший фильм, поэтому корпорация, вероятнее всего, увеличит расходы на контент. В то же время Amazon недавно закрыл сделку по приобретению студии MGM за \$9 млрд, что также указывает на планы компании по развитию стриминг-направления (Amazon Prime Video). Walt Disney продолжает географическую экспансию и предлагает пользователям не только развлекательный контент в рамках сервиса Disney+, но и спортивный (ESPN+). Наконец, в апреле на рынке появился игрок с капитализацией в \$60 млрд: Warner Bros. Discovery. Хотя сервисы, которыми владеет компания (HBO Max, Discovery+), были доступны пользователям и ранее, но теперь инвестиции в них могут быть увеличены.

Планы дальнейшего развития:

1. Менеджмент планирует ускорить создание контента для повышения привлекательности сервиса. В свою очередь, эти планы подразумевают более высокие затраты, что окажет давление на рост маржинальности. Менеджмент подчеркнул, что более ранний ориентир, предполагавший повышение операционной маржинальности ежегодно в среднем на 3 п.п., временно не актуален. Пока рост выручки вновь не ускорится, компания намерена поддерживать операционную маржинальность на текущем уровне 19-20%.

2. Краткосрочно эмитент сфокусируется на решении проблемы с использованием аккаунта разными домохозяйствами. По оценкам менеджмента, около 100 млн домохозяйств пользуется сервисом бесплатно за счет чужих аккаунтов.

3. Компания не намерена устраивать распродажи и снижать стоимость подписок. Однако CEO Netflix Рид Хастингс на конференс-колле заявил о том, что вскоре может появиться более бюджетная версия подписки с показом рекламы. Мы позитивно оцениваем данную идею, так как это ускорит рост аудитории, особенно на развивающихся рынках, а также улучшит монетизацию контента в целом. Инвесторам стоит воспринимать Netflix как компанию, которая уже доказала жизнеспособность своей бизнес-модели, но сталкивается с трудностями ввиду своих масштабов: на рынках ряда стран Европы и Северной Америки сервис уже достиг высокого уровня проникновения во время пандемии, обогнав конкурентов. Компания будет генерировать положительный свободный денежный поток (в том числе по итогам 2022 года), в то время как у конкурентов эта величина отрицательна ввиду меньших масштабов бизнеса.

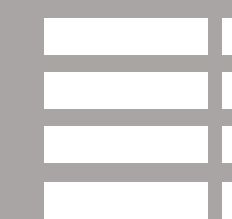
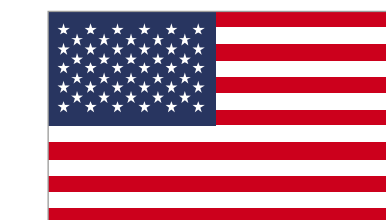
Тем не менее неблагоприятная комбинация негативных факторов и недостаток драйверов роста привели к текущей ситуации, когда отмечается неопределенность в отношении траектории роста базы подписчиков и финансовых показателей. В результате мы понижаем целевую цену по акциям NFLX на горизонте года с \$505 до \$300 и оцениваем перспективы этого инструмента как нейтральные.



United Airlines Holdings, Inc. (UAL) представила квартальный отчет, согласно которому ее выручка недотянула до консенсус-прогноза и составила \$7,566 млрд, а убыток на акцию достиг \$4,24, оказавшись немного выше ожиданий.

Финансовые результаты United Airlines оказались вполне ожидаемыми ввиду того, что в начале года в очередной раз обострилась эпидемиологическая ситуация, а также часто наблюдалась

Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

нелетная погода. Под влиянием этих факторов было отменено множество рейсов. В результате менеджменту пришлось понижать изначальный гайденс для пропускной способности с 82–84% от уровня первого квартала 2019-го до 81%. Однако рынок рассчитывал на более высокий показатель налета: фактический RPM оказался на 7% ниже и составил 38 644 млн пасс. миль. Заполненность на рейсах в среднем равнялась 72,6% против прогноза 78%. Сильнее всего – с 83% четвертом квартале 2021-го до 77,5% в первом квартале 2022-го – загрузка упала на внутренних маршрутах. Количество международных рейсов было увеличено преимущественно за счет спроса на перелеты в страны Латинской Америки и АТР. Совокупная выручка UAL оказалась на 27,2% ниже результата того же периода 2019 года, однако, несмотря на небольшую долю грузовых перевозок, она расширяется. Выручка этого сегмента поднялась на 119,2% к результатам соответствующего квартала 2019 года.

Стоит отметить, что средний доход с пассажиромили за отчетный квартал в связи с ухудшением рыночной конъюнктуры остался на уровне января-марта 2019-го, а удельный показатель расходов без учета топлива повысился на 17,8%. В первую очередь эта динамика объясняется ростом затрат на заработную плату, которая в абсолютном значении составила 97% от уровня первого квартала 2019-го, притом что количество сотрудников за два года уменьшилось на 6%. В текущих инфляционных реалиях авиакомпания вынуждены существенно повышать зарплату, чтобы избежать дефицита кадров. Представители UAL надеются, что конкурентоспособные предложения по заработной плате и пакеты льгот помогут удержать существующих и привлечь новых работников. Однако отраслевые эксперты предупреждают, что потребуются некоторое время, чтобы персонал авиакомпаний полностью восстановился до уровня, фиксировавшегося до начала пандемии. Представители UAL рассчитывают, что ярмарка вакансий в Чикаго поможет заполнить некоторые из их многочисленных вакансий. В планах компании расширить объем трансатлантических и внутренних перевозок этим летом. В условиях повышенной волатильности цен на энергоносители рентабельность компании может ухудшаться из-за отсутствия хеджирующих позиций: цена за галлон потребляемого топлива выросла на 40,5% по сравнению с уровнем января-марта 2019-го. Операционная прибыль авиаперевозчика остается в отрицательной зоне, однако United Airlines планирует выйти в прибыль в текущем квартале при благоприятном прогнозе операционной выручки. Ориентир по росту TRASM – около 17% к результату за второй квартал 2019 года. В случае достижения этой цели показатель установит исторический максимум. Несмотря на давление со стороны увеличивающихся затрат в связи с волатильностью на топливном рынке, а также на необходимость повышать зарплату, United Airlines рассчитывает на рост операционной маржи примерно до 10%, что всего на 2,9 п.п. меньше показателя за тот же период 2019 года.

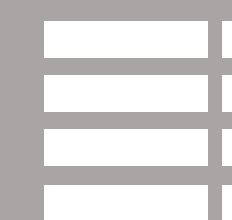
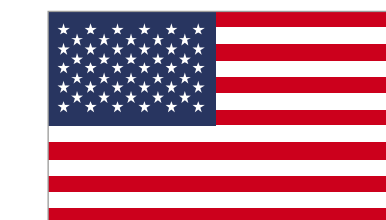
Отраслевые эксперты утверждают, что цены на авиабилеты не препятствуют сохранению спроса на них. В общепромышленном разрезе онлайн-расходы на перелеты в марте выросли на 28% по сравнению с уровнем за тот же месяц 2019-го. По данным Adobe Digital Insights, фактический объем заказов за март увеличился на 12%.

GAP

GAP Inc. (GPS) объявила об уходе в отставку главы бренда Old Navy Нэнси Грин, а также о снижении прогнозов выручки на второй квартал. Исполнительный директор Gap Соня Сингал будет тесно сотрудничать с командой Old Navy, поскольку компания будет искать замену Грин извне. Old Navy – это ключевой бренд и подразделение для GAP. Уход его генерального директора усугубил сложное положение компании, обусловленное серьезными логистическими сбоями. Продукция GAP относится к низкому ценовому сегменту, а из-за задержек в цепочках поставок возникает дефицит товаров, что, в свою очередь, приводит к упущенной прибыли. GAP меняет подход к балансировке ассортимента товаров в Old Navy на более агрессивный, для чего увеличивает объемы рекламы соответствующей продукции. Несмотря на относительно невысокую маржинальность сегмента Old Navy, его доля в выручке компании превышает 50%. У GAP также есть и более рентабельный бренд Athleta, но его доля в общем доходе недостаточна для компенсации выпадающих продаж Old Navy. Мы считаем, что смена гендиректора ключевого для GAP подразделения негативно отразится на операционных и финансовых показателях компании, которые и так находились под давлением. В связи с этим мы снижаем целевую цену по бумагам GAP Inc. до \$18.



Twitter (TWTR) подтвердила заключение окончательного соглашения о продаже соцсети Илону Маску по \$54,20 за акцию денежными средствами. После закрытия сделки общей стоимостью около \$44 млрд Twitter станет частной компанией. Хотя 52-недельный максимум для котировок TWTR составляет \$73,34, мы не считаем целесообразным рассчитывать дисконт от этой стоимости, поскольку она не учитывает множества



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

негативных факторов, которые оказывают давление на цену бумаг: снижение темпов роста аудитории Twitter, сложности в связи с новой политикой приватности Apple, ужесточение монетарных условий и т.д. На наш взгляд, в цене покупки отражена премия в 38% к закрытию торгов 1 апреля, то есть за день до объявления Маском о приобретении 9% в капитале Twitter.

Мы полагаем, что именно интерес бизнесмена к компании подстегнул ее котировки к росту, в противном случае бумаги TWTR торговались бы в настоящее время около минимумов 2022 года – в районе \$31–33. Такой вывод мы можем сделать, проанализировав динамику котировок других социальных платформ, зарабатывающих на размещении онлайн-рекламы (SNAP, PINS). Кроме того, наш ориентир предполагал движение цены акций Twitter к \$50 на горизонте года, а баланс рисков был смещен в сторону снижения этого таргета после релиза квартального отчета Snap, отразившего ряд временных проблем на рекламном рынке. Иными словами, сделка имеет финансовый смысл для акционеров, и этот же тезис содержится в официальном пресс-релизе.

Стремление совета директоров Twitter сообщить о заключении окончательного соглашения о продаже до публикации квартального отчета 28 апреля, на наш взгляд, свидетельствует о том, что финансовые результаты компании будут достаточно неуверенными. Более того, не исключено, что соцсеть вновь столкнулась со сложностями, связанными с темпами расширения клиентской базы. В прошлом квартале монетизируемая активная аудитория (mDAU) увеличилась на 6 млн, до 217 млн, хотя консенсус-прогноз предполагал расширение до 218,6 млн. Практически весь прирост был обеспечен новыми пользователями за пределами США, при этом mDAU в сегменте International увеличился на 5 млн, до 179 млн. Показатель mDAU в США повысился с 37 млн до 38 млн. Во втором квартале предыдущего года, когда началась пандемия, аудитория в США выросла с 33 млн до 36 млн, и с тех пор эта метрика колебалась вблизи отметки 36–38 млн.

