

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

## Банки балансируют на грани

Из-за резкого оттока депозитов был вынужден закрыться First Republic Bank. Его банкротство стало вторым по объему в истории США

**Казахстан**

KASE и тенге разошлись с нефтью

**Узбекистан**

Новости компаний заряжают позитивом

**Россия**

В предвкушении дивидендов

**Германия**

Отчеты тянут DAX вверх



FIRST REPUBLIC BANK

# Содержание



Рынок США. Банки балансируют на грани.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Как скорректировать портфель в период неопределенности.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 2 мая.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	8
Наиболее важные новости компаний.....	9
Инвестиционная идея. American Airlines Group. Летная погода.....	12
Оptionная идея. CREDIT CALL SPREAD ON META.....	14
Обзор венчурных инвестиций.....	15
Кто идет на IPO. IPO Acelyrins. Новое слово в иммунологии.....	16
Рынок Казахстана. KASE и тенге разошлись с нефтью.....	17
Инвестиционная идея. Казахтелеком. Долговая разгрузка.....	19
Российский рынок. В предвкушении дивидендов.....	20
Рынок Узбекистана. Новости компаний заряжают позитивом.....	25
Рынок Германии. Отчеты тянут DAX вверх.....	27
Среднесрочная идея. Airbus SE. Набирая высоту.....	29
Новости Freedom Holding Corp.....	30
Контакты.....	31

Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)

# Фондовый рынок США

## Банки балансируют на грани

Новой жертвой оттока депозитов стал First Republic Bank с активами \$229 млрд. Его банкротство стало вторым по объему в истории Штатов после Washington Mutual в 2008 году



### Новости одной строкой:

- 25.04.2023** Рост индекса цен на недвижимость S&P/Case-Shiller в феврале замедлился до самого низкого темпа за 11 лет 0,36% г/г
- 26.04.2023** По данным еженедельной статистики Минэнерго, добыча газа в Штатах достигла исторического максимума
- 27.04.2023** ВВП США за первый квартал увеличился лишь на 1,1% кв/кв при консенсусе 1,9%
- 28.04.2023** Темп роста индекса цен на личное потребление PCE в марте оказался минимальным за два года и составил 4,2% г/г

### По состоянию на 02.05.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	0,90%	1,60%
QQQ	Индекс NASDAQ100	1,88%	0,51%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,86%	2,53%
UUP	Доллар	0,00%	-0,47%
FXE	Евро	0,34%	1,62%
XLF	Финансовый сектор	-0,15%	3,17%
XLE	Энергетический сектор	0,18%	2,78%
XLI	Промышленный сектор	-0,61%	-1,17%
XLK	Технологический сектор	2,08%	-0,12%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-0,92%	1,91%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,57%	3,14%
SLV	Серебро	0,09%	3,98%
GLD	Золото	0,30%	0,86%
UNG	Газ	0,14%	1,01%
USO	Нефть	-1,04%	1,60%
VXX	Индекс страха	-3,42%	-15,70%
EWJ	Япония	-0,29%	0,26%
EWU	Великобритания	0,41%	5,18%
EWG	Германия	0,51%	3,34%
EWQ	Франция	-0,35%	4,68%
EWI	Италия	-0,09%	4,04%
GREK	Греция	-2,85%	3,19%
EEM	Страны БРИК	0,31%	-0,84%
EWZ	Бразилия	2,06%	3,25%
RTSI	Россия	1,41%	3,37%
INDA	Индия	3,11%	4,47%
FXI	Китай	-0,25%	-4,06%



Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)

