

№268 20 апреля 2023

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Сезон отчетов стартовал на позитивной ноте

Крупнейшие банки США отчитались за первый квартал уверенным ростом процентных доходов ввиду повышения ставки ФРС

Казахстан

«Быки» вернулись на KASE

Узбекистан

Снова на подъеме

Россия

Ралли светит зеленый

Германия

Отдых на вершине

Содержание



| | |
|---|----|
| Рынок США. Сезон отчетов стартовал на позитивной ноте | 3 |
| Самое важное по фондовому рынку США на одной странице..... | 4 |
| Самое главное. Акции банков вновь ждут покупателей..... | 5 |
| Актуальные тренды. Обзор на 18 апреля..... | 6 |
| Текущие рекомендации по акциям..... | 8 |
| Наиболее важные новости компаний..... | 9 |
| Инвестиционная идея. Dollar General. Размер имеет значение..... | 11 |
| Оptionная идея. BEAR CALL SPREAD ON DLTR..... | 13 |
| Обзор венчурных инвестиций..... | 14 |
| Кто идет на IPO. IPO Acelyrins. Новое слово в иммунологии..... | 15 |
| Рынок Казахстана. «Быки» вернулись на KASE..... | 16 |
| Инвестиционная идея. PFinEx Kazakhstan Equity ETF. Комплексный подход к доходу..... | 18 |
| Российский рынок. Ралли светит зеленый..... | 19 |
| Рынок Узбекистана. Снова на подъеме..... | 23 |
| Рынок Германии. Отдых на вершине..... | 25 |
| Среднесрочная идея. Deutsche Telekom AG. Эталонная стабильность..... | 27 |
| Новости Freedom Holding Corp..... | 28 |
| Контакты..... | 29 |

Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global

Фондовый рынок США

Сезон отчетов стартовал на позитивной ноте

Результаты крупнейших американских банков, которые традиционно открывают сезон квартальной отчетности, за январь-март оказались сильными благодаря росту процентных доходов, обусловленному повышением ключевой ставки ФРС



Новости одной строкой:

- 12.04.2023** Дефицит бюджета США в марте достиг \$378 млрд, почти вдвое превысив консенсус
- 13.04.2023** Индекс доллара опустился на минимум с апреля 2022 года, снизившись с пиков прошлого года на 12%
- 13.04.2023** Статистика по запасам газа в США отразила начало сезона заполнения хранилищ. Цены на газ от максимумов 2022 года упали на 80%
- 14.04.2023** Розничные продажи в США за март снизились на 1% м/м после 0,2% м/м в феврале

По состоянию на 18.04.2023

| Тикер | Актив | Изменение | |
|-------|---------------------------|-----------|----------|
| | | за неделю | за месяц |
| SPY | S&P 500 | 0,70% | 5,76% |
| QQQ | Индекс NASDAQ100 | 0,22% | 4,33% |
| DIA | Dow Jones Industrial 30 | 0,86% | 6,39% |
| UUP | Доллар | -0,79% | -1,84% |
| FXE | Евро | 1,27% | 3,19% |
| XLF | Финансовый сектор | 2,56% | 6,13% |
| XLE | Энергетический сектор | 1,83% | 13,33% |
| XLI | Промышленный сектор | 1,19% | 3,27% |
| XLK | Технологический сектор | -0,23% | 3,62% |
| XLU | Сектор коммунальных услуг | -1,12% | 2,87% |
| XLV | Сектор здравоохранения | 0,85% | 6,92% |
| SLV | Серебро | 1,88% | 12,99% |
| GLD | Золото | 0,68% | 1,41% |
| UNG | Газ | -2,34% | -14,23% |
| USO | Нефть | 3,34% | 22,89% |
| VXX | Индекс страха | -5,69% | -27,43% |
| EWJ | Япония | 1,30% | 4,90% |
| EWU | Великобритания | 1,51% | 10,32% |
| EWG | Германия | 1,92% | 10,21% |
| EWQ | Франция | 2,96% | 11,86% |
| EWI | Италия | 2,62% | 12,99% |
| GREK | Греция | 4,00% | 11,83% |
| EEM | Страны БРИК | 0,74% | 5,61% |
| EWZ | Бразилия | 7,35% | 11,30% |
| RTSI | Россия | 0,86% | 2,62% |
| INDA | Индия | 0,58% | 4,64% |
| FXI | Китай | -1,64% | 3,98% |



Инвестиционный обзор №268

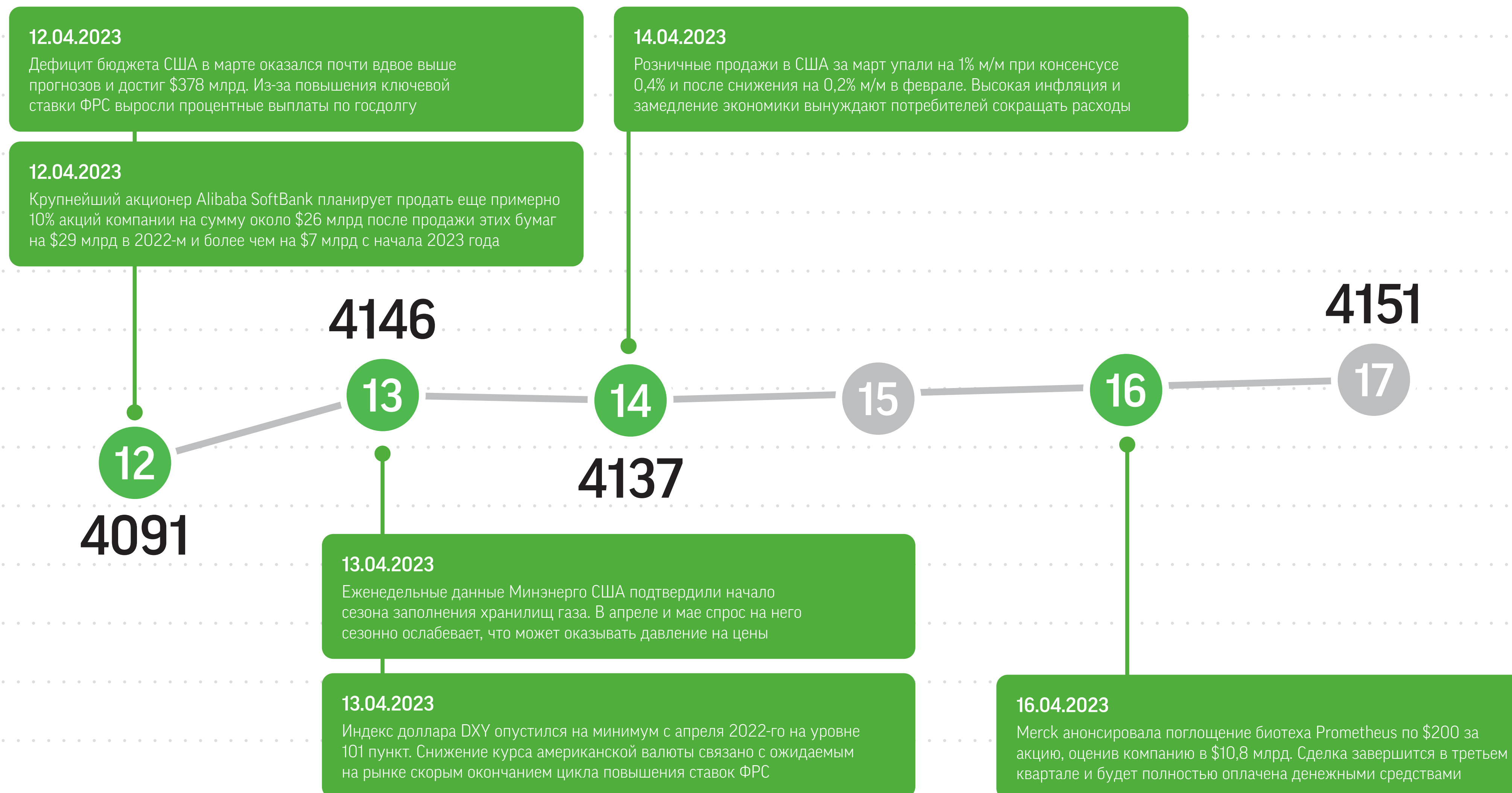
20 апреля 2023

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (12.04.2023 – 16.04.2023)



Акции банков вновь ждут покупателей

Финансовый сектор по-прежнему в центре внимания у инвесторов Уолл-стрит. Опасений по поводу устойчивости банковской индустрии мы на текущий момент не испытываем, но считаем полезным разобрать первые отчеты банков после недавнего стресса, чтобы понять, изменился ли фундаментальный тезис, который мы представили месяц назад.

Как ни удивительно, объем депозитов крупных банков J.P.Morgan и Wells Fargo, которые отчитались за первый квартал 14 апреля, за этот период не только не увеличился к прошлогоднему показателю, но и упал – на 7% и 8% соответственно. У Citibank эта метрика осталась практически без изменений по сравнению с январем-мартом 2022-го. В то же время в поквартальном сопоставлении JPMorgan зафиксировал рост притока средств во вклады на 2%, однако Wells Fargo и Citigroup отразили его снижение на 2–3%.

По последним на сегодня данным ФРС, объем депозитов за март сократился менее чем на 3% м/м. Ближе к концу первого весеннего месяца ситуация с динамикой вкладов стабилизировалась. Рост их наблюдался как в крупнейших банках, так и в кредитных организациях среднего и регионального уровня. Тренд на отток депозитов начался во втором квартале прошлого года из-за роста доходности на денежном рынке. А в нынешнем марте произошло лишь изменение направления: часть депозитов из региональных банков была переведена на счета крупнейших финансовых корпораций США. В итоге благодаря своевременной реакции регулятора никаких серьезных оттоков не произошло, как мы и [предположили месяц назад](#).

Даже результаты региональных банков доказывают, что реакция инвесторов на историю с Silicon Valley Bank и Signature Bank была слишком нервной. Western Alliance (WAL) и Metropolitan Bank (MCB) прибавляют после отчета около 15%. Сопоставимую динамику, вероятнее всего, вызовет отчет First Republic (FRC), который выйдет 24 апреля. Более сдержанную позитивную реакцию можно ожидать от предстоящего 28 апреля релиза New York Community (NYCB), о котором мы говорили в позапрошлом обзоре, поскольку часть мартовского падения его бумагами уже была отыграна. Безусловно, торговля на основании результатов квартальной отчетности связана с высоким риском, и в текущей ситуации это особенно справедливо в отношении банков. Чтобы уменьшить эти риски, стоит контролировать размер позиции, выделяя под нее не более 1% портфеля.

Однако в долгосрочном горизонте Western Alliance и Metropolitan Bank доказали свою состоятельность, так что их можно рассматривать для добавления в соответствующие инвестпортфели, даже с учетом снижения маржинальности в банковской сфере на горизонте года за счет рефинансирования. Пока мы не видим активной борьбы за депозиты, поэтому маржинальность у крупных банков очень высока. Ярким примером этого является J.P. Morgan: корпорация отчиталась ростом чистого процентного дохода

почти на 50% г/г и сформировала за счет него больше половины квартальной выручки. Эту тенденцию подтверждает статистика ФРС: депозиты в банках приносят вкладчикам в среднем в 10 раз меньшего процентного дохода, чем казначейские векселя США, в то время как ставки по кредитам остаются на рыночных уровнях. Очень высока вероятность, что региональным банкам удастся компенсировать процентным доходом часть растущих расходов, что обеспечит повышение котировок успешных региональных кредитных организаций в среднем на 30–40%.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4070–4250 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Важные новости

За март дефицит бюджета США увеличился до \$378 млрд по сравнению с \$262 млрд месяцем ранее, тогда как консенсус предполагал его сокращение до \$221 млрд. Высокий дефицит бюджета обостряет проблему потолка госдолга. Баланс Минфина на счетах в ФРС с начала апреля сократился на \$76 млрд, до \$87 млрд и достиг минимума с декабря 2021 года.

Индекс доллара DXY, рассчитываемый относительно основных мировых валют, 13 апреля достиг минимума за год. Ослабление доллара вызвано ожиданиями окончания цикла повышения ставок в США. В то же время из-за снижения DXY растут цены на товарные активы, что способствует сохранению высокой инфляции и удорожанию импорта, а как следствие, и сохранению высоких ставок в США. Таким образом, ожидания снижения ставок могут содействовать продолжению ужесточения монетарной политики ФРС.