Акционеров Tesla чрезвычайно волнует вопрос о том, как именно будет финансироваться сделка. Илон Маск привлек \$25,5 млрд долга (включая маржинальный кредит на \$12,5 млрд под залог его акций Tesla) от группы банков во главе с Morgan Stanley, его финансовым советником. Кроме того, бизнесмен обязался предоставить \$21 млрд в виде акционерного финансирования поглощения, в результате чего Маску придется самостоятельно оплатить более 70% покупки, если он не сумеет привлечь других инвесторов.

Еще один риск – возможный срыв сделки, в случае если ее заблокируют регулирующие органы или Илон Маск не сможет обеспечить акционерный компонент финансирования.

По слухам, в настоящий момент бизнесмен активно пытается привлечь частных и институциональных инвесторов для поддержки данной части своего предложения. О планах прямой продажи акций Tesla Илоном Маском пока не сообщалось, но такой вариант не исключается.

Каковы перспективы социальной платформы Twitter в случае ее приобретения основателем Tesla и SpaceX? Во-первых, Илон Маск намерен сделать алгоритмы Twitter открытым исходным кодом для повышения доверия пользователей, а также «победить спам-ботов». Во-вторых, учитывая интерес Маска к криптовалютам, мы можем ожидать более тесной интеграции соцсети с блокчейн-решениями, криптоплатежами и NFT. В-третьих, миллиардер будет пытаться решить проблему свободы слова в сети микроблогов, но пока неясно, как именно это будет осуществляться. Есть множество нюансов: например, отсутствие модерирования контента может привести к негативным последствиям, вплоть до бойкотов со стороны рекламодателей. Считаем, что полного отказа от онлайн-рекламы в Twitter ждать пока не стоит, потому что это значительно затруднит или сделает почти невозможным выплату привлекаемого долга.

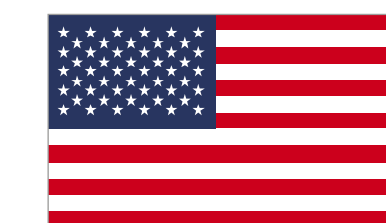


Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки

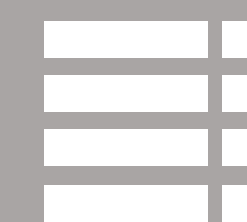


Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
ARCH	ARCH RESOURCES INC.	Добыча угля	2 032	2022-04-25	131	186	2023-04-25	41%	Покупать
BMRN	BIOMARIN PHARMACEUTICAL INC.	Производство фармацевтической продукции	15 139	2022-04-08	82	99,23	2023-04-08	21%	Покупать
CRM	SALESFORCE INC.	Производство программного обеспечения	172 824	2022-03-29	175	294	2023-03-29	68%	Покупать
MA	MASTERCARD INC.	Услуги в сфере информационных технологий	343 866	2022-01-25	355	410	2023-01-25	16%	Покупать
ADBE	ADOBE INC	Программное обеспечение	195 591	2022-01-11	414	619	2023-01-11	49%	Покупать
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	53 235	2021-12-21	205	277	2022-12-21	35%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	158 930	2021-10-25	103	120	2022-10-25	17%	Покупать
CRWD	CROWDSTRIKE HOLDINGS INC	Производство программного обеспечения	45 074	2021-12-02	215	276	2022-12-02	29%	Покупать
MRK	MERCK INC	Производство фармацевтической продукции	215 976	2022-02-03	85	93	2023-02-03	9%	Держать
GPS	GAP INC	Специализированная розничная торговля	4 600	2022-02-22	12	18	2023-02-22	45%	Покупать
NFLX	NETFLIX INC	Развлечения	93 258	2022-04-20	210	300	2023-04-20	43%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	483 022	2022-01-14	96	149	2023-01-14	55%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	12 567	2021-08-09	10	18	2022-08-09	73%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	29 107	2022-01-27	34	46	2023-01-27	35%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	4 307	2022-02-18	21	50	2023-02-18	143%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	20 730	2021-12-18	129	193	2022-12-18	49%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	240 086	2022-02-10	132	205	2022-06-08	55%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	19 565	2022-02-10	162	200	2023-02-10	23%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	46 577	2021-10-08	249	292	2022-10-08	17%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	6 768	2022-01-11	20	72	2023-01-11	255%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	15 351	2021-11-05	133	220	2022-11-05	65%	Покупать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	2 846	2022-01-11	30	60	2023-01-11	103%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	3 461	2021-11-03	27	55	2022-11-03	101%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	14 612	2021-11-02	107	115	2022-11-02	7%	Держать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	16 658	2021-08-09	31	50	2022-08-09	59%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	48 581	2021-10-21	30	80	2022-10-21	167%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	4 652	2021-06-05	12	48	2022-06-05	293%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	153 903	2022-02-03	137	231	2023-02-03	69%	Покупать

Инвестиционный обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



11



Инвестиционная идея

Arch Resources. Энергия нужна всем!

Благоприятная рыночная конъюнктура и уверенные позиции компании на рынке будут способствовать достижению котировками таргета \$186

Тикер	ARCH
Цена акций на момент анализа	\$131,32
Целевая цена акций	\$186
Текущий потенциал роста	41%

Arch Resources (ARCH) – вторая по величине американская компания по добыче и переработке угля с низким содержанием серы, ведущий производитель коксующегося угля класса А, используемого в мировой сталелитейной промышленности. В последнем квартале 2021 года эмитент завершил расширение флагманской шахты Leer, которая признана одной из наиболее рентабельных на протяжении многих лет. Ожидается, что запуск Leer South позволит увеличить ежегодную добычу угля с низким содержанием серы примерно до 8 млн тонн в год, снизить удельные издержки и укрепить позиции компании в качестве ведущего поставщика высококачественного угля.

Инвестиционный тезис

- Угольная промышленность претерпела существенные изменения за последние годы, пережив несколько шоковых потрясений из-за Парижских соглашений, когда страны Европы практически единогласно выразили намерение содействовать снижению выбросов углекислого газа в атмосферу. В частности, Франция, Португалия, Испания и другие государства были готовы полностью отказаться от использования угля уже к 2027 году. Однако с учетом того, что уголь – крупнейший источник электроэнергии и второй по размеру источник первичной энергии, отказ от этого вида топлива не может пройти незаметно. Восстановление мировой экономики после кризиса 2020 года

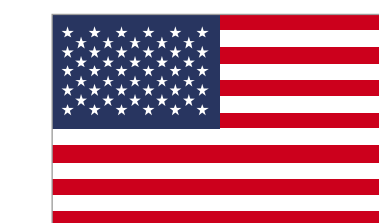
привело к росту спроса на электроэнергию и металлургический уголь. Цены на него пересекли отметку \$200 в конце 2021-го, что оказало положительное влияние на маржу угольных компаний. После введения Европой эмбарго на российский уголь, на который приходилось 48% всего импорта ЕС, странам понадобится новый поставщик. Китай не сможет предоставить необходимые запасы ввиду растущего спроса на внутреннем рынке. Австралийские угледобытчики уже и так работают на полную мощность, поэтому не смогут увеличить производство с тем, чтобы удовлетворить потребности ЕС. Эту функцию смогут взять на себя экспортеры из США, одним из которых является Arch Resources.

- Благоприятные рыночные условия и конкурентные преимущества компании способствовали сильному росту ее финансовых показателей. В 2021 году выручка повысилась в два раза, при этом рентабельность EBITDA составила 24%, превзойдя среднее значение за пять лет на уровне 15%. Хотя рентабельность операционной прибыли в целом по индустрии выше на 8%, у Arch Resources лучше рентабельность чистой прибыли (15%). Прирост как операционной, так и чистой маржи эмитента составил почти 40% г/г, и в 2022 году ожидается значительное улучшение упомянутых финансовых показателей. Во-первых, будучи бенефициаром историче-

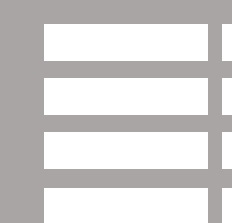
Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



12



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
ARCH	(2,0%)	(22,7%)	(8,8%)	37,1%	170,2%
S&P 500	0,6%	(2,2%)	(5,4%)	(1,2%)	2,6%
Russell 2000	0,5%	(2,0%)	(6,2%)	0,9%	(13,3%)
DJ Industrial Average	0,7%	(1,0%)	(2,3%)	(0,3%)	0,2%
NASDAQ Composite Index	1,3%	(2,5%)	(8,2%)	(4,0%)	(8,0%)



Инвестиционная идея

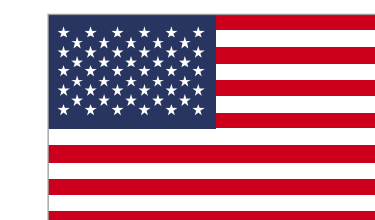
ски высоких цен, компания может продемонстрировать рост выручки на 50%, при этом затраты будут повышаться гораздо медленнее, даже несмотря на пиковые значения производственной инфляции. Во-вторых, компания поставляет 30% мирового металлургического угля класса А, который необходим высокотехнологичным предприятиям Европы и США. Ранее его обеспечивали российские угольщики, но с лета этого года они не смогут ввозить сырье на территорию Европы. В то же время у Arch Resources уже существует налаженная система транспортировки угля в ЕС, на долю кото-

рого приходится почти четверть совокупной выручки компании.

- Компания торгуется дешево относительно конкурентов. Прогнозное отношение P/E в 2022 году составляет 2,3х. При этом среднее значение для сектора варьируется от 5х до 5,2х. Компания также недооценена по мультипликатору EV/EBITDA почти в два раза, причем как на данных последних 12 месяцев, так и по форвардным значениям. Поддержку котировкам может также оказать повышение ESG-рейтинга компании с D- до B-. Наша целевая цена бумаги ARCH – \$186. Рекомендация – «покупать».

Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru

Финансовые показатели, \$ млн	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Выручка	2 294	1 468	2 208	3 319	2 424	2 065	1 732	2 252	2 927
Основные расходы	1 873	1 500	1 580	1 872	1 615	1 645	1 400	1 610	1 852
Валовая прибыль	421	-32	628	1 447	809	420	332	642	1 076
SG&A	96	82	92	90	90	94	71	93	122
EBITDA	363	24	533	1 340	662	442	228	388	659
Амортизация	112	122	120	143	116	109	93	122	161
EBIT	227	-98	391	986	446	388	135	266	498
Процентные выплаты (доходы)	16	14	24	23	23	23	23	23	23
EBT	210	-112	367	964	423	365	112	243	475
Налоги	0	0	7	1	35	76	22	49	95
Чистая прибыль	218	-131	357	1 085	434	266	90	194	380
Dilluted EPS	\$12,58	\$-8,62	\$20,29	\$57,51	\$23,42	\$13,43	\$4,52	\$9,82	\$19,20
DPS	\$1,80	\$0,50	\$0,25	\$1,00	\$1,00	\$1,00	\$0,77	\$0,99	\$1,19



13



Анализ коэффициентов	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ROE	74%	115%	35%	18%	5%	10%	16%
ROA	20%	57%	18%	10%	3%	9%	12%
ROCE	77%	131%	49%	38%	12%	22%	33%
Выручка/Активы	1,04x	1,25x	0,87x	0,68x	0,57x	0,67x	0,79x
Коэф. покрытия процентов	16,33x	43,52x	19,67x	17,10x	5,94x	11,72x	21,96x

Маржинальность, в %	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Валовая маржа	18%	-2%	28%	44%	33%	20%	19%	28%	37%
Маржа по EBITDA	16%	2%	24%	40%	27%	21%	13%	17%	23%
Маржа по чистой прибыли	9%	-9%	16%	33%	18%	13%	5%	9%	13%

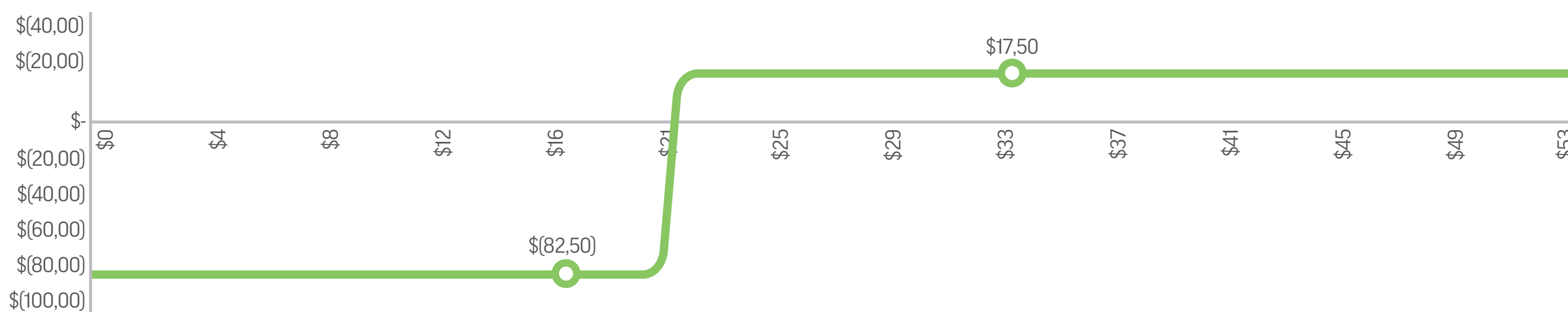
Опционная идея

BULL PUT SPREAD ON CPER

Инвестиционный тезис

CPER – товарный пул, отслеживающий фьючерсные контракты на медь на бирже COMEX. После разрыва в цепочках поставок в 2020 году сформировался дисбаланс спроса и предложения, в результате чего цены на металл за полтора года существенно выросли. Свой вклад внесла и значительная поддержка со стороны развитых рынков, готовящихся к зеленому переходу, при котором спрос на медь сильно возрастает. В последние два квартала данный металл перестал дорожать, что во многом обусловлено ухудшением экономической и эпидемической ситуации в Китае – основном потребителе промышленной меди. Сначала это было вызвано охлаждением рынка недвижимости. Позднее добавились новые карантинные ограничения. Однако мы полагаем, что влияние последнего из указанных факторов будет ограниченным по времени и вскоре потребность в меди для Китая возрастет. Кроме того, мировой дисбаланс спроса и предложения на этот металл сохраняется. Как следствие, мы полагаем, что к 17.06.2022 бумага будет торговаться выше \$25.

Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



Стратегия	Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
							Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
Bull Put Spread	CPER	Покупать	PUT \$24	17.06.2022	0,250	\$(17,50)	-0,147	0,074	0,023	-0,007	30,62%	19,18%	24,17%	23,02%	24,44%
		Продавать	PUT \$25	17.06.2022	0,425		-0,233	0,104	0,030	-0,009					

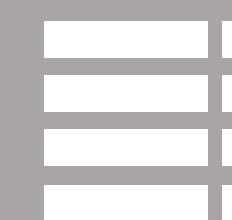
Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on CPER
Страйки	Long PUT 24; Short PUT 25
Покупка	+CPER*C6H24
Продажа	+CPER*C6H25
Дата экспирации	17 июня 2022 г.
Маржинальное обеспечение	\$100,00
Максимальная прибыль	\$17,5
Максимальный убыток	\$(82,5)
Ожидаемая прибыль	18%
Точка безубыточности	\$24,83

Управление позицией

Если цена базового актива на дату экспирации будет выше страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль \$17,5. Если цена актива составит \$24-25, убыток будет варьироваться. При этом придется продать эквивалентное количество лотов (100 акций) CPER для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже проданного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$82,5. В позицию необходимо заходить до 10.05.2022 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии, а соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Инвестиционный обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



The Boring Company

Компания, основанная в 2016 году Илоном Маском, активно работает над решением, которое позволит разгрузить дороги в наиболее густонаселенных городах США. The Boring Company намерена создать скоростную разветвленную подземную сеть транспортных артерий. Тестовый тоннель, соединяющий штаб-квартиру SpaceX и пригород Лос-Анджелеса, был построен в 2018 году. В мае 2019-го The Boring Company заключила первый коммерческий контракт объемом \$48,7 млн на создание системы скоростных подземных дорог LVCC Loop в Лос-Анджелесе. За три раунда финансирования стартап привлек \$908 млн от Sequoia Capital, Vy Capital и других инвесторов. Эти средства пойдут на расширение штата, разработку проектов, а также на исследования и внедрение нового поколения техники для прокладки тоннелей.

Filevine

SaaS-платформа стартапа позволяет юридическим фирмам автоматизировать различные рабочие процессы, а также более эффективно управлять документацией клиентов. Разработки Filevine помогают компаниям юридического сектора внедрять новые технологии и расширяют возможности взаимодействия в онлайн-пространствах. В ходе инвестраунда серии D стартап привлек \$108 млн от нескольких компаний во главе с StepStone Group. За всю свою историю Filevine получила более \$200 млн за шесть раундов финансирования от Signal Peak Ventures, StepStone Group и некоторых других инвесторов. Привлеченные средства стартап планирует использовать для разработки новых проектов, позволяющих ускорить и упростить работу компаний юридического сектора, а также для увеличения штата и расширения функционала платформы.

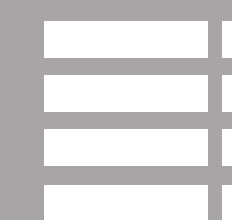
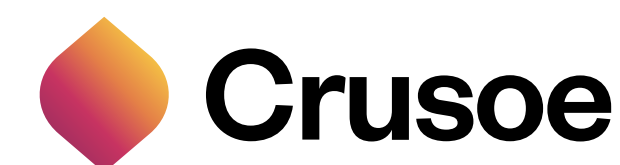


Crusoe Energy Systems

Продукты Crusoe Energy Systems позволяют эффективно майнить биткоин. Система компании устанавливается рядом с реальной буровой площадкой и во время добычи нефти сжигает попутный нефтяной газ, энергия от которого впоследствии направляется на питание ЦОДов, осуществляющих майнинг биткоинов. Технологии компании позволят смягчить последствия глобального изменения климата, так как сокращают выбросы метана в атмосферу на 99,9%. За семь раундов финансирования стартап привлек почти \$750 млн от Bain Capital Ventures, Pathfinder, Valor Equity Partners, G2VP, Upper90, FootPrint Coalition Ventures. Полученные средства менеджмент планирует потратить на экспансию за пределы США, а также на модернизацию системы в целом. Crusoe Energy Systems также смогла привлечь кредитные средства в размере \$155 млн от SVB Capital, Sparkfund и Generate Capital.

Upside Foods

Технологии компании позволяют производить различные виды искусственного мяса в лабораторных условиях. С момента основания в 2015 году в Беркли (штат Калифорния) Upside Foods за шесть раундов финансирования привлекла более \$600 млн от SOSV, Norwest Venture Partners, Temasek Holdings, SoftBank Vision Fund, DFJ Element и других инвесторов, получив статус «единорога». Эти средства компания намерена потратить на исследовательскую деятельность, а также на расширение производства. Ранее Upside Foods уже построила первый в мире завод по «выращиванию» искусственного мяса, расположенный в калифорнийском городе Эмеривилл в здании площадью 4 923 кв. м.



IPO Steinway Musical Instruments

Инвестируем в вечные ценности

14 апреля заявку на IPO подала одна из старейших фирм – изготовителей музыкальных инструментов Steinway Musical Instruments. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, BofA Securities, Barclays

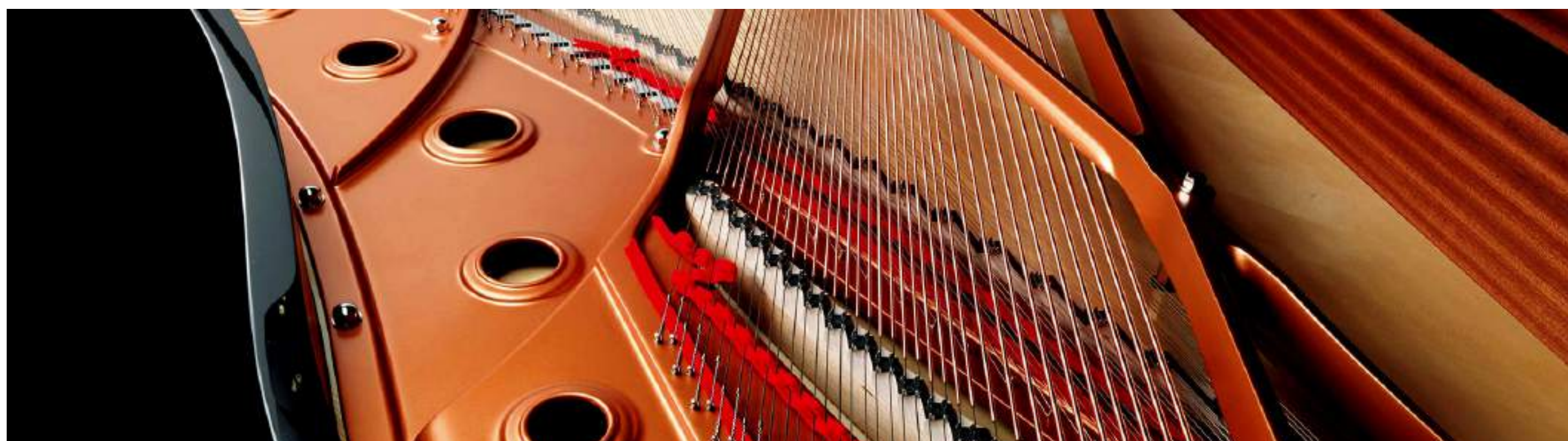
Чем интересна компания?