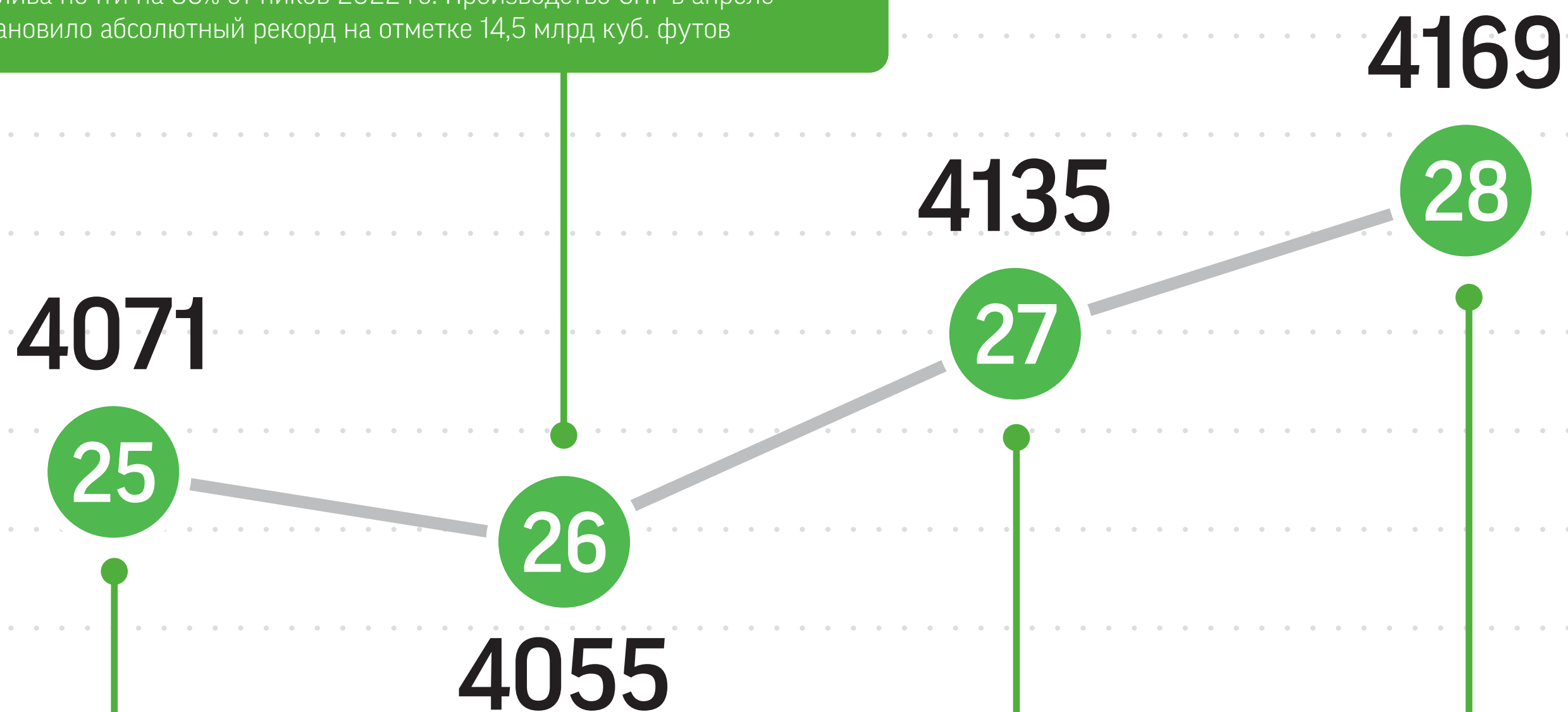


# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (25.04.2023 – 28.04.2023)

26.04.2023

Добыча газа в США достигла исторического максимума 101,5 млрд куб. футов (+5,8% г/г), несмотря на падение котировок голубого топлива почти на 80% от пиков 2022-го. Производство СПГ в апреле установило абсолютный рекорд на отметке 14,5 млрд куб. футов



25.04.2023

Индекс S&P/Case-Shiller, отражающий уровень цен на недвижимость в США, в феврале поднялся лишь на 0,36% г/г, показав минимальный рост за 11 лет. Давление на стоимость жилья оказывает удорожание ипотеки из-за повышения ставки ФРС

27.04.2023

Рост ВВП США в первом квартале замедлился до 1,1% кв/кв с 2,6% за три предыдущих месяца при консенсусе 1,9%. Эта динамика была вызвана снижением объема частных инвестиций