Еженедельные данные, опубликованные 13 апреля, отразили первое в текущем году повышение объема резервов газа в США на 25 млрд кубических футов (МКФ), до 1855 МКФ. Наступил сезон низкого спроса на газ (апрель-май). Обновленный прогноз Минэнерго США предполагает падение потребления природного газа в Штатах в апреле на 17,2% м/м, до 77,6 МКФ в сутки. В мае его снижение может составить еще 8,1%, до 71,3 МКФ в сутки, что будет оказывать давление на цены голубого топлива.

Данные розничных продаж за март, опубликованные 14 апреля, зафиксировали их сокращение на 1% м/м, хотя в консенсус закладывалось снижение лишь на 0,4%. Ослабление потребления наблюдается второй месяц подряд: в феврале розничные продажи уменьшились на 0,2% м/м. Этот процесс идет параллельно с увеличением закредитованности населения. В феврале объем потребительских кредитов без учета ипотеки вырос на \$15,3 млрд, достигнув исторического максимума на уровне \$4821 млрд.

Актуальные тренды

Обзор на 18 апреля

Глобальная картина

За две недели, завершившиеся 14 апреля, индекс S&P 500 вырос на 0,7%, Dow Jones поднялся на 1,8%, а Nasdaq Composite упал на 0,8%. Основную часть этого периода S&P 500 консолидировался вблизи 4100 пунктов. В начале апреля инвесторы отыгрывали неожиданную новость о решении участников сделки ОПЕК+ о дополнительном сокращении нефтедобычи. В результате с мая и до конца декабря производство нефти будет снижено на 1,157 млн баррелей в сутки, без учета планов России до финала текущего года продолжить сокращение своей добычи на 500 тыс. баррелей в сутки. По нашим оценкам, реализация всех этих планов будет способствовать росту котировок нефти марки WTI до \$90-100 во втором полугодии, что изменит инфляционные перспективы, осложняя задачу ФРС по борьбе с инфляцией.

Одной из основных тем, обсуждаемых на рынке, стала продолжающаяся стабилизация ситуации в банковском секторе. Общий объем экстренного кредитования банков последовательно снижается. Размер их заимствований из традиционного «дисконтного окна» на неделю к 12 апреля сократился с предыдущих \$69,7 млрд до \$67,6 млрд, а общее заемное финансирование в рамках механизма BTFP впервые с момента его появления упало – с \$79 млрд до \$71,8 млрд. Спад напряженности в банковской индустрии ведет к ослаблению рисков глубокой рецессии.

Сезон отчетов в целом стартовал на позитивной ноте. После публикации результатов банков JPMorgan (JPM) и Citigroup (C) инвесторы проявили высокий спрос на их акции. В следующие две недели направление движения рынка будет определять главным образом выходящая квартальная отчетность. Консенсус предполагает сокращение EPS компаний из состава S&P 500 на 6,6% г/г, что в случае совпадения с фактом станет худшим результатом со второго квартала 2020 года. Впрочем, планка ожиданий является достаточно низкой ввиду постепенного пересмотра ориентиров по прибыли на акцию в сторону снижения в ходе всего первого квартала. С 31 декабря по 30 марта прогноз по EPS был ухудшен на 6,3%, и это в два раза сильнее, чем средний пересмотр за последние пять и 10 лет. Впрочем, подобным образом складывалась ситуация и в предыдущие два сезона. Рынок акций реагировал ростом на выходящую отчетность, так как ее результаты оказывались не настолько слабыми, насколько пред-



Актуальные тренды

Обзор на 18 апреля

полагалось прогнозами. Тем не менее динамику на фондовых площадках во многом будут определять не сами отчеты корпораций, а комментарии их менеджмента относительно краткосрочных перспектив. Риск дальнейшего понижения прогноза EPS на 2023 год остается высоким. В ближайшие две недели в фокусе инвесторов будут отчеты Alphabet (GOOGL), Microsoft (MSFT), Amazon (AMZN), Coca-Cola (KO), Visa (V), Mastercard (MA), Boeing (BA), Merck&Co (MRK), Exxon Mobil (XOM), United Parcel Service (UPS).

Макроэкономическая статистика

Данные по вакансиям JOLTS отразили заметное охлаждение рынка труда. В феврале число свободных рабочих мест сократилось на 632 тыс., достигнув минимума с лета 2021 года. Пару месяцев назад эту тенденцию оценили бы как уменьшение излишней напряженности на рынке труда. На сегодняшний день плохие новости экономики в инвестсообществе воспринимаются негативно, поскольку слабо влияют на ожидания в отношении ставки ФРС. В то же время игроки рынка видят в слабой статистике усиление риска развития глубокой рецессии. Напомним, что в наш базовый сценарий заложен умеренный экономический спад во второй половине года. Индексы деловой активности от ISM также оказали на рынок неблагоприятное воздействие, так как оказались слабее ожиданий. Несколько ослабил тревогу в отношении перспектив экономики мартовский отчет о занятости, в котором отразилось сокращение безработицы до 3,5%. Рост общего индекса потребительских цен за март замедлился до 0,1% м/м и 5,1% г/г, сильнее, чем предполагал консенсус. Смягчению инфляционного давления способствовало снижение стоимости энергоносителей на 3,5% м/м. Тем не менее этот дефляционный эффект может оказаться кратковременным из-за упомянутого решения ОПЕК+ о сокращении добычи. Наиболее позитивным сигналом в статистике ИПЦ стало замедление ежемесячного роста стоимости жилья с максимальных 0,8% м/м в феврале до 0,6% м/м. Индекс производственных цен также преподнес приятный сюрприз, продемонстрировав снижение вместо ожидавшегося умеренного прироста. Базовый индекс цен производителей опустился на 0,1% м/м, и это первый случай его отрицательной динамики с июня

2020 года. Данные розничных продаж подтвердили, что потребители активно оптимизируют свои затраты на товары и услуги (в том числе по данным RedBook и ISM). Базовый индекс снизился на 0,8% м/м при среднем прогнозе рынка 0,3% м/м. В течение следующих двух недель в фокусе биржевых игроков будет статистика ВВП за первый квартал, индекс PCE за март и отчет по рынку труда за апрель.

Монетарная политика ФРС

В протоколе мартовского заседания FOMC содержались прогнозы, предполагающие мягкую рецессию в конце этого года. Одной из причин грядущего спада называют ужесточение кредитных условий после банкротства Silicon Valley Bank. Некоторые представители руководства Федрезерва заявляли о целесообразности поставить цикл ужесточения ДКП на паузу в связи со стрессом в банковском секторе. Однако итоговое решение зафиксировало приверженность курсу на повышение ставки и закрепление ее на пиковом уровне для противодействия устойчивой инфляции. На наш взгляд, свежих данных, отражающих замедление инфляции, для смены риторики и планов регулятору пока недостаточно. Последний прогноз в отношении максимального значения ставки ФРС, судя по фьючерсам, закладывает ее на уровне 4,65% по итогам года, притом что в начале апреля этой отметкой считалась 4,4%. Пересмотр этих ориентиров был вызван не данными инфляции за март, а достаточно сильными отчетами банков, из-за чего опасения по поводу благополучия финансовой индустрии ослабли. Одновременно усилились инфляционные ожидания потребителей. Участники рынка закладывают в базовый сценарий повышение ставки ФРС до 5,25% в мае, оценивая вероятность этого шага примерно в 85%. Удивительно, что рынок акций отреагировал на это изменение достаточно спокойно. Подчеркнем значительное расхождение между «ястребиной» риторикой регулятора и надеждами участников рынка на неоднократное снижение ставки во втором полугодии так как это создает уязвимость для S&P 500.

Техническая картина

S&P 500 находится на границе между двумя трендами, поэтому инвесторам следует проявлять повышенную осторожность. Доля входящих в индекс акций, торгующихся выше 50-дневной скользящей средней, постепенно увеличивается и уже превысила 55%. Если бенчмарку удастся закрепиться над отметкой 4200 пунктов, то есть на новых максимумах 2023 года, вероятно ускорение роста. В этом случае следующим уровнем сопротивления станет район 4300 пунктов. Впрочем, мы сомневаемся, что технических факторов S&P 500 хватит для преодоления зоны сопротивления 4150–4200 пунктов. Считаем более высокой вероятностью отскока или ложного пробоя, поскольку индекс VIX впервые с начала 2022 года опустился до 17 пунктов. Мы оцениваем чрезмерную уверенность инвесторов как контрарный сигнал. Если образуются разворотные паттерны, то индекс широкого рынка может довольно быстро начать корректироваться с целью тестирования зоны 3950–4000 пунктов на горизонте нескольких недель. Ключевая 200-дневная скользящая средняя пролегает на уровне 3952 пунктов.

Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



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 |
|-------|-----------------------------|--|-----------------------|-------------------------|------------------|------------------|-------------------------|-------------------|--------------|
| DG | DOLLAR GENERAL CORPORATION | Торговля потребительскими товарами | 46 784 | 2023-04-17 | 214 | 270 | 2024-04-16 | 26% | Покупать |
| CD | CHINDATA GROUP HOLDING Ltd. | Услуги в области обработки данных | 1 251 | 2023-03-31 | 7 | 10 | 2024-03-30 | 49% | Покупать |
| T | AT&T INC. | Телекоммуникационные услуги | 141 100 | 2023-03-20 | 20 | 22 | 2024-03-19 | 11% | Покупать |
| ICE | INTERCONTINENTAL EXCHANGE | Рынки капитала | 60 444 | 2023-03-06 | 108 | 123 | 2024-03-05 | 14% | Покупать |
| MRTX | MIRATI THERAPEUTICS, INC. | Биотехнологии | 2 452 | 2023-02-16 | 42 | 80 | 2024-02-16 | 89% | Покупать |
| AMZN | AMAZON.COM, INC. | Интернет- и прямая розничная торговля | 1 052 803 | 2023-02-06 | 103 | 146 | 2024-02-06 | 42% | Покупать |
| CTRA | COTERRA ENERGY, INC | Добыча нефти и газа | 19 729 | 2023-01-23 | 26 | 30 | 2024-01-23 | 17% | Покупать |
| DAL | DELTA AIR LINES, INC. | Авиалинии | 22 232 | 2022-11-15 | 35 | 45 | 2023-11-15 | 30% | Покупать |
| LI | LI AUTO | Автомобилестроение | 22 380 | 2023-04-03 | 26 | 30 | 2024-04-02 | 15% | Покупать |
| LAZR | LUMINAR TECHNOLOGIES, INC. | Электронное оборудование, приборы и компоненты | 1 633 | 2022-10-03 | 6 | 14,2 | 2023-10-03 | 137% | Покупать |
| CME | CME GROUP INC. | Рынки капитала | 69 113 | 2022-09-05 | 192 | 219 | 2023-09-05 | 14% | Покупать |
| INCY | INCYTE CORPORATION | Биотехнологии | 16 722 | 2022-08-23 | 75 | 93 | 2023-08-23 | 24% | Покупать |
| LUV | SOUTHWEST AIRLINES CO. | Авиалинии | 19 201 | 2023-04-03 | 32 | 40 | 2024-04-02 | 24% | Покупать |
| QRVO | QORVO INC. | Производство полупроводников | 9 352 | 2023-02-01 | 94 | 124 | 2024-02-01 | 32% | Покупать |
| LYV | LIVE NATION ENTERTAINMENT | Развлечения | 15 848 | 2022-05-27 | 68 | 122 | 2023-05-27 | 78% | Покупать |
| PM | PHILIP MORRIS INTERNATIONAL | Производство табачных изделий | 154 930 | 2022-11-15 | 100 | 120 | 2023-11-15 | 20% | Покупать |
| GLW | CORNING INC | Электронное оборудование, приборы и компоненты | 29 410 | 2022-11-27 | 35 | 46 | 2023-11-27 | 32% | Покупать |
| RUN | SUNRUN INC | Производство электрооборудования | 4 408 | 2022-08-04 | 21 | 38 | 2023-08-04 | 85% | Покупать |
| STZ | CONSTELLATION BRANDS INC | Оборудование и товары для отдыха | 42 379 | 2022-10-08 | 230 | 260 | 2023-10-08 | 13% | Покупать |
| PTON | PELOTON INTERACTIVE INC | Оборудование и товары для отдыха | 3 392 | 2023-03-23 | 10 | 18 | 2024-03-22 | 84% | Покупать |
| TTWO | TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT. | Развлечения | 20 980 | 2022-08-09 | 124 | 157 | 2023-08-09 | 26% | Покупать |
| LDOS | LEIDOS HOLDINGS INC | Профессиональные услуги | 12 748 | 2022-10-02 | 93 | 115 | 2023-10-02 | 24% | Покупать |
| DISH | DISH NETWORK CORPORATION | Средства массовой информации | 4 334 | 2023-03-23 | 8 | 21 | 2024-03-22 | 154% | Покупать |
| SNAP | SNAP INC | Интернет-сервисы | 17 205 | 2022-07-22 | 11 | 14 | 2023-07-22 | 27% | Покупать |
| FTCH | FARFETCH LTD | Интернет- и прямая розничная торговля | 1 772 | 2023-03-23 | 4 | 9 | 2024-03-22 | 111% | Покупать |
| QCOM | QUALCOMM INC | Производство полупроводников | 133 109 | 2023-02-06 | 119 | 153 | 2024-02-06 | 28% | Покупать |