1. О компании. Фирма Steinway была основана в 1853 году, и первый рояль Генри Стейнвей сконструировал в домашней мастерской на Манхэттене. На сегодняшний день компания производит фортепиано в Астории (штат Нью-Йорк) и в Гамбурге (Германия). В 1996 году компания уже выходила на публичный рынок, но в 2013-м, в результате сделки по ее покупке лишилась публичного статуса. Steinway продает музыкальные инструменты через 33 собственных розничных выставочных зала и через сеть из примерно 180 сторонних дилеров. В 2015 году компания представила линейку роялей со встроенной функцией воспроизведения музыки Steinway Spirio. За 2021 год их продажи составили около 32% в общем объеме чистой реализации в своем сегменте. Помимо

фортепиано, компания производит и продает под брендом Conn-Selmer деревянно-духовые и медно-духовые, а также струнные музыкальные инструменты.

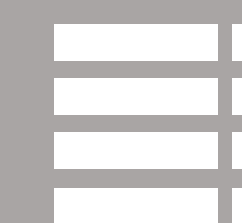
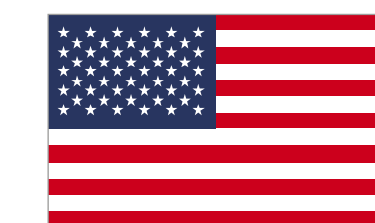
2. Потенциальный рынок. Компания работает на рынке предметов роскоши, который в прошлом году оценивался в \$945,8 млрд. По прогнозам Euromonitor, к 2026 году этот рынок вырастет до \$1,286 трлн.

3. Финансовые показатели. В 2021 году выручка Steinway Musical Instruments увеличилась на 29,45% при росте валовой маржи с 38,27% до 41,7% г/г. EBIT маржа повысилась с 9,7% в 2020 году до 16,3% в 2021-м. На конец года на балансе компании было \$43,718 млн наличными при долге в размере \$48,382 млн.



Обзор перед IPO

Эмитент:	Steinway Musical Instruments Holdings.
Тикер:	STWY
Биржа:	NYSE
Диапазон на IPO:	\$-
Объем к размещению:	\$100 млн
Андеррайтеры:	Goldman Sachs, BofA Securities, Barclays



Российский рынок

Шансы на весенний рост сохраняются

Несмотря на снижение индекса Мосбиржи к двухмесячным минимумам, панических распродаж на отечественных площадках не отмечается

Российский рынок капитала продолжает демонстрировать отрицательную динамику. За рассматриваемый период индекс Московской биржи опустился на минимум с 24 февраля. Однако снижение идет медленными темпами, торговые обороты относительно невелики. В целом инвесторы не спешат продавать дешевеющие активы, паники на рынке не отмечается. Быстрее всех корректируются акции эмитентов финансового сектора и IT-компаний. Более уверенную динамику демонстрируют бумаги ГК Норникель, Полюса, Фосагро, Мечела, Роснефти, Магнита, Русгидро. При этом рост котировок промышленных и драгоценных металлов прекратился.

Рубль продолжает укрепляться, рынок по-прежнему не может установить баланс спроса и предложения на текущих курсовых уровнях. Профицит торгового баланса и счета текущих операций за прошлый год составил \$185 млрд и \$120 млрд соответственно. На фоне ограничений валютных и капитальных операций, а также требования обязательной продажи 80% экспортной выручки и снижения импорта курс рубля оказался под сильным давлением со

стороны продавцов. Как следствие, мы не исключаем ослабления отдельных ограничений, если пара USD/RUB уйдет ниже отметки 70. Мы ожидаем снижения ключевой ставки до 15% в апреле и до 13-14% годовых в мае, если инфляция не разгонится выше 17,5%. Смягчение денежно-кредитной политики сейчас очень важно для стимулирования потребительского и промышленного спроса. Дешевые кредиты будут способствовать оживлению импорта, а также поддержат занятость на предприятиях.



Ожидаем

По нашим ожиданиям, снижение вскоре сменится позитивной динамикой. Большого количества продавцов акций на текущих уровнях не фиксируется. Лидерами роста могут стать бумаги финансового сектора, IT, ретейла. Лучше рынка, на наш взгляд, по-прежнему будут выглядеть акции ГК Норникель, Роснефти, Магнита, Фосагро, Мечела. В число аутсайдеров в случае расширения санкций могут попасть отдельные бумаги нефтегазового сектора. Ожидаем возвращения индекса Мосбиржи в диапазон 2400–2500 пунктов. Ориентир для пары USD/RUB: коридор 70–75.

Наша стратегия

Рекомендуем пока воздержаться от поиска долгосрочных точек входа в позиции, ограничить торговлю только бумагами 1-го и 2-го эшелона и не удерживать лонги более двух-трех дней. Советуем отыгрывать новости, ожидания, техническую картину, сильные движения на рынке.

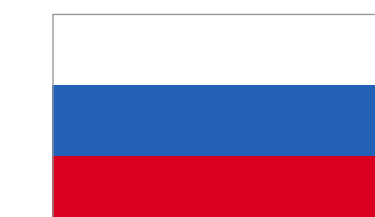
Георгий Ващенко,
заместитель
директора департамента
торговых операций
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru

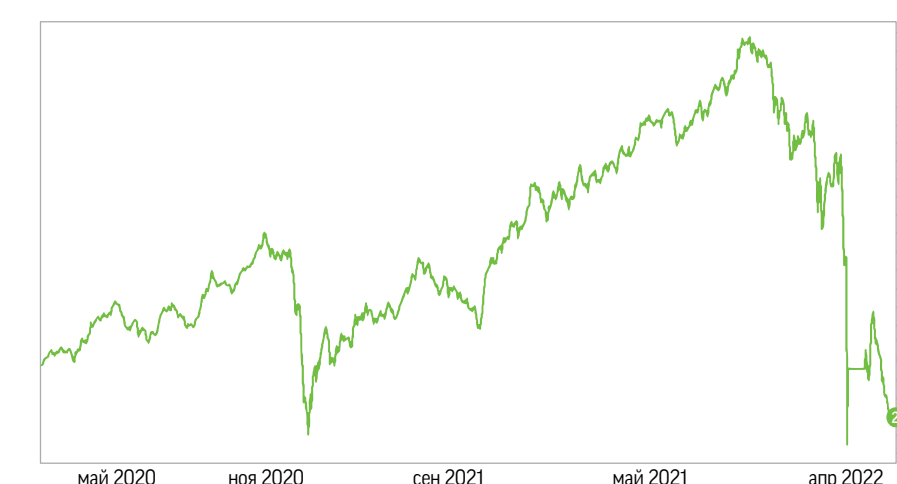
Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на 11.04.2022	Значение на 25.04.2022	Изменение, %
MOEX	2 557	2 186	-14,51%
PTC	1 017	941	-7,47%
Золото	1 957	1 902	-2,81%
Brent	99,96	103,35	3,39%
EUR/RUB	86,10	77,18	-10,36%
USD/RUB	79,24	73,14	-7,69%
EUR/USD	1,0878	1,0724	-1,42%



17

Индекс Мосбиржи дневной



Индекс Мосбиржи опустился на минимум за два месяца. PTC скорректировался ниже 1000 пунктов, но демонстрирует боковую динамику на фоне укрепления рубля.

Российский рынок

Новости рынков и компаний. Операционные результаты за первый квартал



Розничные продажи **Ленты** повысились на 23,3%, до 130,5 млрд руб., на фоне консолидации приобретенных ранее торговых сетей. Онлайн-продажи выросли до 10,8 млрд руб., общая торговая площадь увеличилась на 16,4%, до 1,77 млн кв. м. EBITDA составила 6,9 млрд руб.



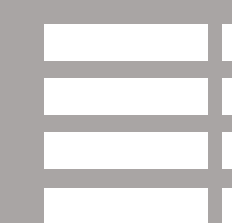
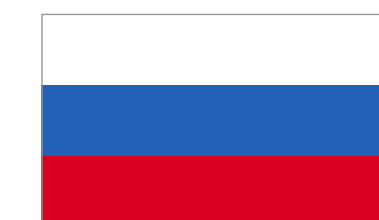
Чистая розничная выручка **X5 Group** повысилась на 19%, до 603 млрд руб. Продажи в цифровом направлении увеличились до 18,8 млрд руб. (+80% г/г), средний чек вырос до 484 руб. (+7,4%, г/г). Число магазинов достигло 19,5 тыс., торговая площадь за год расширилась на 7,4%, до 8,5 млн кв. м.



Выработка электроэнергии станциями группы **Русгидро** увеличилась на 2,2%, до 29 181 млн кВт*ч. Тот же показатель для тепловых электростанций вырос на 7,3%, до 9 049 млн кВт*ч. Увеличение выработки ГЭС на юге России и Северном Кавказе составило 14%, на Дальнем Востоке – 6%. Полезный отпуск сбытовых компаний группы соответствует уровню прошлого года (14 077 млн кВт*ч). Отпуск тепловой энергии сократился на 5,8%, до 12 224 млн ккал.



Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



Российский рынок

Акция	Значение на 11.04.2022	Значение на 25.04.2022	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1018	1055	3,63%
НЛМК	157,2	152,78	-2,81%
ММК	41,9	41,5	-0,95%
ГМК Норникель	21006	19900	-5,27%
Распадская	374	385	2,94%
Алроса	79,55	79,64	0,11%
Полюс	14375,5	12789	-11,04%
Мечел, ао	110,99	122,25	10,15%
Мечел, ап	200,25	189	-5,62%
ОК РУСАЛ	67,63	62,36	-7,79%
Polymetal	925	700	-24,32%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	138,69	111,9	-19,32%
Сбербанк, ап	143,58	118,51	-17,46%
ВТБ	0,0215	0,018155	-15,56%
АФК Система	13,2	12,179	-7,73%
Мосбиржа	100,77	88	-12,67%
Сафмар	444,6	438,4	-1,39%
TCS, гдр	3269	1908	-41,63%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	234,55	206,35	-12,02%
НОВАТЭК	1141,6	967,2	-15,28%
Роснефть	414	388,5	-6,16%
Сургутнефтегаз, ао	25,66	21,89	-14,69%
Сургутнефтегаз, ап	34,4	32	-6,98%
ЛУКОЙЛ	5190	3931	-24,26%
Башнефть, ао	1100	966,5	-12,14%
Башнефть, ап	669	613,5	-8,30%
Газпромнефть	424	379,45	-10,51%
Татнефть, ао	382,8	355	-7,26%
Татнефть, ап	340,2	319,2	-6,17%

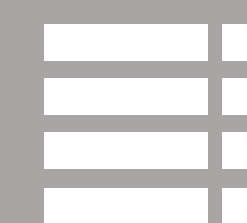
Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

Акция	Значение на 11.04.2022	Значение на 25.04.2022	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	2,68	2,375	-11,38%
Русгидро	0,7702	0,7815	1,47%
ОГК-2	0,4003	0,389	-2,82%
Юнипро	1,574	1,354	-13,98%
ТГК-1	0,00733	0,00707	-3,55%
Энел	0,5522	0,481	-12,89%
Мосэнерго	1,77	1,687	-4,69%
ФСК ЕЭС	0,10464	0,0931	-11,03%
Россети, ао	0,7004	0,6083	-13,15%
Потребительский сектор			
Магнит	4310	4299,5	-0,24%
Х 5	1234	1007,5	-18,35%
Лента	794	825	3,90%
Детский мир	83	71,66	-13,66%
М.видео	250	218	-12,80%
OZON, адр	1126,5	937	-16,82%
Fix Price	417	380,3	-8,80%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	211,75	185	-12,63%
Ростелеком, ао	62,99	57,21	-9,18%
Ростелеком, ап	61,2	56,95	-6,94%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	35,46	29,02	-18,16%
НМТП	4,805	5,24	9,05%
ДВМП	32,19	32,72	1,65%
GLTR, гдр	393,6	314,5	-20,10%
Совкомфлот	52,01	42,31	-18,65%

Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

В рассматриваемый двухнедельный период на российском фондовом рынке преобладала отрицательная динамика. Наибольший рост показали акции Мечела и НМТП. Хуже рынка при этом выглядели бумаги TCS, ЛУКОЙЛа и Polymetal.

Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



Инвестиционная идея

TCS. Путь вверх

Бумаги Тинькофф Банка привлекательны для покупки на среднесрочную перспективу с потенциалом роста примерно в 2,5 раза

TCS Group

Тикер	TCSG
Цена акций на момент анализа	2052,00 руб.
Целевая цена акций	4500,00 руб.
Потенциал роста	119,30%
Стоп-аут	1750,00 руб.

За последние четыре месяца котировки TCS Group от максимумов откатились вниз более чем вчетверо. В результате капитализация группы достигла 380 млрд руб. (\$5,1 млрд). В последний раз на этом уровне она находилась осенью 2020-го. Еще дешевле акции банка стоили во время падения фондового рынка два года назад: тогда их цена доходила почти до 800 руб.

Последняя коррекция была обусловлена корпоративными событиями. Тинькофф Банк покинули несколько топ-менеджеров, его акции перестали торговаться на бирже в Лондоне, Великобритания наложила санкции на основателя банка Олега Тинькова (но не на собственно банк). Сам же основатель финансовой группы, судя по просочившейся в СМИ, официально не подтвержденной информации, пытается продать 35% TCS Group за \$300 млн, что в несколько раз ниже рыночной стоимости этого пакета. Не исключено, что слухи о переговорах запущены, чтобы сбить цену.

TCS Group представила сильные финансовые результаты за 2021 год. Число ее клиентов выросло с 13,3 млн до 20,8 млн. Количество выданных кредитов увеличилось на 62%, до 7 млн. Чистая прибыль поднялась на 43%, до 63,4 млрд руб. Чистая процентная маржа составила 15,1%. Стоимость риска снизилась до 4,5%. Объем активов достиг 1,3 трлн руб., объем собственных средств закрепился на отметке 176 млрд руб. По размеру чистых активов банк зани-

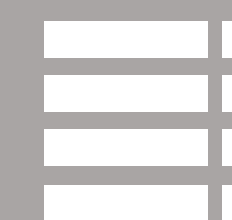
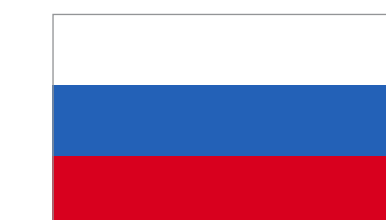
мает 12-е место в РФ. Рентабельность активов находится около 5,7%, рентабельность капитала выросла до 42,5%.

Банк встречает кризис более подготовленным, чем ранее. Тинькофф Банк обладает большим запасом ликвидности в рублях и в валюте. Достаточность капитала равняется 20%. Показатели рентабельности и финансовой устойчивости намного лучше, чем у более крупных представителей финсектора. Бизнес-модель TCS предусматривает высокую диверсификацию, а сильные результаты помогут адаптироваться к новым вызовам. На фоне волны санкций в отношении госбанков Тинькофф получил определенное количество новых клиентов и денег.

Акции TCS привлекательны для покупки на средний срок. Основные мультипликаторы группы лучше, чем у других публичных банков. Санкционный риск, на наш взгляд, намного ниже, чем для кредитных организаций из топ-10. Но даже в случае реализации этого риска локальный бизнес не пострадает. Драйверами роста капитализацию группы обеспечит дальнейшее продвижение цифровых продуктов, ребрендинг, а также значительная недооцененность к аналогам. Банк торгуется с мультипликатором P/E всего 4,9 при высокой рентабельности, а по P/B оценивается лишь в 2,1, что, на наш взгляд, примерно в 2,5 раза ниже справедливой стоимости эмитента даже в нынешней ситуации.



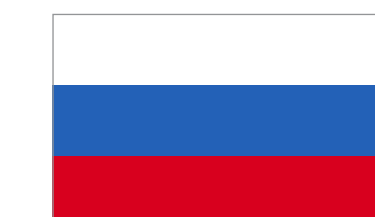
ТИНЬКОФФ



Инвестиционная идея

Финансовые показатели	2020	2021	2022П	2023П
Операционные доходы, млн руб.	175 398	244 357	312 116	330 389
Изменение, %	32%	39%	28%	6%
Операционная прибыль, млн руб.	56 249	81 038	н.д.	н.д.
Операционная маржа, %	32,1%	33,2%	-	-
Чистая прибыль, млн руб.	44 209	63 471	77 233	96 631
Чистая маржа, %	25,2%	26,0%	24,7%	29,2%

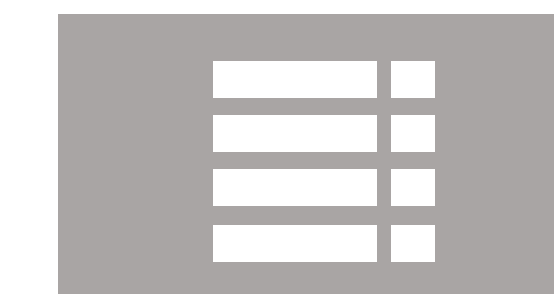
Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



	2020	2021
P/B	7,2	2,1
P/E	19,7	4,9
ROA	6,1	5,7
ROE	40,6	42,5

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
TCSG:RX	8,15%	-18,70%	-	-58,30%	-54,70%
IMOEX	4,86%	-1,10%	-8,30%	-31,80%	-36,60%
RTS	5,16%	6,30%	19,40%	-25,30%	-8,60%

21



KASE в поисках дна

Коррекцию на фондовых площадках Казахстана усугубили новости компаний

Последние две недели на фондовом рынке Казахстана продолжалась коррекция, контрольной точкой которой может стать минимум, достигнутый 20 августа 2021 года. При этом сохранялась насыщенная корпоративная новостная повестка. Наибольшее разочарование у инвесторов вызвало сообщение о рекомендации по дивидендам Казтрансойла. Совет директоров компании предложил ГОСА утвердить выплаты лишь в размере 26 тенге на акцию. Голосование акционеров по этому вопросу пройдет 19 мая. Для компании, которая с момента выхода на IPO позиционировалась как дивидендная фишка, так как выплачивала акционерам 100% чистой и часть нераспределенной прибыли, это была довольно болезненная новость. Минимальный в истории Казтрансойла дивиденд составлял 75 тенге на акцию, он был выплачен на следующий после IPO год. Примечательно, что параллельно компания на 20%, до 8830,51 тенге за тонну на 1000 км, повысила тарифы на перекачку нефти по магистральным трубопроводам за пределы РК. Этот фактор мы расцениваем как позитивный для акций

Казтрансойла. Полагаем, что в текущем году это обеспечит дополнительный доход в размере 14 млрд тенге, а в следующем – в объеме 30 млрд. Дополнительный рост выручки Казтрансойла будет обусловлен перетоком сырья в ее инфраструктуру в связи с аварией на КТК.

Среди лидеров снижения также выделяются бумаги Казатомпрома. Причиной их коррекции стал ряд внешних факторов. Среди них падение акций некоторых энергетических и горнодобывающих компаний, а также коррекция в ценах на фьючерсы на уран под давлением локдауна в Китае и «ястребиных» заявлений ФРС.

Остальные акции из состава KASE продемонстрировали смешанную динамику. Наиболее заметно подорожали в ожидании ГОСА и решения по дивидендам акции Казахтелекома. В плюсе торговались ГДР Народного банка и Kaspi на LSE. CEO Народного банка Умут Шаяхметова оценила покупку 1/3 кредитного портфеля Сбербанка как позитивный шаг, а сами кредиты назвала качественными.

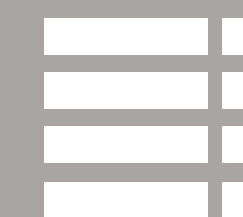
Ожидания и стратегия

Мы вынуждены исключить рекомендацию о покупке бумаг Казатомпрома, но ГДР Народного банка и Kaspi все так же интересны для инвестиций. Потенциал для восстановления в летний период появился у Казтрансойла. Ралли в акциях Казахтелекома может завершиться после закрытия дивидендного реестра в ближайшие выходные.