28.04.2023

Индекс цен на личное потребление PCE, выступающий ориентиром для решений ФРС, в марте поднялся на минимальные за два года 4,2% г/г после 5,1% в феврале. В то же время стержневой PCE прибавил 4,6% после 4,7% в январе



## Как скорректировать портфель в период неопределенности

Перед майским заседанием ФРС в финансовом секторе начали активно реализовываться многие из ранее наметившихся рисков. Сначала First Republic Bank (FRC) в отчете за первый квартал отразил сокращение объема депозитов на \$100 млрд, или более чем на 40%. Котировки банка отреагировали на эту информацию обвальным падением, 28 апреля в кредитную организацию пришел временный менеджмент из FDIC, а в последний день месяца обанкротившийся банк был приобретен JPMorgan. Затем вновь актуализировалась тема пересмотра потолка госдолга США. В нижнюю палату Конгресса, которая контролируется республиканцами, был внесен заведомо непроходной законопроект, предусматривающий увеличение лимита госдолга при условии снижения расходов по ключевым программам демократов. Поскольку проблема остается нерешенной, страховка от дефолта США (CDS) на год выросла в десять раз по сравнению с уровнем начала 2023-го и превысила 160 б.п.

При этом высокая оценка рынка по мультипликатору P/E (20x) не отражает ожиданий предстоящей рецессии даже в ее мягком варианте. В то же время доходности долговых инструментов отчетливо сигнализируют об ощутимой коррекции. Однако на фондовых площадках серьезного спада не наблюдается, инвесторы даже отказываются хеджироваться, и так называемый индекс страха VIX находится ниже 18 пунктов, что нетипично для ситуаций неопределенности. От ФРС сенсационных новостей не поступает, ожидаемо подняла ставки на 25 б.п. и настроена на дальнейший перерыв в цикле повышения при продолжении реализации программы количественного ужесточения (QT).

На этом фоне преимущества не имеют ни «быки», ни «медведи». Проблем в финансовой системе, высоких мультипликаторов, устойчивой инфляции, ослабления уверенности производителей и по-прежнему рекордно низкой безработицы оказалось недостаточно для падения рынка. Причина в том, что некоторые из этих факторов можно рассматривать и в качестве

драйверов роста. Ведь инфляция начинает подавать сигналы к развороту, ее отдельные компоненты имеют отстающие характеристики. Около 70% компаний отчитались за первый квартал ростом прибыли при прогнозах ее снижения. Выручка эмитентов из состава S&P 500 за январь-март на сегодня превышает консенсус на 0,5%. Наиболее заметно опережает общерыночные ожидания показатель потребительского сектора, что подтверждается устойчивой статистикой розничных продаж. Похоже, что в сложившихся условиях ни покупателям, ни продавцам не удастся сформировать устойчивый тренд до середины сентября. К этому моменту завершится летнее затишье, начнет восстанавливаться бизнес-активность, а также появятся макроэкономические данные, которым и предстоит сыграть главную роль в определении дальнейшего направления движения фондовых площадок.

Для текущей ситуации идеально подходит поговорка игроков Уолл-стрит Sell in May and Go Away («продавай в мае и уходи»), подразумевающая, что доходности в летний период зачастую ниже, чем весной или осенью. Однако при высокой инфляции вместо выхода в кэш стоит рассмотреть покупку облигаций и дивидендных акций, которые могут гарантировать относительную безопасность и генерацию стабильного денежного потока. Также можно выбрать спекулятивные идеи, которые показывают более высокую доходность в таких условиях. Примеры инвестиционных стратегий вы можете найти в нашей дивидендной ноте и в модельных портфелях, где приоритет отдается дивидендным историям и надежным долговым инструментам, которые показывают реальную положительную доходность. За подробностями советуем обратиться к инвестиционному консультанту.

### Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 3970–4200 пунктов

Тимур Турлов,  
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](https://ffin.global)



### Важные новости

Индекс цен на недвижимость в США S&P/Case-Shiller в феврале продемонстрировал самый низкий темп роста с мая 2012 года на уровне 0,36% при консенсусе 0,46% и после повышения на 2,6% г/г за январь. В ежемесячном исчислении цены на недвижимость поднялись на 0,1% после снижения на 0,39% в январе.