Инвестиционный обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



7 апреля

По данным источников The Wall Street Journal, сеть фастфуда **McDonald's (MCD)** временно закрыла свои офисы в США и начала уведомлять корпоративных сотрудников о предстоящем увольнении. В январе CEO компании Крис Кемпчински в интервью той же WSJ заявил о планах McDonald's обсудить с сотрудниками запланированную этой весной оптимизацию штата до 3 апреля. По словам главы компании, эта мера необходима для контроля расходов, а также для повышения гибкости и эффективности менеджмента. Как сообщило издание, увольнения коснутся сотен корпоративных сотрудников ресторанной сети.

Более 60% из 200 тыс. работников McDonald's трудятся за пределами США, где ситуация с защитой прав наемного персонала разнится от страны к стране. На наш взгляд, переговоры с американскими профсоюзами будут особенно непростыми. При этом, не исключено, что после сокращения штата корпоративных сотрудников последуют увольнения работников ресторанов. Глобальные продажи компании остались на прежнем уровне, несмотря на уход с рынков России, Беларуси и Казахстана. В то же время, как и в целом по индустрии общепита, средний чек клиентов McDonald's с низким доходом сокращается, так как они отдают предпочтение более дешевым позициям меню. Между тем в заведениях сети фиксируется приток из традиционных ресторанов клиентов с более высоким доходом, желающих сэкономить. Мы полагаем, что в целях оптимизации McDonald's может закрыть часть точек, где бывают преимущественно посетители с низким доходом. Соответственно, сотрудникам таких заведений грозит сокращение.

Самому McDonald's оптимизация штата может помочь снять напряжение, связанное с инфляционным давлением, но этот эффект проявится только в 2024 году.

На текущий момент мы нейтрально оцениваем эту новость, поэтому оставляем целевую цену по акции MCD на отметке \$275.

JPMORGAN CHASE & Co.

14 апреля **JPMorgan Chase & Co. (JPM)**, Citigroup Inc. (C) и Wells Fargo & Co. (WFC) первыми среди эмитентов банковской индустрии представили отчетность за первый квартал. Несмотря на опасения инвесторов, их результаты оказались сильными и превзошли ожидания рынка. JPM

и WFC удалось увеличить прибыль на 52% и 34% г/г соответственно за счет резкого повышения процентных доходов. Прибыль Citi поддержала продажа розничных подразделений: без ее учета показатель сократился на 19% г/г.

Драйвером для роста доходов банковской индустрии в целом остается повышение ставок регулятором и увеличение процентной маржи. JPMorgan его квартальные показатели позволили повысить годовой прогноз чистого процентного дохода с \$74 млрд до \$81 млрд, что предполагает его рост на 21%. Мы полагаем, что позднее этот ориентир будет изменен на более консервативный. Во-первых, как и ожидалось, повышение по ставкам вкладам вверх увеличивает стоимость депозитной базы и ускоряет последовательный рост процентных расходов. В результате восстановление процентной маржи уже начинает замедляться, при этом в среднем по отрасли показатель уже вернулся к уровням 2019 года.

Во-вторых, отчеты банков подтвердили начало замедления потребительского кредитования после завершения стимулирующих выплат, менее интенсивного роста заработных плат, а также ввиду ужесточения стандартов андеррайтинга займов. Хотя объемы коммерческих кредитов остаются стабильными, ослабление бизнес-активности и дальнейшее сокращение инвестиций также должно оказать давление на динамику доходов банков в корпоративном сегменте. Уровень просроченных платежей и проблемных кредитов ожидаемо увеличивается с минимумов прошлого года. Несмотря на возвращение к долгосрочному тренду, большинство игроков закладывают в качестве базового сценария умеренную рецессию в США в текущем году и продолжают увеличивать резервы под кредитные убытки.

Особый интерес у инвесторов вызвала динамика депозитов крупнейших в США финансовых корпораций. JPMorgan стал единственным среди конкурентов, сообщившим об увеличении объема депозитов, составившем 2% кв/кв. Банку удалось выиграть за счет притока средств вкладчиков из региональных кредитных организаций во время мартовского стресса в индустрии. Это позволило JPM прервать серию последовательных оттоков наличности с вкладов, наблюдавшуюся в течение всего прошлого года. Но, несмотря на стабилизацию депозитов в конце марта, тренд на снижение объемов вкладов все еще характерен для индустрии. Объем депозитов у JPMorgan и Wells Fargo сократился на 7% и 8% г/г соответственно, а у Citigroup практически не изменился. Общий объем депозитов в коммерческих банках США уменьшился на \$900 млрд (-5% к пикам апреля прошлого года). Клиенты используют сбережения для поддержания расходов в условиях высокой инфляции или выбирают более доходные инструменты для размещения своих средств, например, краткосрочные гособлигации.

Топовые банки характеризуются более гибкими уровнями ликвидности и покрытия капиталом. Улучшение показателей капитализации и прибыли JPM и WFC позволило им возобновить обратный выкуп акций. После обнадеживающих результатов крупнейших игроков фокус



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

рынка переключается на отчеты кредиторов регионального уровня, столкнувшихся с оттоком денежной ликвидности в марте. Банки с меньшим размером активов вынуждены более резко повышать ставки по вкладам и ужесточать условия по кредитам, а также принимать более консервативную политику управления капиталом.



Крупнейший акционер **Alibaba (BABA)** SoftBank 12 апреля заявил о планах продать основную долю ее акций, находящихся в его собственности. По данным Financial Times, пакет будет уменьшен с текущих 13,7% (около \$34,5 млрд) до менее 4%. Отметим, что с начала текущего года SoftBank уже продал бумаги китайской компании более чем на \$7 млрд, а в 2022-м избавился от ее акций на \$29 млрд. На торгах 13 апреля котировки Alibaba, реагируя на сообщение, упали на 5%, а в США в день выхода новости просели на 6%. Впрочем, на следующей американской сессии произошел отскок на 2,5%.

Негативные настроения инвесторов были усилены появившимся днем ранее сообщением инвестиционной группы Prosus о намерении продать часть принадлежащих ей бумаг Tencent. Являясь одним из ранних инвесторов и самым большим держателем акций крупнейшей китайской интернет-компании, Prosus начала продажи ее пакета в середине 2022 года и к январю 2023-го избавилась от 193 млн акций общим объемом \$7,2 млрд, сократив свою долю с 29% до 26,9%. Продажи SoftBank объясняются необходимостью покрытия потерь последних лет от инвестиций в стартапы. Именно поэтому компания вынуждена зафиксировать позиции по одной из своих лучших долгосрочных сделок (в 2000 году SoftBank купил около 30% Alibaba за \$20 млн). Еще одной причиной выхода из акций Alibaba называют планы SoftBank осуществить программу обратного выкупа. Здесь аналитики проводят аналогию с действиями Prosus, которая пояснила, что средства от продажи доли в Tencent в соответствии со стратегией самой компании и ее материнского холдинга Naspers пойдут на обратный выкуп ее акций для уменьшения дисконта к их внутренней стоимости.

Среднесрочно продажа SoftBank крупной доли Alibaba окажет давление на динамику ее котировок. Но, поскольку эти действия крупного инсайдера не вызваны сомнениями в перспективах бизнеса и не скажутся на его развитии, негативного влияния на фундаментальную стоимость Alibaba продажа ее пакета не окажет. Компенсировать воздействие этих событий на ее акции

способны позитивные новости о восстановлении китайской экономики быстрее ожиданий, а также ослабление государственного давления на технологический сектор Поднебесной.



16 апреля **Merck (MRK)** анонсировала поглощение биотеха Prometheus по \$200 за акцию, оценив компанию в \$10,8 млрд. Сделка, которая будет полностью оплачена денежными средствами, должна завершиться в третьем квартале.

Продукты Prometheus находятся на стадии клинических исследований, в ее линейке пока нет одобренных регуляторами препаратов. Наиболее близка к стадии коммерциализации точная терапия на основе гуманизированных моноклональных антител PRA023 против ряда аутоиммунных заболеваний. В декабре прошлого года компания успешно завершила вторую фазу клинических испытаний этой терапии у пациентов с язвенным колитом и болезнью Крона, подтвердив перспективу применения точной терапии в иммунологии. Третья фаза исследований запланирована на начало 2024 года.

По данным Evaluate Pharma, в 2022 году рынок лечения язвенного колита и болезни Крона оценивался в \$23 млрд с расширением до \$28 млрд (CAGR 3,3%) к 2028-му. При этом величина рынка в денежном выражении может расти и за счет появления новых более эффективных вариантов терапии. Merck расценивает PRA023 как потенциальный блокбастер в сегменте иммунологии. Права на эксклюзивное производство и продажу препарата в США будут действовать до 2040 года, также у компании остаются возможности для расширения сферы применения этого продукта.

Поглощение Prometheus способно стать значимым драйвером роста для выручки Merck в следующем десятилетии и частично компенсировать риск предстоящего истечения патентов на противоопухолевый суперблокбастер Keytruda. Увеличение экспозиции на рынок иммунологии содействует диверсификации продуктового портфеля Merck. Большую часть выручки компания сейчас генерирует на рынке противораковых препаратов. Стратегически предстоящая сделка позитивна для Merck.

При этом компания предупреждает о негативном влиянии поглощения на EPS в ближайшие 12 месяцев в размере \$0,25. В эту величину включены расходы на финансирование приобретения и инвестиции в пайплайн. Мы сохраняем целевую цену по акции MRK на уровне \$106 с рекомендацией «держат».

Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



Инвестиционная идея

Dollar General. Размер имеет значение

Успешная реализация бизнес-модели обеспечивает акциям DG долгосрочную привлекательность для покупки с целью на уровне \$270

| | |
|------------------------------|----------|
| Тикер | DG |
| Цена акций на момент анализа | \$213,52 |
| Целевая цена акций | \$270 |
| Потенциал роста | 26,45% |

Dollar General Corporation (NYSE: DG) – американская сеть универсальных магазинов, торгующих недорогими товарами повседневного спроса. Главный офис компании находится в Теннесси, в городе Гудлетсвилл. В конце прошлого года ретейлер оперировал более 19 тыс. торговых точек почти во всех штатах США. В последние годы компания реализует стратегию по открытию автономных магазинов в пределах нескольких кварталов, где нет других предприятий розничной торговли. Географически выручка компании не диверсифицирована: в Северной Америке она получает 100% своих доходов.

Причины для покупки:

- Бизнес-модель создает для Dollar General ее ключевое конкурентное преимущество, так как предполагает экспансивное расширение сети магазинов посредством открытия в среднем трех новых торговых точек в день. Высокие темпы развития обеспечиваются тем, что сеть состоит из нетипичных для ретейлеров в США малоформатных точек, запуск которых обходится значительно дешевле, чем в случае с крупными магазинами. Кроме того, небольшие площадки намного проще найти. Еще одна отличительная черта бизнес-модели DG – размещение магазинов на минимальном удалении от места проживания потенциальных покупателей и как можно дальше от предприятий крупноформатных конкурентов, таких как Walmart и Target. В период резкого повышения цен на автомобильное топливо это позиционирование принесло DG дополнительную пользу. Покупатели отдавали предпочтение магазинам сети не только

из-за низких цен, но и благодаря возможности сэкономить на горючем.