Динамика акций и ГДР

Акция	Значение на 11.04.2022	Значение на 25.04.2022	Изменение, %
Индекс KASE	3 177,77	3 070,59	-3,4%
Халык Банк (GDR)	9,81	10,36	5,6%
Казахтелеком (KASE)	30 600,00	31 600,00	3,3%
Банк ЦентрКредит (KASE)	384,00	393,40	2,4%
Kaspi (GDR)	61,90	62,50	1,0%
KEGOC (KASE)	1 707,00	1 673,37	-2,0%
Халык Банк (KASE)	119,99	117,00	-2,5%
Казатомпром (KASE)	14 852,00	14 201,00	-4,4%
Kcell (KASE)	1 514,99	1 411,00	-6,9%
Казатомпром (GDR)	33,00	29,00	-12,1%
Казтрансойл (KASE)	966,00	848,00	-12,2%
Kaspi (KASE)	49 600,00	39 098,00	-21,2%



- **КТК возобновил прокачку нефти в штатном режиме.** Каспийский трубопроводный консорциум (КТК) проводит загрузку танкеров через отремонтированное выносное причальное устройство.
- **Нацбанк снова поднял базовую ставку.** Ставка была повышена до 14%, это третье подобное решение регулятора с начала года. Оно отражает стремление Национального Банка принимать максимально эффективные меры для предотвращения усиления инфляционного давления на фоне реализации геополитических рисков и роста мировых цен.
- **БЦК купил «дочку» Альфа-банка в Казахстане.** ЦентрКредит договорился о приобретении 100% АО ДБ «Альфа-банк». В рамках сделки планируется провести его ребрендинг.
- **Акции Kaspi.kz будут включены в индекс KASE.** В представительский список для расчета индекса эти бумаги войдут 5 мая. Для банка это будет означать повышение ликвидности. Для ведущего фондового индекса Казахстана появление в его составе этого инструмента станет драйвером роста, так как акции Kaspi обладают существенным позитивным потенциалом.



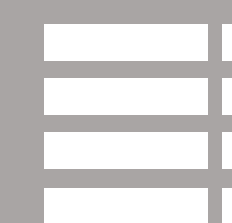
Динамика USD/KZT, 1 год



Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционная идея

Kaspi.kz. Время разделить успех с акционерами

Уверенные результаты за первый квартал и обширная программа обратного выкупа акций могут подстегнуть котировки финтеха к росту до \$92,5

Причины для покупки:

- **Итоги за январь-март 2022 года.** Консолидированная выручка компании в отчетном периоде выросла на 45% г/г при повышении скорректированной чистой прибыли на 49% г/г, до 117 млрд тенге. Число уникальных пользователей в день (DAU) увеличилось на 34% г/г, до 7,2 млн, причем этот показатель продемонстрировал значительно более сильный рост, чем MAU (число уникальных пользователей в месяц), который повысился на 14% г/г, до 11,4 млн. Среднемесячное количество транзакций на одного активного потребителя выросло на 63%, количество активных продавцов в Kaspi Pay увеличилось на 233% г/г, до 292 тыс. Имея большую и активную базу продавцов, компания ожидает быстрого расширения спектра услуг в сегментах электронной коммерции, Kaspi Delivery, Kaspi Marketing и финансирования для продавцов и предприятий малого и среднего бизнеса.
- **Программа buy back на сумму \$100 млн.** Одним из факторов восстановления котировок финтеха в конце второго – начале третьего квартала может стать обратный выкуп акций, объем которого был согласован советом директоров компании. По мнению представителей Kaspi, финтех «существенно недооценен» с точки зрения текущей капитализации. Как следствие, эмитент рассматривает возможность выкупа с рынка также и ГДР. При этом о делистинге бумаг речь не идет.

- **Техническая картина.** Если сопоставить сроки обратного выкупа и технические характеристики бумаги, то второй этап восстановления котировок может прийтись как раз на летний период. Напомним, что первым этапом стал рост ГДР на более чем 80% в марте – начале апреля. Далее бумаги смогли пробить вверх уровни сопротивления наклонной нисходящей трендовой линии и 50-дневной скользящей средней, что мы считаем стартовой точкой для второго этапа восстановления котировок, которому, кроме того, будет способствовать обширная программа buy back. Среднесрочной целью в данный момент является уровень 200-дневной скользящей средней, который сейчас находится чуть выше нашего фундаментального таргета \$92,5.



АО Kaspi.kz

Тикер на KASE:	KSPI
Текущая цена:	\$60,7
Целевая цена:	\$92,5
Потенциал роста:	52%

Динамика акций на KSPI



Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



24



Продолжение ралли на металлургических драйверах

Акции Узметкомбината за месяц прибавили более 40%, подстегнув индекс широкого рынка к росту

С 11 по 15 апреля EqRe Blue поднялся на 2,40%, достигнув 2203,92 пункта. Прирост с 18 по 22 апреля составил 1,89%, бенчмарк закрыл вторую из рассматриваемых пятидневок на отметке 2245,57 пунктов. Совокупное повышение достигло 4,34%, поддержав позитивную динамику прошлых двух недель, однако на гораздо более значительных объемах. Главным драйвером роста индекса широкого рынка стал сплит акций **Узметкомбината (UZMK)**: эти бумаги за месяц прибавили более 40% (без учета высокой волатильности в период неопределенности в отношении капитализации прибыли

эмитента) и в данный момент торгуются на исторических максимумах. Общая капитализация UZMK составляет около \$700 млн. Как следствие, мы пересмотрели вверх таргет для акций данного эмитента и рекомендуем их к покупке на текущих ценовых уровнях. Важно отметить, что рост рынка в последние две недели был обусловлен исключительно позитивной динамикой котировок металлургического завода. Прочие акции из состава EqRe Blue либо подешевели, либо движутся в боковике. Наиболее значительно (на 8%) просели бумаги **Узвторцветмета (UVCM)**.

Текущие рекомендации по акциям

- Акции Кизилкумцемента (QZSM) и КМЗ (KUMZ) рекомендуем **держать** до пересмотра целевых цен по ним нашими аналитиками.
- Бумаги Кварца (KVTS), УзПСБ (SQBN), УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), Узвторцветмета (UVCM), Кувасайцемента (KSCM), Хамкорбанка (НМКВ), Ипотека-банка (IPTB), Тошкентвино комбинати (A028090) и Средазэнергосетьпроекта (A005900) советуем **покупать** в расчете на достижение котировками справедливых ценовых уровней.

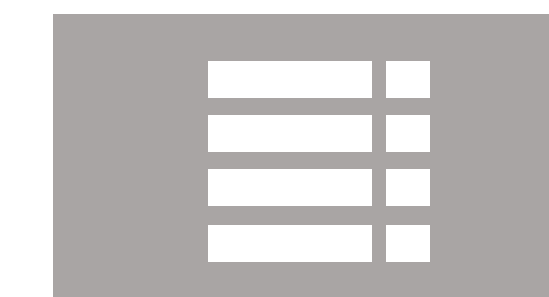


Бехрузбек Очиллов,
инвестиционный
аналитик



Статистика по бумагам в покрытии

Акция	Значение на 08.04.2022	Значение на 22.04.2022	Изменение, %
EqRe Blue	2152,26	2245,57	4,34%
KVTS	4000	3850	-3,75%
QZSM	4400	4349,99	-1,14%
SQBN	12,5	12,5	0,00%
URTS	25700	25200	-1,95%
UZMK	4684,36	15002	220,26%
KSCM	340000	330000	-2,94%
НМКВ	51,02	51,00	-0,04%
IPTB	0,98	0,96	-2,04%
UVCM	14200	13000	-8,45%
KUMZ	930	950	2,15%
A028090	35000	35000	0,00%
A005900	8500	7899	-7,07%



Макростатистика

- Девальвация **узбекского сума** по отношению к доллару достигла 7,37% г/г, спред между депозитами в долларах и нацвалюте составляет 12–17%. За первую из рассматриваемых пятидневок сум укрепился на 0,40%, за вторую – на 0,48%. Таким образом, валюта Узбекистана демонстрирует позитивную динамику уже четыре недели подряд.
- **Средняя ставка** по размещениям «коротких» гособлигаций – 18,88%. Овернайт-ставки на межбанковском рынке достигают 18,00%. Государственный облигационный долг составляет \$3,80 млрд.
- Годовая рыночная **доходность еврооблигаций** Узбекистана сроком погашения в 2029 году выросла с 5,27% до 5,59%. Ослабление котировок государственных долговых бумаг произошло параллельно с ростом доходностей облигаций с рейтингами ВВ+/ВВ/ВВ- (группа Узбекистана).
- Небанковские организации теперь могут предоставлять услуги **исламского финансирования**.

Новости отдельных компаний

- Был произведен сплит акций **Узметкомбината** в пропорции 11 к 1, после чего котировки прибавили более 40% по сравнению с периодом неопределенности, связанной с капитализацией прибыли эмитента.
- Квартальная чистая прибыль **Кизилкумцемента** упала более чем в 50 раз по итогам первого квартала 2022 года. Это первый финансовый отчет эмитента после его приватизации.
- **UzAuto Motors** повторно объявила тендер по привлечению андеррайтеров для проведения IPO.
- **Узметкомбинат** разметил предложение по привлечению андеррайтеров для проведения FPO.



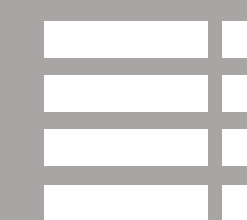
Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



Инвестиционная идея

Узметкомбинат. Флагман черной металлургии

Осуществление ряда крупных инвестпроектов будет способствовать реализации более чем 100%-го потенциала роста акций UZMK

Узметкомбинат – это ведущее предприятие черной металлургии Узбекистана, основанное в 1944 году. Компании принадлежат исключительные права на сбор лома черных металлов. Она закрыла крупную M&A-сделку, планирует удвоить выручку и выйти на международное IPO.

- **Строительство литейно-прокатного комплекса.** До 2025 года Узметкомбинат реализует ряд крупных инвестиционных проектов, среди них строительство литейно-прокатного комплекса, который будет введен в эксплуатацию к 2024 году. По планам компании, это обеспечит ей выручку в размере 16,49 трлн UZS в 2025 году. Новое предприятие будет производить 1 млн тонн горячекатаного листового проката в год, что позволит заместить текущий импорт. Проект финансируется за счет собственных средств компании в объеме \$122,6 млн и \$490,4 млн кредитов, привлеченных у коммерческих банков.
- **Институциональная доля и индексы.** Обыкновенные акции комбината входят в портфели иностранных открытых фондов Uzbekistan Capital Markets Fund (под управлением Mosaic Financial) и AFC Uzbekistan Fund (под управлением Asia Frontier Capital). После международного IPO эти бумаги планируется включить в список наблюдения MSCI Frontier Market Indices.
- **Солидный потенциал роста.** Консервативный прогноз с учетом собственных ориентиров и планов Узметкомбината, в том числе реализации упомянутых инвестиционных проектов, предполагает оценку собственного капитала компании на уровне 14,11 трлн UZS. Целевая цена по акции – 30 900 UZS, что обеспечивает потенциал роста 107% от текущих уровней.