Еженедельная статистика Минэнерго США, вышедшая 26 апреля, зафиксировала исторический максимум добычи газа в Штатах на уровне 101,5 млрд куб. футов в сутки, что соответствует росту на 5,8% г/г. В апреле был также установлен рекорд по объему производства СПГ благодаря возобновлению работы завода Freeport LNG.

Согласно предварительным данным, опубликованным 27 апреля, в первом квартале ВВП США вырос на 1,1% кв/кв, что оказалось гораздо ниже консенсуса на уровне 1,9%. Напомним, что с октября по декабрь 2022-го американская экономика увеличилась на 2,6%. Негативное влияние на результат оказало снижение инвестиций в частном секторе. В годовом сопоставлении рост ВВП ускорился с 0,9% в четвертом квартале 2022-го до 1,6%.

28 апреля вышли данные индекса цен на личное потребление PCE в США за март, отразившие замедление роста показателя с февральских 5,1% г/г до 4,2% г/г, что эквивалентно минимальному темпу с мая 2021 года. Стержневой индекс PCE (без учета волатильных компонентов) увеличился на 4,6% г/г по сравнению с 4,7% месяцем ранее.

# Актуальные тренды

## Обзор на 2 мая

### Глобальная картина

Во второй половине апреля S&P 500 прибавил 0,4% против роста Dow Jones и Nasdaq-100 Index на 0,2% и 0,1% соответственно. После достижения локальных пиков 18 апреля позитивный импульс рынка, связанный с достаточно уверенными отчетами крупнейших финансовых организаций и снижением опасений по поводу региональных банков США, сошел на нет. Настроение инвесторам испортила серия квартальных результатов ряда крупных компаний, включая AT&T (T), Tesla (TSLA) и UPS (UPS). Кроме того, усилилась неопределенность в банковском секторе после слабого отчета First Republic Bank (FRC) и спекуляций на тему ужесточения регулирования финансового сектора. При этом сильные данные PMI вкупе с умеренно агрессивными комментариями чиновников ФРС способствовали пересмотру вверх вероятности повышения ставок ФРС в мае-июне текущего года. «Бычий» настрой вернулся на рынки к концу последней недели апреля на фоне уверенных квартальных показателей техногигантов и телекомов. Неплохая динамика потребительских расходов и замедление роста индекса затрат на личное потребление в месячном выражении также оказали поддержку котировкам.

По состоянию на 1 мая результаты за первый квартал 2023 года представили 60% компаний из состава S&P 500. Текущий сезон отчетов можно охарактеризовать как сравнительно сильный: по состоянию на 14 апреля консенсус-прогноз предполагал снижение EPS на 6,7% в рассматриваемый период, однако фактическое падение составило всего 3,7%. Отметим, что во многом эта динамика была обусловлена компанией Amazon. Без учета ее показателей снижение EPS в первом квартале составило 5,1% (по данным на 1 мая). Тем не менее множество компаний демонстрируют более сильные результаты по сравнению с прогнозами. Так, EPS выше предварительных оценок фиксирует 79,7% компаний из индекса S&P 500. Согласно данным FactSet, наибольший положительный квартальный сюрприз по EPS продемонстрировали следующие сектора: товары длительного пользования (+22,6%), сырье (+17,2%) и промышленность (+9,3%). Текущие квартальные результаты стимулировали изменение прогнозов динамики EPS на 2023 год. Наибольшее изменение (по сравнению с февралем 2023-го) фиксируется в следующих отраслях: коммуникации (+4,8%), товары длительного пользования (+1,2%), повседневные товары (+0,8%).



Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)



# Актуальные тренды

## Обзор на 2 мая

Одним из ключевых выводов, который сделали инвесторы в рамках текущего сезона отчетов, связан с тем, что рецессия пока не наступила, а потребительский спрос остается сравнительно сильным, несмотря на сдвиг предпочтений домохозяйств в сегмент товаров повседневного спроса, слабость в отдельных секторах и замедление деловой активности.