- Акции DG упали почти на 20% с пиков 2022 года. Мы считаем, что в результате возникла привлекательная возможность для покупки. В условиях ожидания рецессии бизнес Dollar General способен продемонстрировать более высокую, чем у других дискаунтеров, устойчивость. Цены на большинство товаров в сети DG ниже, чем в магазинах крупных ретейлеров. Поскольку бюджеты многих потребителей сокращаются, они будут все чаще отдавать предпочтение Dollar General, чтобы сэкономить, в том числе за счет покупки товаров под собственной торговой маркой (СТМ) Dollar General. Реализация этой продукции значительно увеличивает прибыль ретейлеров за счет высокой маржи, обусловленной гораздо меньшими затратами. В настоящее время доля СТМ в продажах ретейлера составляет примерно 20% от их общего объема. Рассчитываем на ее дальнейшее расширение в будущем.
- Чистые продажи DG за четвертый квартал выросли на 17,9% г/г, до \$10,2 млрд, лишь немного недотянув до консенсуса FactSet на уровне \$10,23 млрд. Ключевым драйвером для динамики этого показателя стали открытие новых магазинов и увеличение сопоставимых продаж на 5,7% г/г (в соответствии с консенсусом). Рост этого показателя несколько нивелировало закрытие ряда магазинов, а также ослабление спроса на сезонные товары, товары для дома и одежду. Увеличение lfl-продаж было обеспечено за счет товаров повседневного спроса и роста среднего чека. Сдерживаю-

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



Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



| Акция против индексов | День | Неделя | Месяц | Квартал | Год |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| DG | 0,1% | 0,4% | (1,1%) | (8,7%) | (14,3%) |
| S&P 500 | 0,3% | 0,8% | 5,6% | 3,5% | (5,8%) |
| Russell 2000 | (0,9%) | 1,5% | 0,2% | (5,6%) | (11,2%) |
| DJ Industrial Average | (0,4%) | 1,2% | 5,4% | (1,2%) | (1,6%) |
| NASDAQ Composite Index | (0,4%) | 0,3% | 6,1% | 9,4% | (9,2%) |

Динамика котировок DG, \$



DOLLAR GENERAL

Инвестиционная идея

щий эффект на него оказало ослабление покупательского трафика, характерное для всего ретейла.

- Dollar General активно делится прибылью с акционерами, выплачивая дивиденды и проводя обратный выкуп акций. Дивиденд регулярно повышается с 2016 года с CAGR (среднегодовой темп роста) 16,2%. Однако текущий коэффициент выплат остается очень низким и составляет всего 20,6%. За счет постоянно действующих программ buy back количество акций компании в обращении с 2013 года по настоящее время сократилось на 31,6%. За 2022 год ретейлер провел обратный выкуп в объеме \$2,7 млрд, в 2023 финансовом году планируется buy back в размере \$500 млн. Реализация этой программы будет способствовать повышению EPS и котировок акций DG.

Dollar General занимает нишу, которая малоинтересна крупноформатным ретей-

лерам. Невысокая конкуренция в этом подсегменте розничной торговли позволяет улучшать рентабельность бизнеса и активно расширяться. В последнее время компания открывает магазины с более высоким количеством холодильников для свежих продуктов, предложение которых должно способствовать росту трафика. В этом году сопоставимые продажи прогнозируемо упадут из-за эффекта высокой базы и смены потребительских предпочтений. Компенсировать этот негатив DG сможет за счет продолжающегося активного открытия новых магазинов и расширения доли непотребительских товаров в выручке, которое позволит увеличить рентабельность. Учитывая все вышесказанное, считаем акции Dollar General Corporation привлекательной долгосрочной инвестицией. Целевая цена по акции DG – \$270, рекомендация – «покупать».

Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



| Финансовые показатели, \$ млн | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Выручка | 27 754 | 33 747 | 34 220 | 41 357 | 45 018 | 47 398 | 48 988 | 50 645 | 52 357 |
| Основные расходы | 7 606 | 14 118 | 17 144 | 28 405 | 30 920 | 32 555 | 33 647 | 34 785 | 35 961 |
| Валовая прибыль | 8 489 | 10 719 | 10 813 | 12 951 | 14 098 | 14 843 | 15 341 | 15 860 | 16 396 |
| SG&A | 12 085 | 16 056 | 19 304 | 9 030 | 9 784 | 10 254 | 10 549 | 10 855 | 11 170 |
| EBITDA | 2 865 | 4 129 | 3 862 | 3 092 | 5 182 | 5 679 | 6 102 | 6 542 | 7 214 |
| Амортизация | 505 | 574 | 641 | -830 | 868 | 1 090 | 1 310 | 1 537 | 1 987 |
| EBIT | 2 360 | 3 555 | 3 221 | 3 922 | 4 314 | 4 589 | 4 792 | 5 005 | 5 227 |
| Процентные выплаты (доходы) | 101 | 150 | 158 | 160 | 160 | 160 | 161 | 161 | 166 |
| EBT | 2 202 | 3 404 | 3 063 | 3 761 | 4 153 | 4 429 | 4 632 | 4 844 | 5 061 |
| Налоги | 489 | 749 | 1 440 | 772 | 852 | 909 | 950 | 994 | 1 038 |
| Чистая прибыль | 1 713 | 2 655 | 2 399 | 2 989 | 3 301 | 3 520 | 3 681 | 3 850 | 4 022 |
| Dilluted EPS | \$6,71 | \$10,82 | \$10,32 | \$13,31 | \$15,46 | \$17,47 | \$19,38 | \$21,58 | \$24,12 |
| DPS | \$1,29 | \$1,46 | \$1,70 | \$1,05 | \$1,68 | \$2,77 | \$5,01 | \$6,66 | \$8,17 |

DOLLAR GENERAL

| Анализ коэффициентов | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ROE | 37% | 44% | 42% | 39% | 36% | 34% | 33% |
| ROA | 8% | 12% | 14% | 14% | 13% | 13% | 12% |
| ROCE | 14% | 20% | 26% | 25% | 23% | 22% | 21% |
| Выручка/Активы | 1,18x | 1,84x | 1,86x | 1,76x | 1,66x | 1,58x | 1,51x |
| Кэф. покрытия процентов | 20,45x | 24,44x | 26,88x | 28,60x | 29,85x | 31,17x | 31,51x |

| Маржинальность, в % | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Валовая маржа | 31% | 32% | 32% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% | 31% |
| Маржа по EBITDA | 10% | 12% | 11% | 7% | 12% | 12% | 12% | 13% | 14% |
| Маржа по чистой прибыли | 6% | 8% | 7% | 7% | 7% | 7% | 8% | 8% | 8% |

Опционная идея

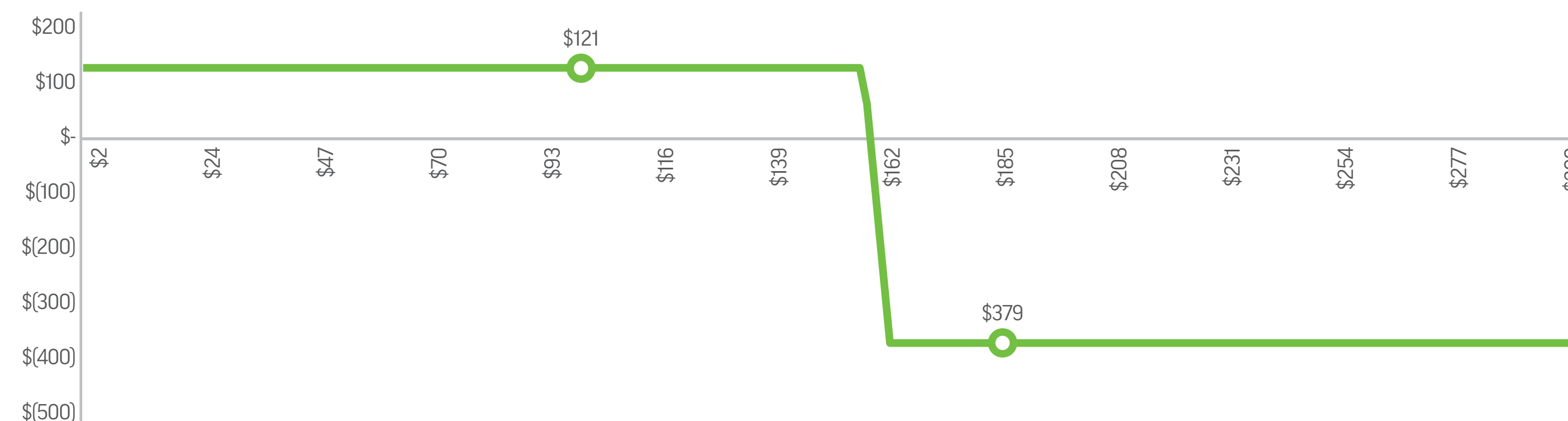
BEAR CALL SPREAD ON DLTR



Инвестиционный тезис

Dollar Tree, Inc. (DLTR) – американская сеть универсальных магазинов, торгующих недорогими товарами повседневного спроса. Главный офис компании находится в Чесапике, штат Вирджиния. Эмитент входит в список Fortune 500 и управляет 16 340 торговыми точками в 48 штатах США и в Канаде, а также общенациональной логистической сетью из 24 распределительных центров, работая под брендами Dollar Tree, Dollar Bills и Family Dollar. Результаты эмитента за четвертый квартал оказались лучше общерыночных ожиданий. Ранее компания столкнулась с давлением повышенных запасов и необходимостью делать более значительные, чем предполагалось ранее, уценки для их расчистки. Мы полагали, что жесткая конкуренция и программа трансформации бизнеса приведут к тому, что Dollar Tree будет вынуждена продавать товары по сниженным ценам более продолжительное время, однако реорганизация операционных процессов оказалась чрезвычайно эффективной. Ключевой шаг – постепенный перевод ассортиментного перечня в ценовую категорию \$1,25. Впрочем, надо отметить, что основная часть успеха в отчетном квартале обеспечена увеличением трафика, которое объясняется общеотраслевой тенденцией. Представители среднего класса постепенно наращивают покупки в дискаунтерах, стремясь снизить расходы на товары повседневного спроса. Мы полагаем, что к моменту экспирации акции компании будут торговаться выше \$160, поэтому считаем целесообразным открытие кредитного колл-спреда.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



| Тикер базового актива | Рекомендация | Страйк и инструмент | Дата экспирации | Текущая цена | Стоимость стратегии | Греческие параметры | | | | Ожидаемая волатильность | Реализованная волатильность | | | |
|-----------------------|--------------|---------------------|-----------------|--------------|---------------------|---------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-----------------------------|--------|--------|--------|
| | | | | | | Дельта | Гамма | Вера | Тета | | 1М | 3М | 6М | 12М |
| DLTR | Покупать | CALL \$165 | 19.05.2023 | 1,080 | \$121,00 | 0,180 | 0,023 | 0,133 | -0,042 | 22,98% | 44,58% | 51,06% | 52,51% | 57,50% |
| | Продавать | CALL \$160 | 19.05.2023 | 2,290 | | 0,314 | 0,031 | 0,178 | -0,061 | | | | | |

Параметры сделки

| | |
|--------------------------|-------------------------------|
| Продажа | Bear Call Spread on DLTR |
| Страйки | Long CALL 165; Short CALL 160 |
| Покупка | +DLTR^D4J165 |
| Продажа | +DLTR^D4J160 |
| Дата экспирации | 19 мая 2023 г. |
| Маржинальное обеспечение | \$500,00 |
| Максимальная прибыль | \$121 |
| Максимальный убыток | \$379 |
| Ожидаемая прибыль | 24% |
| Точка безубыточности | \$ 161,21 |

Управление позицией

Если в день экспирации 19.05.2023 цена базового актива будет ниже страйка проданного опциона колл, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$121. В случае если цена базового актива окажется в пределах \$160–165, убыток будет варьироваться, при этом необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) DLTR для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет выше купленного опциона колл, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$379. В позицию необходимо заходить до 05.05.23 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии, а соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



PhonePe

Индийская компания, основанная в 2015 году и работающая в сфере цифровых платежей и финансовых технологий, доминирует в сегменте UPI – наиболее популярной сети онлайн-операций, созданной коалицией розничных банков Индии и обрабатывающей более 8 млрд транзакций в месяц. Ранее в этом году компания заявила, что планирует обрабатывать транзакции на сумму \$1 трлн в год. В начале апреля по инициативе правительства Индии, направленной на активизацию конкуренции на рынке электронной коммерции, стартап запустил приложение для местных маркетплейсов под названием Pincode, которое работает на базе Open Network for Digital Commerce (ONDC), предлагая платформу с нулевой комиссией.