АО «Узметкомбинат»

Тикер на UZSE:	UZMK
Биржа:	UZSE
Последняя цена:	14 950 UZS
Целевая цена:	30 900 UZS
Потенциал роста:	107%

Выручка, 2021 (млрд UZS)	8 353
ЕБИТ, 2021 (млрд UZS)	2 024
Чистая прибыль, 2021 (млрд UZS)	1 534
Чистый долг, 2021 (млрд UZS)	1 940

P/E, 2021 (x)	4,5x
P/B, 2021 (x)	2,4x
EV/ЕБИТ, 2021 (x)	3,4x
ROA, 2021 (%)	26,1%
ROIC, 2021 (%)	31,6%
ROE, 2021 (%)	54,5%
Маржа ЕБИТ, 2021 (%)	24,2%

Капитализация (млрд UZS)	6 827
Капитализация по ЦЦ (млрд UZS)	14 112

Динамика акций UZSE/UZMK, 1 год



Медленное снижение

DAX продолжает корректироваться невысокими темпами на фоне ужесточения монетарной политики ФРС и ЕЦБ

Торговая неделя с 11 по 14 апреля была усеченной в связи со Страстной пятницей и завершилась для немецких рынков в небольшом минусе: DAX снизился на 0,84%, закрывшись на отметке 14 164 пункта. Основное падение индекса пришлось на первые три торговых дня, хотя темпы снижения были невелики и замедлялись с каждой сессией. Основными событиями недели стали выход данных инфляции в США за март, а также заседание ЕЦБ 14 апреля. Темпы роста цен в Штатах ускорились до 8,5%, превысив ожидания рынка на уровне 8,4%. Базовая инфляция (не учитывает удорожание продуктов питания и энергоносителей) составила 6,5%, при консенсусе 6,6%. ЕЦБ сохранил параметры монетарной политики без изменений и подтвердил планы начать сворачивание программы покупки облигаций в конце третьего квартала. После завершения РЕПР европейский регулятор намерен запустить цикл повышения ставок. Среди отдельных новостей отметим резкое падение котировок Deutsche Bank и Commerzbank на 9,4% и 8,5% соответственно 12 апреля. Бумаги скорректировались после того, как стало известно о продаже акций отечественных банков неизвестным крупным инвестором. Объем сброшенных

активов составил более 5% всех долевых бумаг финансово-кредитных организаций Германии.

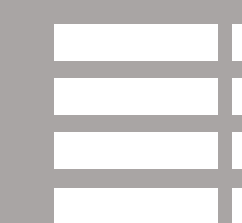
Укороченную по случаю празднования Пасхи рабочую неделю с 19 по 22 апреля немецкий фондовый рынок также закрыл в красной зоне, хотя DAX потерял всего 0,15%, опустившись до 14 142 пунктов. Несмотря на небольшое итоговое изменение индекса, неделя оказалась довольно динамичной. Так, в среду и четверг бенчмарк прибавил уверенные 2,5%, растеряв в пятницу весь этот рост, связанный с релизом свежих финансовых отчетов и развитием ситуации в Украине. Однако 22 апреля глава ФРС США Джером Пауэлл заявил, что на майском заседании американского регулятора будет обсуждаться вопрос повышения ставки сразу на 50 базисных пунктов, что вызвало активные распродажи на мировых фондовых рынках. Среди отдельных эмитентов отметим софтверного гиганта SAP, который отчитался по итогам первого квартала 2022 года операционной прибылью в размере 1,7 млрд евро. Также компания заявила, что приостановка ее деятельности в России обусловит снижение выручки на 300 млн евро.

Лидеры роста в индексе DAX

Акция	Значение на		Изменение, %
	09.04.22	23.04.22	
DAX Index	14 283,67	14 142,09	-1,0%
HEI GR Equity	50,30	53,84	7,0%
LXS GR Equity	36,02	38,03	5,6%
TKA GR Equity	6,86	7,22	5,2%
MTX GR Equity	186,25	194,40	4,4%
BOSS GR Equity	51,94	54,16	4,3%
BNR GR Equity	71,40	74,40	4,2%
LHA GR Equity	6,95	7,21	3,8%
KGX GR Equity	55,58	57,56	3,6%
EVK GR Equity	24,23	24,99	3,1%
DPW GR Equity	40,64	41,75	2,7%
CON GR Equity	64,08	65,74	2,6%
BAS GR Equity	51,27	52,46	2,3%
G1A GR Equity	37,18	38,02	2,3%

Ожидания и стратегия

Котировки широкого рынка продолжают движение в рамках нисходящего тренда, берущего начало в январе 2022 года. Индекс DAX вновь пересек линию этого канала, откуда в итоге скорректировался к 14100 пунктам. При уходе ниже этого уровня высока вероятность новой волны падения к 13600 пунктам. Чтобы переломить этот тренд, DAX необходимо подняться выше 14600 и закрепиться в районе 14900 пунктов, после чего можно будет рассчитывать на среднесрочный разворот вверх.



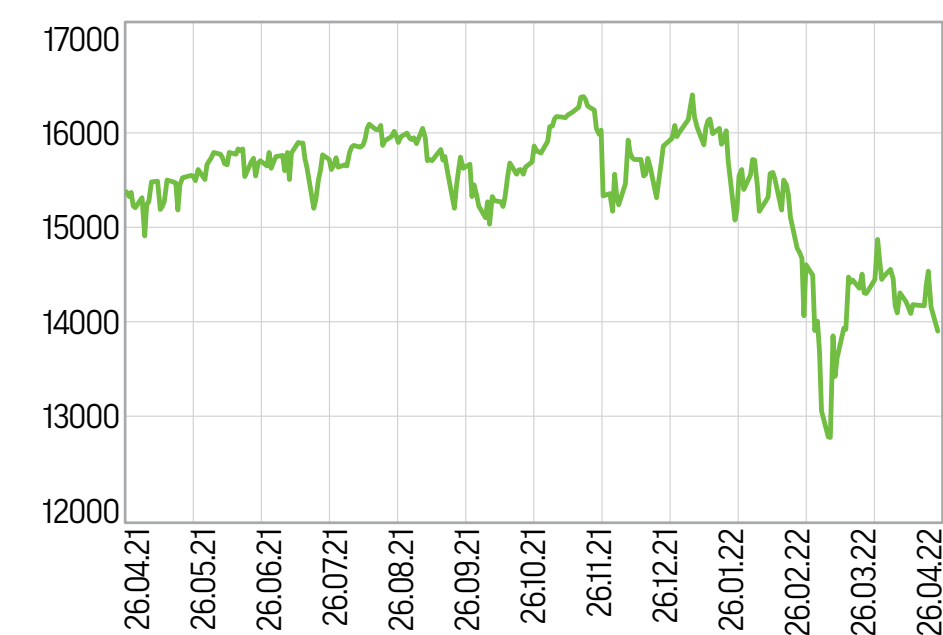
Рынок Германии

Важные новости

- На фоне обострения конфликта на территории Украины прогнозы расширения мировой экономики были пересмотрены вниз. Так, МВФ ожидает роста на 3,6% в 2022-м и 2023 году, что слабее прежней оценки, предполагавшей повышение на 4,4% и 3,8% соответственно. Всемирный банк также скорректировал ориентиры на 2022 год с 4,1% до 3,2%.
- Индекс экономических настроений в Германии от ZEW упал с -39,3 в марте до -41 пункта в апреле при первоначальных ожиданиях на уровне -48 пунктов.
- Компания SAP отчиталась за первый квартал выручкой в размере 7,1 млрд евро (+11% г/г). Основной рост пришелся на облачный бизнес, доходы от которого составили 2,8 млрд евро (+31%).



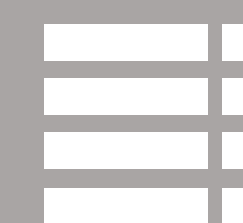
Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru



Infineon Technologies AG

Новые горизонты

Наращивание производства в Индонезии, а также расширение портфеля продуктов обеспечит котировки производителя микрочипов драйверами роста

Причины для покупки:

- 1. Наращивание мощностей в Индонезии.** Infineon Technologies Batam приобретает недвижимость, которая расположена недалеко от уже имеющейся серверной площадки компании. После ввода в эксплуатацию новых фабрик к 2024 году производственные площади Infineon в Батаме увеличатся вдвое.
- 2. Расширение продуктовой линейки.** В апреле компания представила новые решения, которые позволяют максимизировать эффективность электронных систем и продлить срок службы батарей.
- 3. Последние обновления аналитиков.** В апреле инвестдома Cowen, Bernstein, Credit Suisse и BNP Paribas Exane подтвердили свои целевые цены бумаги IFX на уровне 50, 39, 48,4 и 53 евро соответственно. Средний таргет составляет 44,37 евро.
- 4. Техническая картина.** Акции Infineon Technologies удержались около поддержки в районе 26 евро и начали локальный отскок. При пробое вверх уровня 29 евро возможен рост к 34 евро.

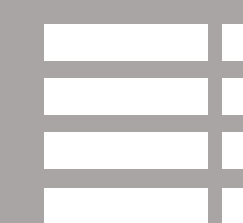
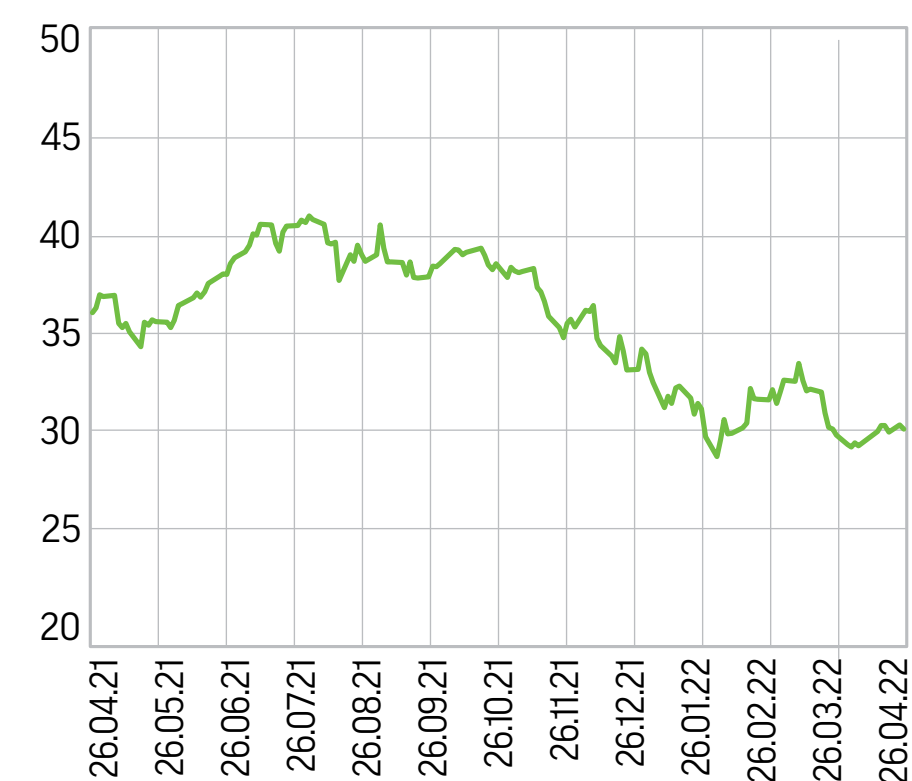


Среднесрочная идея

Infineon Technologies AG

Тикер на Xetra:	IFX
Текущая цена:	27,91 евро
Целевая цена:	34 евро
Потенциал роста:	21,82%
Дивидендная доходность:	-%

Динамика акций IFX на Xetra





ИК «Фридом Финанс» выплатила 9-й купон биржевых облигаций

ООО ИК «Фридом Финанс» 26 апреля перечислило 9-й купон биржевых облигаций серии П01-01.