В ближайшие две недели инвесторы ожидают отчетов The Walt Disney (DIS) и PayPal Holdings. (PYPL).

### Макроэкономическая статистика

Макроданные последних двух недель носили смешанный характер. С одной стороны, темпы роста ВВП США в первом квартале (1,1%) оказались почти вдвое хуже ожидаемых 1,9%. При этом апрельский PMI от ISM вырос до 47,1 с 46,3 ранее при консенсусе 46,8 пункта. Финальное значение PMI от Markit за апрель оказалось на 0,2 пункта ниже предыдущих 50,2, но выше порогового уровня 50. Дополнением к вышедшему PMI можно считать сильные мартовские показатели общих и базовых заказов на товары длительного пользования, которые повысились на 3,2% и 0,3% м/м соответственно. При этом

более сильная в сравнении с ожиданиями деловая активность провоцирует более устойчивую ценовую динамику. Так, базовый индекс расходов на личное потребление в марте поднялся на 4,6% г/г при консенсусе 4,5%.

В течение следующих двух недель в центре внимания инвесторов будут данные CPI, PPI, показатели занятости и деловой активности.

### Монетарная политика ФРС

Одними из последних комментарии в отношении ДКП дали Лоретта Местер и Джеймс Буллард в конце второй декады апреля. Местер отметила сохранение дисбаланса спроса и предложения как на рынке товаров, так и на рынке труда, поэтому, по ее мнению, вполне оправданным мог стать подъем ставки выше 5%. При этом Местер указала на приближение цикла ужесточения ДКП к завершению. Буллард, традиционно занимающий «ястребиную» позицию, высказался в пользу ставки на уровне 5,50–5,75%, при этом подчеркнув свое скептическое отношение к прогнозам близкой рецессии, что аргументировал сильным рынком труда 3 мая ФРС ожидаемо повысила ставки на 0,25 п.п., в диапазон 5–5,25%.

### Техническая картина

С технической точки зрения картина по индексу S&P 500 смешанная. Так, с октября 2022-го бенчмарк торгуется в восходящем канале, нижняя граница которого в настоящий момент выступает поддержкой котировок, что может локально стимулировать покупки. В то же время индикаторы RSI и MACD указывают на наличие «медвежьей» дивергенции, что может быть признаком коррекции. Если индекс широкого рынка сумеет закрепиться выше 4190–4200 пунктов, это может стимулировать дальнейший рост котировок к 4300 пунктам. Закрепление ниже 4000 пунктов, напротив, станет сильным «медвежьим» триггером.



## 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
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP INC.	Авиалинии	9 068	2023-05-01	14	23	2024-04-30	66%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	48 226	2023-04-17	220	270	2024-04-16	23%	Покупать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	1 165	2023-03-31	6	10	2024-03-30	60%	Покупать
T	AT&T INC.	Телекоммуникационные услуги	124 773	2023-03-20	18	22	2024-03-19	26%	Покупать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	60 796	2023-03-06	109	123	2024-03-05	13%	Покупать
MRTX	MIRATI THERAPEUTICS, INC.	Биотехнологии	2 663	2023-02-16	46	80	2024-02-16	74%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 047 069	2023-02-06	102	146	2024-02-06	43%	Покупать
CTRA	COTERRA ENERGY, INC	Добыча нефти и газа	19 545	2023-01-23	25	30	2024-01-23	18%	Покупать
DAL	DELTA AIR LINES, INC.	Авиалинии	22 315	2023-05-01	35	52	2024-04-30	50%	Покупать
LI	LI AUTO	Автомобилестроение	20 140	2023-04-03	24	30	2024-04-02	27%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	1 595	2022-10-03	6	14,2	2023-10-03	142%	Покупать
CME	CME GROUP INC.	Рынки капитала	67 138	2022-09-05	187	219	2023-09-05	17%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	16 798	2022-08-23	75	93	2023-08-23	23%	Покупать
LUV	SOUTHWEST AIRLINES CO.	Авиалинии	18 203	2023-04-03	31	40	2024-04-02	31%	Покупать
QRVO	QORVO INC.	Производство полупроводников	9 274	2023-02-01	93	124	2024-02-01	34%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	15 841	2022-05-27	68	122	2023-05-27	78%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	154 211	2022-11-15	99	120	2023-11-15	21%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	28 148	2022-11-27	33	46	2023-11-27	39%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	4 398	2022-08-04	21	38	2023-08-04	85%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	42 190	2022-10-08	230	260	2023-10-08	13%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	3 149	2023-03-23	9	18	2024-03-22	98%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	20 939	2022-08-09	124	157	2023-08-09	26%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	12 916	2022-10-02	94	115	2023-10-02	22%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	3 936	2023-03-23	7	18	2024-03-22	140%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	13 805	2022-07-22	9	14	2023-07-22	58%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	1 574	2023-03-23	4	10	2024-03-22	140%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	129 162	2023-02-06	116	153	2024-02-06	32%	Покупать