В первой половине апреля один из крупнейших венчурных инвесторов в индийские стартапы General Atlantic вложил в PhonePe \$100 млн, в результате чего оценка компании выросла до \$12 млрд. В итоге на данный момент PhonePe – самый дорогой финтех-стартап Индии. Компания также планирует привлечь \$250 млн в ближайшем инвестраунде.



Scan.com

Лондонский медтех, созданный для решения проблемы бюрократических проволочек и долгого ожидания записи к врачу в Великобритании. Платформа позволяет пациентам максимально быстро пройти различные обследования: МРТ, ультразвук, КТ и рентген. На данный момент партнерами Scan.com являются более 4 тыс. врачей-радиологов в 200 населенных пунктах. Чтобы записаться на обследование, не требуется направление врача общей практики, а удобные отчеты с интерактивными диаграммами доставляются пациенту в течение недели. Кроме того, клиническая команда сервиса предлагает консультации и рекомендации всем клиентам после бронирования записи. В этом году стартап также запустил пилотный проект для американских потребителей в штате Джорджия, планируя расширить присутствие еще на пять штатов и стать ведущей платформой диагностической визуализации в США.

17 апреля компания сообщила о привлечении \$12 млн в рамках раунда финансирования серии А. Основными инвесторами стали Oxford Capital, Aviva Ventures, YZR Capital, Triple Point Ventures и Simplyhealth Ventures при участии партнеров Forefront Venture.



Elevate

Основной продукт Elevate – платформа для администрирования социальных налоговых вычетов и льгот в режиме реального времени. Используя ее, сотрудники могут планировать вычеты и управлять льготами до налогообложения с помощью информационной панели в интернете. Платформа использует технологию искусственного интеллекта, поэтому обработка претензий пользователей и формирование отчетов для менеджеров занимают минимум времени. К настоящему моменту Elevate заключила несколько партнерских соглашений, за счет которых обслуживает клиентскую базу, насчитывающую более 100 тыс. пользователей.

14 апреля стартап привлек \$28 млн от Anthemis и прочих инвесторов, включая Fin Capital Norwest Venture Partners, Greycroft, Bowery Capital и Firebolt Ventures. Всего с момента основания Elevate получила финансирование в объеме \$43 млн. По словам генерального директора Брайана Косгрея, эти средства будут направлены на разработку продукта, наем персонала и привлечение клиентов.

EVEN

EVEN

Построенная на блокчейне платформа EVEN позволяет артистам продавать музыку напрямую слушателям. Все желающие получают доступ к эксклюзивному контенту до релиза на потоковых платформах, а артисты решают проблемы, связанные с монетизацией креативного продукта. В приложении EVEN музыканты и их поклонники поддерживают прямую связь, в итоге экономя на комиссиях платформам-реселлерам. Компания также позиционирует себя как социально ориентированную, уделяя большое внимание социальным и коммерческим проблемам темнокожих авторов и музыкантов. Платформа, которая в настоящее время находится в стадии бета-тестирования, бесплатна в использовании и не содержит рекламы. Доход генерируется за счет взимания комиссии за транзакции. Стартап планирует сотрудничать с такими артистами, как French Montana, и экспериментировать с функциями чата.

13 апреля компания привлекла \$2,2 млн в ходе первого раунда финансирования, организованного венчурным фондом CSA Partners.



IPO Acelyrin

Новое слово в иммунологии

13 апреля заявку на IPO подала биофарм-компания Acelyrin. Андеррайтеры размещения – Morgan Stanley, Jefferies, TD Cowen, Piper Sandler



Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global

Чем интересна компания:

- **О компании.** Биофармацевтическая компания Acelyrin была основана в июле 2020 года. В настоящий момент ее бизнес позиционируется как находящийся на поздней стадии клинических исследований, проявляющий активный интерес к приобретениям продуктов сторонних разработчиков. На сегодня Acelyrin реализует три исследовательских программы, основным продуктом anti-IL-17A находится на стадии клинических испытаний с3. В январе 2023 года Acelyrin приобрела компанию ValenzaBio и получила доступ к ее программам доклинической и клинической иммунологии. Общий объем привлеченных Acelyrin инвестиций превышает \$550 млн. В числе акционеров компании AyurMaya Capital Management Fund, Westlake BioPartners Fund II, Opaleye, Orbimed и Citadel Multi-Strategy Equities Master Fund Ltd.
- **Потенциальный рынок.** IL17A (Izokiber) служит для терапии при целом спектре иммунологических заболеваний, включая гнойный гидраденит, псориатический артрит, аксиальный спондилоартрит и увеит. Программа Lonigutamab, которая находится на первой стадии клинических испытаний, предназначена для борьбы с офтальмологическими патологиями, вызванными дисфункцией щитовидной железы. Разработка SLRN-517, по которой ведутся доклинические испытания, нацелена на лечение заболеваний, связанных с тучными клетками.
- **Финансовые показатели.** По данным Skysis, рынки препаратов и терапии для лечения гнойного гидраденита, псориатического артрита, аксиального спондилоартрита и увеита в 2022 году оценивались в \$1,2 млрд, \$8,8 млрд, \$5,1 млрд и \$390 млн, к 2030-му прогнозируется их рост до \$2,9 млрд, \$17,8 млрд, \$6,8 млрд и \$790 млн соответственно.



Обзор перед IPO

| | |
|--------------------|--|
| Эмитент | Acelyrin |
| Тикер | SLRN |
| Биржа | NASDAQ |
| Объем к размещению | \$100 млн |
| Андеррайтеры | Morgan Stanley, Jefferies, TD Cowen, Piper Sandler. |



ACELYRIN

«Быки» вернулись на KASE

Покупатели на казахстанском фондовом рынке вновь активизировались на фоне роста цен на нефть и в преддверии старта дивидендного сезона

Конец марта и первая половина апреля оказались удачным периодом для казахстанского рынка. После длительного празднования Наурыза инвесторы вернулись на биржу в приподнятом настроении. Индекс KASE начал новую волну роста и уже отыграл потери, понесенные между 20 февраля и 20 марта, вернувшись на максимумы февраля 2022 года. Движение в восходящем тренде, который был сформирован во время постдивидендного ралли прошлого лета, возобновилось. А с тех пор индекс прибавил около 32%.

Лидером роста последних двух недель стал Казмунайгаз. Акции компании прибавили в стоимости 8,2% на фоне скачка цен на нефть 3 апреля и новостей о росте предельных цен на ГСМ. Позитивный настрой не был нарушен даже сообщениями о протестах нефтяников в Астане, что оценивалось как социальный риск для бумаг эмитента. В итоге их котировки перевалили за отметку 10 300 тенге, которая соответствовала нашей промежуточной целевой цене. Дополнительным катализатором роста бумаг могли стать ожидаемые дивиденды. По нашим прогнозам, выплаты составят от 328 до 410 тенге на акцию.

Примечательно, что вместе с акциями КМГ вверх пошли также и бумаги Казтрансойла. Среди новостей компании выделяется сообщение о рекомендации совета директоров перечислить в виде дивиденда за год 36 тенге на акцию. Таким образом, предлагае-

мый размер выплат заметно превышает наш прогноз на уровне 26 тенге, а также оказывается на 50% выше дивиденда за предыдущий год. Тем не менее указанный ориентир многократно ниже, чем исторический уровень дивиденда Казтрансойла. Кроме того, напомним, что компанию обязали вернуть 50 млрд тенге в облигациях, выпущенных для ТОО «Магистральный Водовод».

Лучше рынка на протяжении этих двух недель также торговался Народный банк. Его котировки почти достигли уровня нашей локальной целевой цены 147 тенге, столкнувшись с расположенной вблизи этой отметки линией сопротивления.

Среди корпоративных отчетов отметим публикацию Kcell. Выручка оператора связи за четвертый квартал 2022-го сократилась из-за падения продаж мобильных устройств. В то же время зафиксирован годовой рост маржинальности. Динамика этого показателя по отношению к третьему кварталу оказалась смешанной ввиду низкой маржинальности мобильных устройств. Свободный денежный поток в 2022 году сократился на 34% г/г. Вместе с ожидаемым ростом капитальных затрат на развертывание сетей связи по технологии 5G это заставило компанию отказаться от дивидендов по итогам 2022 года. Мы повысили оценочную стоимость акции Kcell до 1660 тенге, после чего котировки в очередной раз вышли на максимумы с июля 2021 года.

Динамика акций и ГДР

| Актив | Значение на | | Изменение |
|-------------------------|-------------|-----------|-----------|
| | 03.04.23 | 17.04.23 | |
| Индекс KASE | 3 362,77 | 3 471,15 | 3,2% |
| Казмунайгаз (KASE) | 9 500,00 | 10 279,00 | 8,2% |
| Халык Банк (KASE) | 137,92 | 145,96 | 5,8% |
| Kcell (KASE) | 1 789,99 | 1 887,63 | 5,5% |
| Халык Банк (GDR) | 11,50 | 12,06 | 4,9% |
| Казтрансойл (KASE) | 654,05 | 682,99 | 4,4% |
| Казахтелеком (KASE) | 28 973,60 | 29 200,00 | 0,8% |
| Казатомпром (KASE) | 13 350,00 | 13 419,00 | 0,5% |
| Банк ЦентрКредит (KASE) | 680,00 | 682,06 | 0,3% |
| Казатомпром (GDR) | 29,50 | 29,50 | 0,0% |
| KEGOC (KASE) | 1 610,00 | 1 605,00 | -0,3% |
| Kaspi (KASE) | 34 567,55 | 34 410,70 | -0,5% |
| Kaspi (GDR) | 74,50 | 73,40 | -1,5% |

Ожидания и стратегия

Локально казахстанский рынок оказался в зоне перекупленности вместе со сформировавшейся на четырехчасовом графике нисходящей дивергенцией. Однако мы полагаем, что это не окажет большого давления на рынок, а для индекса KASE обернется кратковременным входением в боковой тренд. Более долгосрочная картина сигнализирует о потенциальном улучшении оценок по большинству бумаг ввиду снижения базовой ставки.



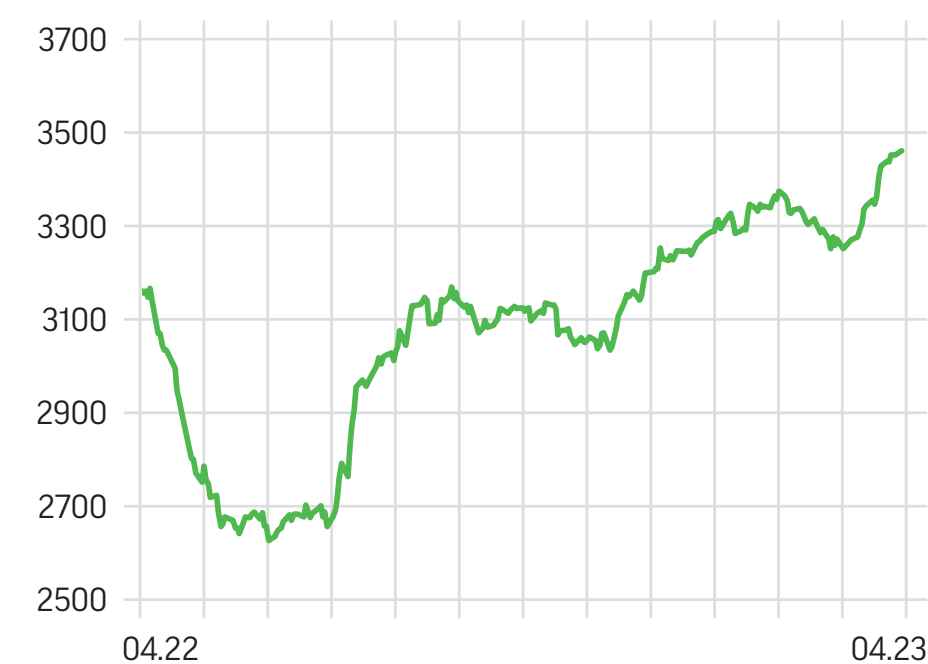
- **Акционеры Kaspi.kz приняли решение о выплате дивидендов по обыкновенным акциям за 2022 год.** По итогам годового собрания акционеров, состоявшегося 10 апреля, дивиденд был утвержден в размере 600 тенге на акцию. Датой фиксации реестра акционеров было назначено 6 апреля.
- **Казахстан готовит запасы урана для новых покупателей.** Гендиректор Казатомпрома Ержан Муканов в интервью Bloomberg сообщил, что компания готовит резервы для производства урана по мере увеличения спроса. В числе заинтересованных в покупке этого сырья у Казахстана сторон восточноевропейские энергетические компании, которые готовы заключать новые контракты с 2025 года, чтобы избавиться от зависимости от поставок из РФ. Казатомпром планирует в этом году открыть третий экспортный маршрут, отправляя уран через один из портов Китая; нарастить добычу редкоземельных металлов и начать разработку бериллиевого рудника.
- **Kcell закупила оборудование для 5G на четверть капитала.** Казахский телеком-оператор заключил соглашение с Ericsson, которая выиграла аукцион на развитие 5G-сетей в республике. По словам представителя Kcell, сумма сделки составила 26% от величины собственного капитала на момент принятия решения о подписании контрактов.



Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционная идея

FinEx Kazakhstan Equity ETF. Комплексный подход к доходу

Наметившийся в Казахстане тренд на замедление инфляции должен привести к ослаблению ДКП, что станет драйвером роста для входящих в фонд акций

Причины для покупки:

- **Текущая оценка индекса KASE.** Одним из определяющих для рынка факторов остается продолжающийся сезон отчетности за четвертый квартал 2022 года. Финансовые результаты в ближайшее время предстоит опубликовать Казахтелекому и Банку Центркредит, а уже вышедшие отчеты и обновленные оценки эмитентов с учетом их долей в KASE указывают на потенциал роста индекса 13,5% на горизонте 6-12 месяцев.
- **Техническая картина.** На текущий момент на рынке развивается восходящая волна, сформировавшаяся в июне 2022 года. На долгосрочной картине вырисовывается растущий тренд, который берет начало в 2016-м, когда стартовало ралли сырьевых товаров. На более локальном промежутке видна нисходящая дивергенция, которая, по нашим ожиданиям, способна ненадолго приостановить рост. Тем не менее мы прогнозируем, что повышательный тренд сохранится до конца года, так как этому способствуют техническая картина, ожидания повышения цен на нефть и замедление инфляции.
- **Позитивные инфляционные ожидания.** Основным фундаментальным драйвером роста для казахстанских акций наряду с результатами прямой оценки эмитентов выступают ориентиры в отношении инфляции. Мы полагаем, что она прошла пик на уровне 21,3% в феврале, поскольку индекс потребительских цен снизился в марте 18,1%, реализовав эффект высокой базы. Рост ИПЦ месяц к месяцу в марте прошлого года составил 3,7%, а в апреле – 2%. В первые три месяца 2023-го показатель прибавлял в среднем 1,2% м/м. Вместе с тем мы фиксируем приток средств из РФ, которые конвертируются в тенге, что способствует снижению курса RUB/KZT – одного из главных факторов ускорения инфляции летом прошлого года. Кроме того, на рынке облигаций прослеживается тенденция к снижению

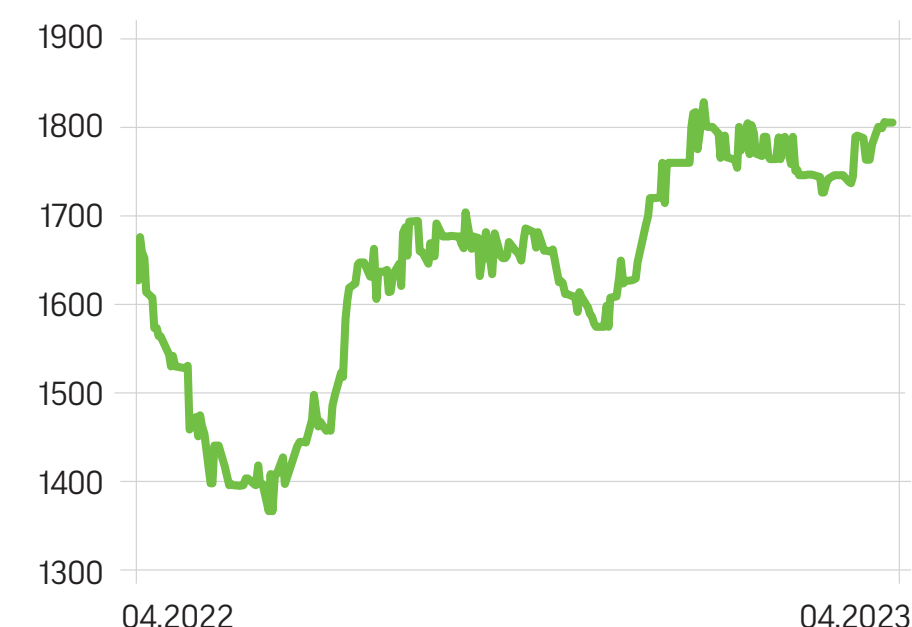
ставок, в особенности по бумагам с дюрацией от девяти лет и меньше. После весьма успешных февральских аукционов в марте Национальный банк изменил их распределение в пользу неконкурентных заявок, что оказало давление на доходность. Мы полагаем, что перечисленные три фактора будут для Нацбанка определяющими при решении о снижении ставок в начале лета. Этот шаг приведет к улучшению оценок практически всех бумаг из состава KASE.



FinEx FFIN Kazakhstan Equity ETF

| | |
|------------------------|---------|
| Тикер на KASE | IE_FXBF |
| Цена на момент анализа | 1804 ₸ |
| Промежуточный таргет | 2040 ₸ |
| Потенциал роста | 13% |

Динамика акций, \$ на KASE



Инвестиционный обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



Российский рынок

Ралли светит зеленый

Индекс МосБиржи вернулся на апрельские максимумы прошлого года

Российский рынок продолжает медленный, но уверенный рост. Индекс МосБиржи восстановился к уровню годичной давности. Притоку средств на рынок способствуют публикации корпоративных отчетов, дивидендные ожидания, а также спокойный информационный фон и положительная динамика на внешних фондовых и сырьевых площадках. Цена на нефть Brent выше \$85 за баррель, дисконт Urals сократился до минимума за год.

Главной новостью последних дней стало замедление инфляции до уровня ниже 3,5% в годовом выражении, соответствующего минимуму с 2020 года. Таким образом, инфляция в РФ стала меньше, чем в США и странах еврозоны. До самых низких с лета прошлого года отметок опустились и инфляционные ожидания (10,8%). Зарегистрированная безработица достигла исторического минимума

3,5%. В конце апреля состоится заседание Банка России. Маловероятно, что ставка будет снижена: ранее регулятор предупредил, что будет рассматривать целесообразность ее повышения, однако тональность релиза будет заметно мягче.

В стратегическом обзоре мы указывали на вероятность роста рынка в текущем году до 3000 пунктов по Индексу МосБиржи на фоне низкой инфляции, за счет вытеснения средств из банков в более доходные инструменты фондового рынка. Хотя инфляция еще проявится в конце года, уже сейчас инвесторы готовы увеличивать покупки в ожидании снижения доходности депозитов. Страхованием от падения котировок отдельных бумаг выступают дивиденды. Дивидендная доходность по акциям Сбербанка в районе 11%, что заметно выше, чем по любому из его депозитов.

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



Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

| Актив | Значение на | | Изменение |
|---------|-------------|----------|-----------|
| | 31.03.23 | 17.04.23 | |
| MOEX | 2 451 | 2 596 | 5,92% |
| PTC | 997 | 1 004 | 0,70% |
| Золото | 1 953 | 2 000 | 2,41% |
| Brent | 83,53 | 85 | 1,86% |
| EUR/RUB | 83,84 | 89,21 | 6,40% |
| USD/RUB | 77,65 | 81,48 | 4,94% |
| EUR/USD | 11,2403 | 11,8277 | 5,23% |

Индекс МосБиржи дневной



Индекс Московской Биржи вернулся на пиковые вершины середины апреля 2022 года, PTC торгуется вблизи психологически значимой отметки 1000 пунктов. Ослабление рубля прекратилось.



Российский рынок

Ожидаем

Наиболее вероятным сценарием для российских фондовых площадок на конец апреля мы видим продолжение роста или боковой тренд. Триггеров для фиксации прибыли в длинных позициях не наблюдается. Высокая доходность дивиденда не даст рынку существенно скорректироваться до момента выплат, которые в основном приходятся на июнь-июль. Ориентир по Индексу МосБиржи: диапазон 2500-2700 пунктов. Для пары USD/RUB считаем актуальным диапазон 80-83.

Наша стратегия

Оптимальным вариантом продолжает оставаться ситуативная торговля бумагами первого-второго эшелона с учетом новостной и технической картины, а также внешнего фона. Длительное удержание ранее открытых длинных позиций создает высокий риск потери прибыли. Лидерами роста среди наиболее ликвидных способны оказаться акции финансового и нефтегазового сектора, а также ретейлеры. Аутсайдерами могут стать бумаги металлургических компаний.

**Инвестиционный
обзор №268**

20 апреля 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний. Корпоративные результаты за 2022 год по МСФО



Выручка **Группы Позитив** от отгрузок с НДС за ушедший год увеличилась на 88% г/г, до 14,5 млрд руб. Валовая прибыль ИТ-компании составила 13,8 млрд руб., маржа по ней – 95%. EBITDAC оказалась на отметке 5,2 млрд руб. с рентабельностью 37%. Чистая прибыль без учета капитализации расходов составила 5 млрд руб. На дивиденды компания может направить 50–100% этой суммы. Чистая прибыль закрепилась на отметке 6,1 млрд руб., чистая маржа составила 44%. Чистый долг сократился на 56% г/г, до 0,7 млрд руб.



Число активных продавцов маркетплейса **Ozon** в 2022 году выросло более чем в 2,5 раза и достигло 230 тыс. Число активных покупателей увеличилось на 37% г/г и составило 35 млн. Количество заказов удвоилось, дойдя до 465 млн. Товарооборот (GMV) вырос на 86% г/г, до 832 млрд руб. (+86% г/г). Выручка составила 277,2 млрд руб., скорректированная EBITDA зафиксирована на отметке -3,2 млрд руб. Чистый убыток оказался равен 58,2 млрд руб. Операционный денежный поток (net) составил -18,8 млрд руб.



Выручка **АФК Система** в прошлом году поднялась на 18% г/г, до 912,7 млрд руб. Скорректированная OIBDA оказалась на уровне 310,5 млрд руб. с маржей 34%. Чистая прибыль в доле холдинга увеличилась с прошлогодних 16,8 млрд до 19,4 млрд руб. Капзатраты составили 158,6 млрд руб., инвестиции корпоративного центра – 51,9 млрд руб. Чистый долг зафиксирован на отметке 245,2 млрд руб., остаток денежных средств корпоративного центра равнялся 9,8 млрд руб.

Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global





| Акция | 31.03.2023 | 17.04.2023 | Изменение, % |
|--|------------|------------|--------------|
| Металлургический и горнодобывающий сектор | | | |
| Северсталь | 1050,6 | 1038 | -1,20% |
| НЛМК | 130,44 | 132,6 | 1,66% |
| ММК | 39,94 | 40,76 | 2,05% |
| ГМК Норникель | 15010 | 15900 | 5,93% |
| Распадская | 272,95 | 290,55 | 6,45% |
| Алроса | 65,99 | 67,07 | 1,64% |
| Полюс | 9441,5 | 10354 | 9,66% |
| Мечел, ао | 153,82 | 181,75 | 18,16% |
| Мечел, ап | 172,3 | 209,1 | 21,36% |
| ОК РУСАЛ | 40,4 | 42,525 | 5,26% |
| Polymetal | 562,9 | 683,9 | 21,50% |
| Финансовый сектор | | | |
| Сбербанк, ао | 216,6 | 228,1 | 5,31% |
| Сбербанк, ап | 215,84 | 227,82 | 5,55% |
| ВТБ | 0,01814 | 0,01931 | 6,45% |
| ТКС, гдр | 2486,5 | 2744,5 | 10,38% |
| МКБ | 7,158 | 6,931 | -3,17% |
| МосБиржа | 112,55 | 112,04 | -0,45% |
| СПБ Биржа | 148,9 | 162,6 | 9,20% |
| QIWI plc | 527 | 554 | 5,12% |
| ЭсЭфАй | 510,6 | 514,6 | 0,78% |
| Нефтегазовый сектор | | | |
| Газпром | 169,83 | 181,99 | 7,16% |
| НОВАТЭК | 1155,2 | 1317,6 | 14,06% |
| Роснефть | 380,9 | 395,85 | 3,92% |
| Сургут, ао | 23,52 | 25,13 | 6,85% |
| Сургут, ап | 31,645 | 34,305 | 8,41% |
| ЛУКОЙЛ | 4352,5 | 4640 | 6,61% |
| Башнефть, ао | 1163 | 1207,5 | 3,83% |
| Башнефть, ап | 946,5 | 975,5 | 3,06% |
| Газпром нефть | 475,15 | 498,45 | 4,90% |
| Татнефть, ао | 373,7 | 399,3 | 6,85% |
| Татнефть, ап | 369,5 | 398,3 | 7,79% |
| Прочие компании | | | |
| Yandex N.V. | 1901,6 | 1964,8 | 3,32% |
| VK | 480,8 | 476,4 | -0,92% |
| HeadHunter | 1366 | 1549 | 13,40% |
| Группа Позитив | 1716,8 | 1709,4 | -0,43% |
| Whoosh | 201,59 | 254,79 | 26,39% |
| АФК Система | 14,787 | 15,025 | 1,61% |
| CIAN | 477,8 | 494,2 | 3,43% |

| Акция | 231.03.2023 | 17.04.2023 | Изменение, % |
|-------------------------------------|-------------|------------|--------------|
| Электроэнергетический сектор | | | |
| Интер РАО | 3,705 | 3,9565 | 6,79% |
| РусГидро | 0,821 | 0,8368 | 1,92% |
| ОГК-2 | 0,7069 | 0,6982 | -1,23% |
| Юнипро | 1,928 | 1,922 | -0,31% |
| ТГК-1 | 0,008796 | 0,00948 | 7,78% |
| Эл5 Энерго | 0,5728 | 0,5846 | 2,06% |
| Мосэнерго | 2,3015 | 2,296 | -0,24% |
| Россети - ФСК | 0,09916 | 0,10706 | 7,97% |
| Потребительский сектор | | | |
| Магнит | 4610 | 4677,5 | 1,46% |
| X5 | 1429 | 1465,5 | 2,55% |
| Лента | 745 | 769 | 3,22% |
| Детский мир | 70,96 | 70,98 | 0,03% |
| М.видео | 191,8 | 194 | 1,15% |
| OZON, адр | 1781 | 1723,5 | -3,23% |
| Fix Price | 348,6 | 359,8 | 3,21% |
| O'Key Group | 28,98 | 32,76 | 13,04% |
| Телекоммуникационный сектор | | | |
| МТС | 257,85 | 261 | 1,22% |
| Ростелеком, ао | 61,28 | 63,78 | 4,08% |
| Ростелеком, ап | 60,6 | 62,2 | 2,64% |
| Транспортный сектор | | | |
| Аэрофлот | 31,65 | 36,26 | 14,57% |
| НМТП | 6,53 | 7,285 | 11,56% |
| ДВМП | 37,05 | 45,8 | 23,62% |
| GLTR, гдр | 432,55 | 452,95 | 4,72% |
| Совкомфлот | 58,26 | 60,42 | 3,71% |
| Строительство | | | |
| ГК ПИК | 628,7 | 657,9 | 4,14% |
| Группа ЛСР | 507 | 519,6 | 0,04% |
| Самолет | 2491,5 | 2613,5 | 4,78% |
| InGrad | 1847 | 1640 | -10,67% |
| Эталон | 52,88 | 63,88 | 15,36% |

Положительную динамику продемонстрировали большинство бумаг нефтегазового и транспортного сектора, а также представители черной металлургии. В лидерах роста были акции Whoosh. Аутсайдером на фоне публикации отчета за четвертый квартал оказался Ozon.

Снова на подъеме

За первую декаду апреля индекс Egre Blue поднялся на 2,16%

Индекс Egre Blue в первой декаде апреля вырос на 2,16% при поддержке большинства входящих в него эмитентов.

Котировки Узвторцветмета (UIRM) за неделю взлетели на 15,25%, хотя эта динамика была обеспечена единичными сделками: объем торгов по данной бумаге довольно низок.

Акции недавнего дебютанта на отечественном фондовом рынке Узавтомоторс поднялись в цене на 6,86%.

Котировки Узметкомбината уже несколько недель подряд закрываются без существенных изменений.

Бумаги УзРТСБ (URTS) за последние две недели подорожали на 2,44%, а в месячном соотношении прибавили в стоимости более 10% после резкого падения, причиной которого было прохождение дивидендной отсечки. Теперь в котировках наблюдается восстановление к прежним уровням.

Бумаги Хамкорбанка (НМКВ), Ипотека-банка (IPTB) и Кварца

(KVTS) поднялись на 5,23%, 2,30% и 1,02% соответственно.

В отрицательной зоне оказались акции Кулон Механика Заводы (KUMZ) и Кизилкумцемента (QZSM), подешевевшие на 9,32% и 5,71%.

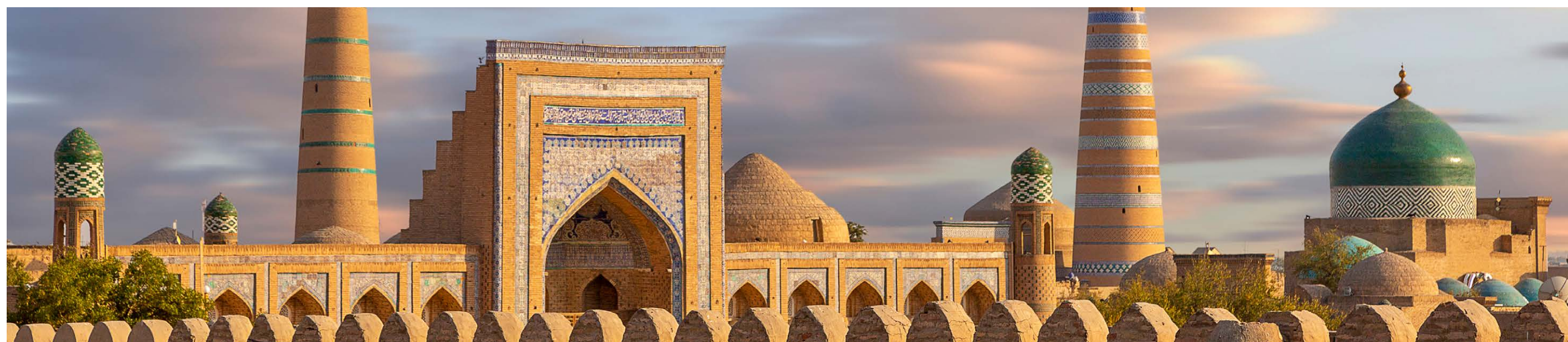


Статистика по бумагам в покрытии

| Актив | Значение на | | Изменение, % |
|-----------|-------------|------------|--------------|
| | 31.03.23 | 14.04.2023 | |
| Egre Blue | 1763,24 | 1 801,25 | 2,16% |
| KVTS | 2 950,00 | 2 980,00 | 1,02% |
| QZSM | 3 500,00 | 3 300,00 | -5,71% |
| SQBN | 10,08 | 10,1 | 0,20% |
| URTS | 20 499,00 | 21 000,00 | 2,44% |
| UZMK | 8 825,00 | 8 800,00 | -0,28% |
| KSCM | 220 001,00 | 225 000,04 | 2,27% |
| НМКВ | 96,00 | 101,02 | 5,23% |
| IPTB | 0,87 | 0,89 | 2,30% |
| UIRM | 5 900,01 | 6 800,00 | 15,25% |
| KUMZ | 793,99 | 720,02 | -9,32% |
| UZMT | 63 500,00 | 67 853,66 | 6,86% |

Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем **держат** акции Кувасайцемента (KSCM), Кварца (KVTS), Узвторцветмета (UIRM), Ипотека-банка (IPTB) и КМЗ (KUMZ).
- Для **покупки** от текущих уровней с целью достижения целевой цены подойдут бумаги УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), УзАвто Моторс (UZMT), Кизилкумцемента (QZSM) и Хамкорбанка (НМКВ).



Новости экономики

- Сенат одобрил поправки в закон «**О банках и банковской деятельности**». Важнейшим его изменением станет ужесточение требований к минимальному размеру капитала. К началу 2025 года он должен быть увеличен со 100 млрд до 500 млрд сумов. Мы не считаем эту меру наиболее эффективным методом регулирования банковской индустрии. Требование соблюдения показателей достаточности капитала, ликвидности, качества активов, отслеживания концентрации рисков и аффилированных сделок стали бы **оптимальными способами контроля деятельности банков**.
- ВВП Узбекистана** в первом квартале вырос на 5,5% г/г после 6,1% за тот же период 2022 года. **Инфляция** за первые три месяца 2023-го замедлилась с прошлогодних 2,9% до 2,4%.
- В Центре экономических исследований и реформ (ЦЭИР) зафиксировали **небольшой спад активности на рынке недвижимости** Узбекистана в марте. В большинстве районов Ташкента отмечено снижение цен на аренду жилья. Средняя стоимость аренды в столице опустилась на 7%, до \$9,2 за квадратный метр.

Важные новости

- Узпромстройбанк** отчитался за 2022 год. Из позитивных моментов в представленном документе выделим **продолжающийся рост активов** банка, составивший 13,7%, а также активное повышение процентных (+20,1%) и непроцентных (+33,8%) доходов. В то же время компания зафиксировала резкое **падение чистой прибыли** (-41%), хотя за четвертый квартал показатель удалось увеличить на 22% кв/кв.
- S&P Global** присвоило United Cement Group (UCG), контролирующему акционеру трех цементных заводов в Узбекистане (**Бекадабцемент, Кувасайцемент и Кизилкуцемент**), рейтинг **В+ с позитивным прогнозом**.
- Ахангаранцемент** и **Akkermann Cement SA**, учрежденная компанией из холдинга USM **Алишера Усманова**, которая купила 98,6% акций завода в начале 2022 года, попали под **западные санкции**.