Следующие выплаты купонного дохода состоятся 26 июля и 25 октября 2022 года, а также 24 января 2023-го. Трехлетний выпуск объемом \$30,04 млн был размещен на бирже в начале 2020 года с купоном 6,5% годовых. Для ИК «Фридом Финанс» это второй выпуск облигаций с начала 2019 года. Для российского рынка корпоративного долга случаи эмиссии долевых бумаг именно брокерской компанией достаточно редки. Среди основных целей размещения – поддержание ликвидности и пополнение оборотного капитала, расширение продуктовой линейки, реструктуризация операционной деятельности, а также создание бенчмарка привлечения денежных средств в иностранной валюте.

Вышел новый номер журнала «Финансист»

Первый в этом году выпуск журнала «Финансист» посвящен метавселенной и компаниям, которые прокладывают мосты в виртуальное пространство. Технологический тренд на создание цифровых миров открывает новые возможности для бизнеса и инвесторов. По прогнозу аналитиков Citibank, к 2030 году рынок метавселенных достигнет \$13 трлн, а количество пользователей увеличится до 5 млрд. Команда «Фридом Финанс» совместно с учеными и журналистами рассмотрела на страницах журнала новый метатренд, который предполагает технологический прорыв в широком спектре областей.

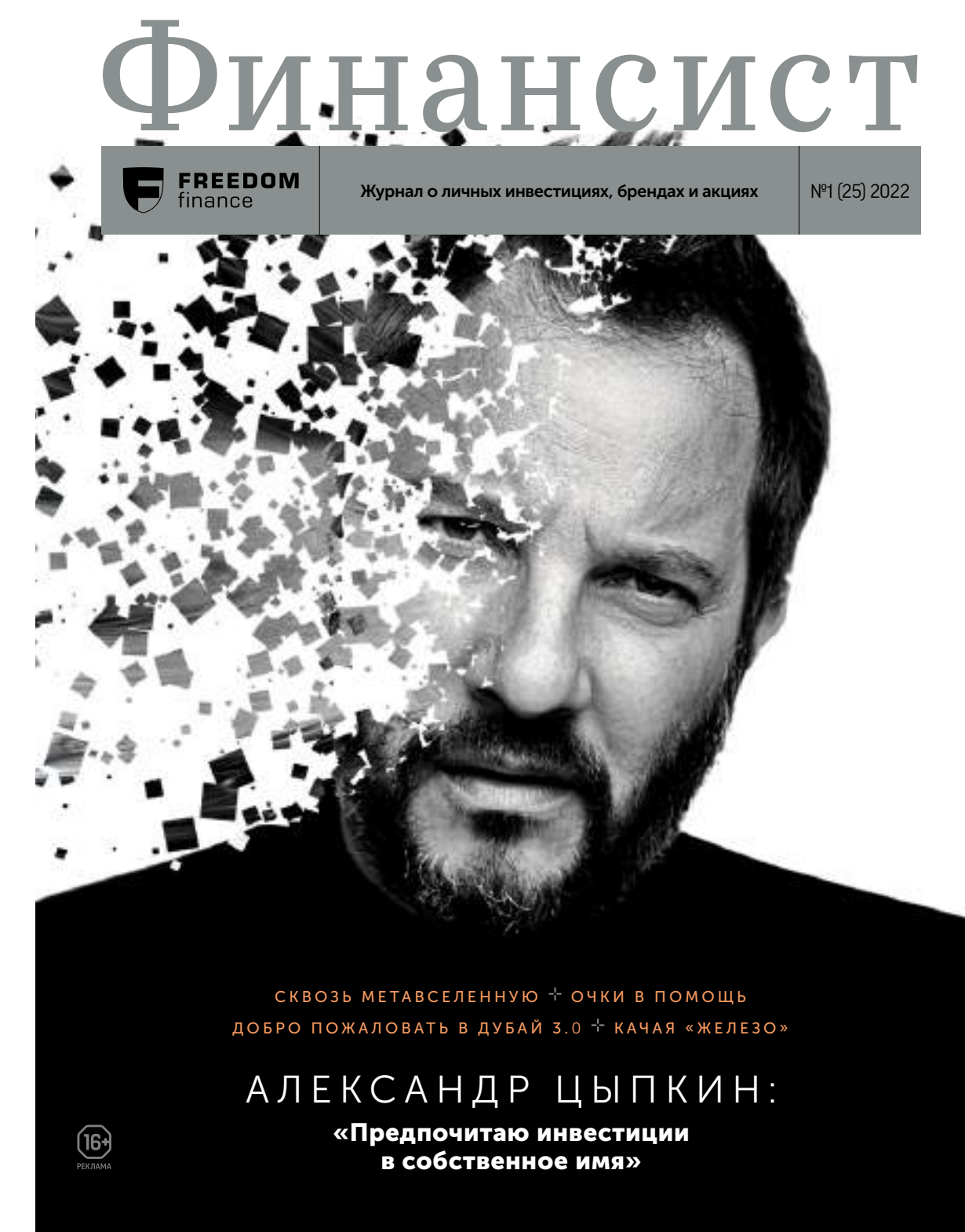
Из нового «Финансиста» вы узнаете:

- какой город станет метапервопроходцем;
- какие отрасли выиграют от перехода человечества в новую реальность;

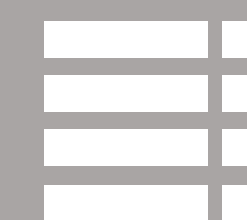
- как развивается тренд на создание виртуальных миров в России.

Кроме того, Александр Цыпкин, писатель и сценарист, поделился своим мнением о развитии виртуальных миров, а также о том, как метавселенная может трансформировать искусство.

Заказать печатную версию журнала вы можете абсолютно бесплатно через [форму на нашем официальном сайте](#). Читайте новый номер «Финансиста» на ffin.ru и в наших офисах!



Инвестиционный
обзор №245
28 апреля 2022
www.ffin.ru





Москва

+7 (495) 783-91-73, info@ffin.ru, ffin.ru

1-й Красногвардейский пр-д, д. 15, эт. 18

Офисы

Архангельск

+7 (8182) 457-770, arhangelsk@ffin.ru
наб. Северной Двины, д. 52, корп. 2

Астрахань

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

Барнаул

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

Белгород

+7 (472) 277-77-31, belgorod@ffin.ru
ул. Преображенская, д. 86

Братск

+7 (3953) 34-83-89, bratsk@ffin.ru
ул. Мира, д. 27

Владивосток

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

Волгоград

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

Вологда

+7 (8172) 26-59-01, vologda@ffin.ru
ул. Сергея Орлова, д. 4

Воронеж

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

Екатеринбург

ekaterinburg@ffin.ru
+7 (343) 351-08-68, ул. Сакко и Ванцетти, д. 61
+7 (343) 351-09-90, ул. Хохрякова, д. 10

Ижевск

+7 (3412) 278-279, izhevsk@ffin.ru
ул. Пушкинская, д. 277

Иркутск

+7 (3952) 79-99-02, irkutsk@ffin.ru
ул. Киевская, д. 2

Казань

kazan@ffin.ru
+7 (843) 249-00-51, ул. Сибгата Хакима, д. 15
+7 (843) 249-00-49, ул. Гоголя, д. 10

Калининград

+7 (4012) 92-08-78, kaliningrad@ffin.ru
пл. Победы, д. 10

Кемерово

+7 (3842) 45-77-75, kemerovo@ffin.ru
Советский пр-т, д. 49

Краснодар

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

Красноярск

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

Курск

+7 (4712) 90-01-90, kursk@ffin.ru
ул. Радищева, д. 87/7

Липецк

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

Набережные Челны

+7 (8552) 204-777, n.chelny@ffin.ru
пр-т Хасана Туфана, д. 26

Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92, nnovgorod@ffin.ru
ул. Минина, д. 1

Новосибирск

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

Омск

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

Пермь

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

Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54, rostovnadonu@ffin.ru
пр. Буденновский, д. 62/2

Рязань

+7 (4912) 77-62-62, ryazan@ffin.ru
ул. Свободы, д. 24А

Самара

+7 (846) 229-50-93, samara@ffin.ru
ул. Ульяновская, д. 45

Санкт-Петербург

spb@ffin.ru
+7 (812) 313-43-44, Басков пер., д. 2, стр. 1
+7 (812) 200-99-09, Московский пр., д. 179, лит. А

Саратов

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

Сочи

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

Ставрополь

+7 (8652) 22-20-22, stavropol@ffin.ru
ул. Ленина, д. 219

Стерлитамак

+7 (3473) 41-84-88, danilova@ffin.ru
ул. Коммунистическая, д. 30

Сургут

+7 (3462) 39-09-00, surgut@ffin.ru
пр-т Мира, д. 42

Тверь

+7 (4822) 755-881, tver@ffin.ru
бул. Радищева, д. 31Б

Тольятти

+7 (848) 265-16-41, tolyatti@ffin.ru
ул. 40 лет Победы, д. 26

Томск

+7 (3822) 700-309, tomsk@ffin.ru
пл. Батенькова, д. 2

Тюмень

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

Улан-Удэ

+7 (3012) 204-317, ulan-ude@ffin.ru
ул. Советская, д. 23А

Ульяновск

+7 (842) 242-52-22, ulyanovsk@ffin.ru
ул. Карла Либкнехта, д. 24/5А

Уфа

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

Чебоксары

+7 (8352) 36-73-53, cheboksary@ffin.ru
ул. Ярославская, д. 27

Челябинск

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

Череповец

+7 (8202) 49-02-86, cherepovets@ffin.ru
пр-т. Победы, д. 60

Якутск

+7 (411) 224-34-47, yakutsk@ffin.ru
ул. Орджоникидзе, д. 36/1

Ярославль

+7 (4852) 60-88-90, yaroslavl@ffin.ru
ул. Свободы, д. 34

**Инвестиционный
обзор №245**
28 апреля 2022
www.ffin.ru

**Все филиалы
«Фридом Финанс»**

Отсканируйте QR-код
камерой телефона