Инвестиционный обзор №269  
4 мая 2023  
[ffin.global](http://ffin.global)





# Наиболее важные новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков



**XPeng (XPEV)** представила модернизированную платформенную архитектуру для электромобилей SEPA2.0, которая, согласно заявлению менеджмента, позволит уменьшить цикл исследований и разработок на 20%, при этом 80% компонентов платформы в новых моделях EV-машин будут универсальными. Инвесторы отреагировали на новость позитивно: 17 апреля котировки XPeng прибавили 15%. По сравнению с прошлой архитектурой компания снизила число компонентов для сборки, увеличила жесткость конструкции, а также уменьшила вес и размеры платформы за счет интегрированной батареи. Менеджмент заявил, что SEPA2.0 может применяться на платформах с колесной базой от 1800 до 3200 мм, что позволит использовать данную архитектуру на различных видах машин, включая седаны, купе, хэтчбеки, универсалы, внедорожники, минивэны и пикапы.

Новая платформенная архитектура включает также умные технологические решения: системы помощи для автономного вождения, управления электрокаром и систему облачных приложений. Отдельно компания выделила обновленную зарядную систему – 800-ваттное устройство ускорит зарядку автомобиля на 50% по сравнению с прошлым поколением и в зависимости от применяемой технологии позволит за пять минут зарядки добавить от 130 до 200 км хода. При этом новая система управления зарядом позволит снизить расход энергии при температурах окружающей среды от -30°C до 55°C и усилит охлаждение батареи вдвое.

Мы оцениваем разработку XPeng позитивно: новая архитектура способна приблизить компанию к решению одной из главных проблем – высокой себестоимости производства электромобилей – за счет унификации платформ для собственного модельного ряда. Благодаря универсальным компонентам и сокращению цикла исследований и разработок линейка моделей компании может быть расширена, что привлечет новых клиентов. Дополнительным фактором привлекательности электромобилей XPeng могут стать применение технологий автономного вождения и быстрой зарядки.

Несмотря на заметные успехи компании, ценовая война в секторе EV в КНР продолжит оказывать негативное влияние на котировки XPeng, ведь основные конкуренты эмитента имеют более масштабную клиентскую базу со стабильно растущим спросом и характеризуются более высокой маржинальностью бизнеса. Среди «китайской тройки» (XPeng, NIO и Li Auto) именно XPeng окажется в наиболее тяжелом положении в случае продолжения демпинга со стороны Tesla на фоне снижения госсубсидий на покупку электрокаров в Китае. По результатам апреля XPeng поставила 7,1 тыс. автомобилей (-21% г/г, в соответствии с ожиданиями), в то время как Li Auto – 25,7 тыс. единиц продукции (+516% г/г, выше ожиданий), а NIO – 6,7 тыс. машин (+31% г/г, ниже ожиданий). В январе 2023 года руководство XPeng утвердило цель по поставкам электромобилей в 2023 году на уровне 200 тыс. штук. С учетом отгруженных компанией в январе-апреле 25,3 тыс. автомобилей эта задача видится практически невыполнимой.