Динамика USD/UZS, 1 год



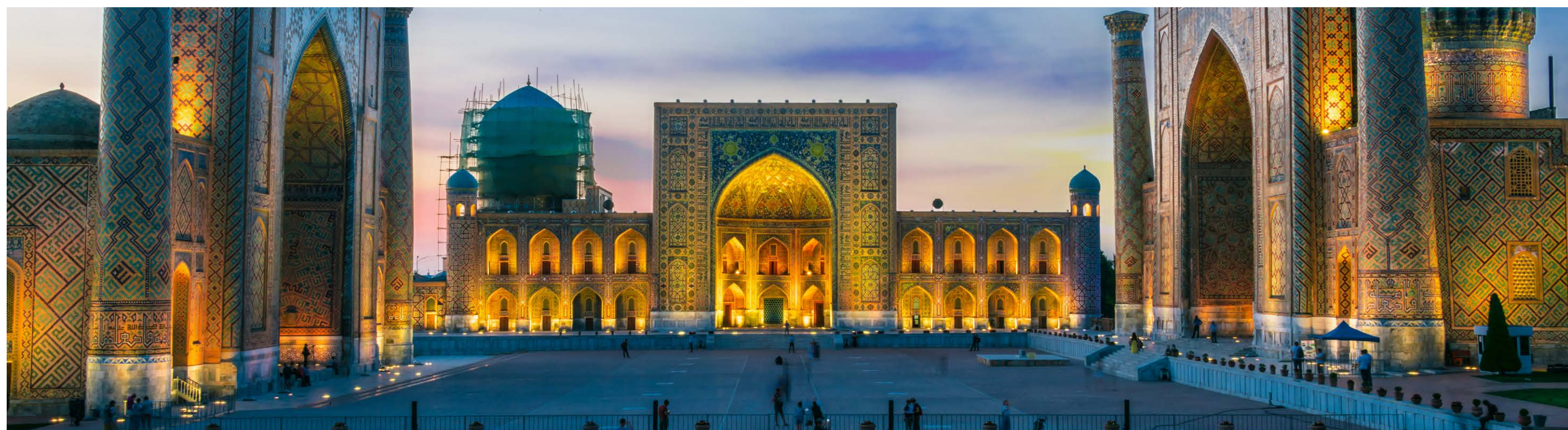
Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



Отдых на вершине

После обновления локальных максимумов на благоприятном новостном фоне DAX может перейти к консолидации и показать небольшую коррекцию

Предпасхальную укороченную неделю с 3 по 6 апреля DAX завершил в небольшом минусе: по итогам этого периода он опустился лишь на 0,2%, до 15 598 пунктов. Наиболее выраженную динамику индекс демонстрировал в среду, когда он потерял 0,5%, и в четверг, когда отскочил ровно на ту же величину. Снижение 5 апреля спровоцировала публикация мартовских данных PMI в еврозоне, зафиксировавшая повышение показателя с февральских 52 пунктов до 53,7 пункта – максимума за десять месяцев. Тем не менее инвесторов разочаровала неоднородная динамика бизнес-активности по странам евроальянса, в ряде которых она оказалась ниже консенсуса. Так, в Германии общий PMI вырос с 50,7 до 52,6 пункта, недотянув до результата еврозоны. Основной рост этого показателя обусловил сектор услуг, где деловая активность повысилась с 50,9 до 53,7 пункта, в промышленности же индикатор опустился с 46,3 до 44,7 пункта. Отскоку на последних торгах рассматриваемой недели способствовало движение котировок банковского сектора. Одним из лидеров роста стали акции туроператора Tui, 6 апреля подорожавшие на 8,9%, после того как компания подтвердила сильный спрос на бронирование туров перед пасхальными каникулами.

С 11 по 14 апреля DAX удалось обновить локальный максимум, превзойдя пик января 2022-го и установив его на отметке 15 841 пункт. По итогам недели индекс вырос на 1,3%, до 15 808 пунктов. Умеренно позитивную динамику бенчмарк демонстрировал на протяжении всех четырех торговых дней. Максимальный рост,

составивший 0,5%, был зафиксирован в пятницу, когда общеевропейский субиндекс банковского сектора прибавил 3%, реагируя на сильную отчетность крупнейших американских банков за первый квартал. Влияние на движение котировок оказали также данные инфляции в США за март, замедлившейся до 5% год к году и снизившейся с 0,4% в феврале до 0,1%. Еще одной значимой новостью стало обновление прогноза от МВФ в отношении мировой экономики на 2023-2024 годы, предполагающего замедление ее роста с 3,4% в 2022-м до 2,8% и 3% соответственно. При этом эксперты МВФ рассчитывают, что в первом квартале текущего года ВВП Германии снизится на 0,1%. Среди аутсайдеров на торгах 12 апреля оказался фармгигант Merck, акции которого упали на 7,4% на новостях о том, что американский регулятор приостановил привлечение новых пациентов для испытания препарата от склероза в результате выявления побочного эффекта.



Ожидания и стратегия

Как мы и прогнозировали, DAX удалось обновить локальные максимумы. После достижения индексом верхней границы тренда в ближайшие пару недель высока вероятность непродолжительного бокового движения и коррекции в район 15300 пунктов.



Лидеры роста в индексе DAX

| Актив | Значение на | | Изменение |
|----------------|-------------|-----------|-----------|
| | 31.03.23 | 14.04.23 | |
| DAX Index | 15 628,84 | 15 807,50 | 1,1% |
| DWNI GR Equity | 18,09 | 20,58 | 13,8% |
| UN01 GR Equity | 3,50 | 3,96 | 13,2% |
| VNA GR Equity | 17,35 | 19,12 | 10,2% |
| 8TRA GR Equity | 17,98 | 19,81 | 10,2% |
| TKA GR Equity | 6,56 | 7,12 | 8,5% |
| FME GR Equity | 38,99 | 42,24 | 8,3% |
| HLAG GR Equity | 300,20 | 325,20 | 8,3% |
| ENR GR Equity | 20,07 | 21,57 | 7,5% |
| DWS GR Equity | 28,34 | 30,40 | 7,3% |
| LEG GR Equity | 50,68 | 54,04 | 6,6% |
| DBK GR Equity | 9,37 | 9,94 | 6,0% |
| CBK GR Equity | 9,69 | 10,28 | 6,0% |
| SY1 GR Equity | 99,62 | 104,65 | 5,0% |

Рынок Германии

Важные новости

- **Рост промпроизводства в Германии за февраль существенно превысил консенсус.** Показатель повысился на 2% м/м при общерыночных ожиданиях на уровне 0,1% м/м, а в годовом выражении увеличился на 0,6%. Главным драйвером роста промпроизводства стала автоиндустрия с результатом +7,6% м/м.
- **Значительно лучше прогнозов оказался объем заказов в промышленности Германии.** Февральский индекс поднялся на 4,8% м/м, тогда как в консенсус закладывался его рост лишь на 0,3% м/м.
- **Опубликован мартовский индекс оптовых цен в Германии.** В сопоставлении год к году показатель вырос на 2%, в соотношении месяца к месяцу поднялся на 0,2%.
- **Февральская статистика розничных продаж в еврозоне зафиксировала их снижение.** По альянсу в целом они упали на 3% г/г и на 0,8% м/м. Наиболее выраженной негативная динамика розницы оказалась во Франции и Германии: -1,5% и -1,3% м/м соответственно.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global



Инвестиционная идея

Deutsche Telekom AG. Эталонная стабильность

Сильные конкурентные преимущества и устойчиво растущие финансовые показатели обеспечивают привлекательность акций Deutsche Telekom для инвестиций

Причины для покупки:

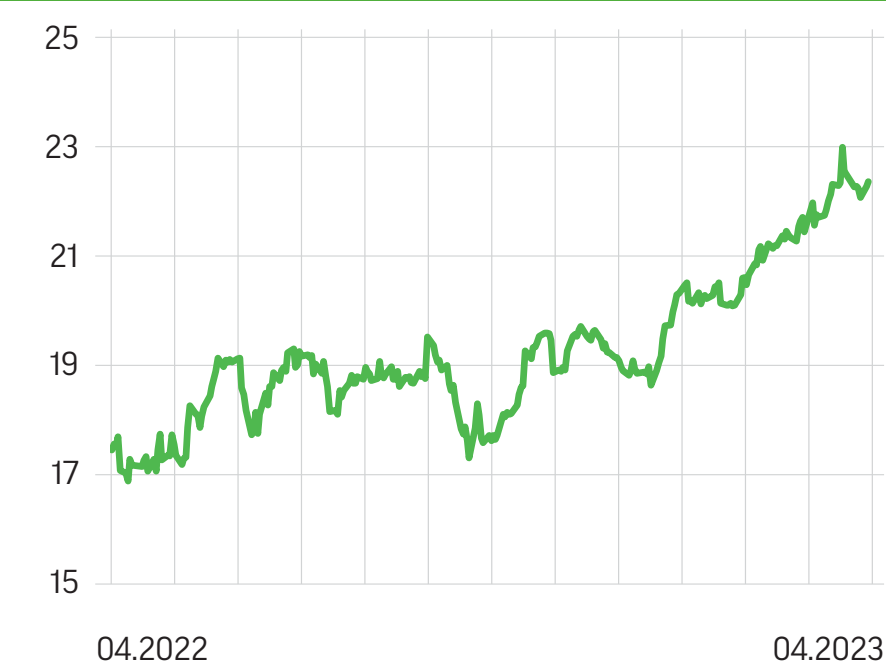
- **Сильные результаты за 2022 год во всех регионах присутствия.** Чистая прибыль Deutsche Telekom увеличилась на 91,6% г/г, до 8 млрд евро, EPS выросла на 50% г/г, до 1,83 евро, почти в полтора раза опередив данный в начале года прогноз. Отметим, что частично столь стремительное улучшение финансовых результатов обусловлено неповторяющимися факторами, такими как сделки M&A и волатильность процентных ставок. Тем не менее и без учета этих составляющих прибыль компании увеличилась на впечатляющие 21% г/г.
- **Перспективы дальнейшего стабильного роста.** Свободный денежный поток Deutsche Telekom за 2022 финансовый год увеличился на 16,9% г/г, достигнув 11,5 млрд евро, а в четвертом квартале вырос на 14,8% г/г, до 2 млрд евро. Спрос на интернет-услуги продолжает усиливаться как у физлиц, так и у корпоративных клиентов, что позволяет рассчитывать на продолжение активного развития бизнеса компании.
- **Конкурентные преимущества.** Одним из факторов, выгодно отличающих Deutsche Telekom от других игроков сектора, является владение пакетом из 49,6% акций американской T-Mobile. Это обеспечивает немецкому оператору связи широкий доступ на рынок США и возможность демонстрировать рост показателей, опережающий результаты конкурентов. Deutsche Telekom может получить значительную выгоду от усиления спроса на услуги связи в США.
- **Растущие потоки доходов от американской «дочки».** T-Mobile – третий по величине оператор беспроводной связи в Соединенных Штатах, предоставляющий своим клиентам удобные тарифные планы и реализующий выигрышные маркетинговые стратегии. Успешный бизнес американского телекома, в том числе расширение покрытия сетями 5G и рост абонентской базы, обеспечивает увеличение доходов немецкой компании.
- **Внедрение связи стандарта 5G.** Deutsche Telekom AG, как ведущий игрок в своем секторе, усиливает свои позиции за счет активного инвестирования в технологию 5G, которая изменит телекоммуникационную отрасль за счет увеличения скорости передачи данных и повышения пропускной способности сети.
- **Диверсифицированные источники выручки.** За счет развития бизнеса по нескольким прибыльным направлениям Deutsche Telekom демонстрирует стабильные финансовые показатели. Ее основной телекоммуникационный бизнес остается крупнейшим источником дохода, а инвестиции в цифровую рекламу, электронную коммерцию и облачные сервисы, открывают дополнительные возможности, одновременно уменьшая риски, связанные с потенциальными сбоями в телекоммуникационном секторе.

Среднесрочная идея

Deutsche Telekom AG

| | |
|-----------------|------------------|
| Тикер на Xetra | DTE |
| Текущая цена | 22,5 евро |
| Целевая цена | 25 евро |
| Потенциал роста | 11,1 % |

Динамика акций DTE на Xetra



Компания Freedom Broker лидирует среди организаторов размещений казахстанских бондов

- По данным SbondS, АО «Фридом Финанс» заняло первую строчку в рейтинге организаторов размещений казахстанских облигаций (по всем выпускам). В итоговую таблицу вошло восемь организаторов с 19 эмиссиями на 249 млрд тенге.
- АО «Фридом Финанс» заняло I место по всем выпускам с объемом размещения 124 млрд тенге и долей рынка 50%. Это показатели для 10 эмиссий пяти различных эмитентов.
- Также компания заняла верхнюю строчку в рейтинге рыночных выпусков, разместив семь бондов пяти эмитентов на общую сумму 90,3 млрд тенге.

Freedom Broker и Freedom Finance Global подводят итоги квартала

По данным на 31 марта 2023 года активы Freedom Broker увеличились на 12,9% кв/кв, до 231,6 млрд тенге, при повышении собственного капитала на 7,4% кв/кв.

По состоянию на 1 апреля в компании было открыто более 85 тыс. счетов. Freedom Broker выступает официальным маркетмейкером по 91 наименованию ценных бумаг, торгующихся на Казахстанской фондовой бирже, и по семи инструментам, имеющим листинг на Astana International Exchange.

В отчетном квартале в Freedom Finance Global было открыто почти 14 тыс. счетов и проведено свыше 3,1 млн сделок. Общее количество счетов по состоянию на 1 апреля 2023 года превышает 103 тыс.

Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global





Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №268

20 апреля 2023

ffin.global

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

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.