Президент Чили Габриэль Борич вслед за мексиканскими властями анонсировал план национализации литиевой промышленности. Для этого будет создана Национальная литиевая компания. Чили, Боливия и Аргентина обладают 53% мировых запасов лития, в прошлом году на эти страны пришлось около 35% его добычи в мире. Чили занимает вторые места по величине разведанных запасов лития и объему производства – после Боливии и Австралии соответственно. Аргентина, четвертый в мире производитель лития, готовит к запуску серию новых добычных проектов. Власти Боливии выступают за освоение своих запасов лития с помощью таких партнеров, как крупный китайский производитель аккумуляторов CATL.

Возрастающая важность лития, кобальта, редкоземельных элементов, а также меди, никеля и алюминия для современной энергетики служит весомым поводом для ужесточения контроля их мировых ресурсов. По последним данным S&P Global, избыточное предложение лития в 2023 году составит 13 тыс. тонн, а уже к 2024-му рынок вернется в состояние дефицита, который достигнет 10 тыс. тонн. По оценкам S&P Global, нехватка предложения будет продолжаться до 2027 года, цены на литий стабилизируются около отметки 274 тыс. китайских юаней за тонну, то есть на 66% выше текущих уровней. От пиковых уровней 2022 года цены на литий (карбонат лития, LCE) опустились более чем на 70% на конец апреля 2023-го. Драйверами снижения стали усиление предложения в 2022–2023 годах, обнаружение нового месторождения в Иране при одновременном снижении оценок спроса на металл на фоне сворачивания программы субсидирования покупки EV в КНР. Мы полагаем, что в настоящий момент цена на литий находится вблизи локальных минимумов ввиду высокого ожидаемого спроса на металл в среднесрочной перспективе.

Президент Чили заверил, что условия действующих контрактов компаний SQM, Albemarle и других пересматриваться не будут. Однако в дальнейшем доля государственных Codelco и Enami в новых проектах будет расширена. По словам главы Чили, государство получит контрольный пакет акций в любых новых добычных проектах, а Codelco будет отвечать за переговоры с Albemarle и SQM о предоставлении государству доли в их контрактах на добычу на участках Салар-де-Атакама до истечения срока действия их лицензий.

Как сообщает Bloomberg, у руководства Albemarle планы властей Чили в отношении правил добычи лития беспокойства не вызывают, компания уверена, что действующей контракты будут исполнены. Эмитент разрабатывает два месторождения в стране La Negra и Salar De Atacama. Основная часть разрабатываемых участков находится в США. На фоне новостей о национализации литиевой отрасли в Чили акции SQM упали с \$78 до \$60, а котировки ALB просели на 10%, до \$173. Мы считаем, что эта коррекция создает удобную инвестиционную возможность для покупки акций по цене вдвое ниже достигнутых в ноябре исторических максимумов.



# Наиболее важные новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков



### FIRST REPUBLIC BANK

Акции **First Republic Bank (FRC)** обвалились на 49% после публикации отчета за первый квартал. Объем депозитов на счетах эмитента сократился на 40,8% г/г, превысив общерыночные ожидания, даже несмотря на поддержку со стороны 11 крупных банков в виде депозитов на сумму \$30 млрд на срок до полугода. Без этих вливаний объем вкладов на счетах банка сократился бы более чем на 50%. Соотношение между объемом кредитов и депозитов выросло до 165%, что значительно ограничило ликвидность. Ситуация с оттоком средств со вкладов First Republic Bank развивалась по тому же сценарию, что и у Silicon Valley Bank. Эмитент ориентировался на состоятельных клиентов как из индустрии стартапов, так и из финансовой сферы (банкиров и менеджеров хедж-фондов). При этом объем многих вкладов превышал сумму \$250 тыс., сохранность которой гарантирована Федеральной корпорацией страхования вкладов (FDIC). Доля незастрахованных депозитов в FRC на конец марта составляла 73%.

Хотя банку удалось превысить консенсус относительно чистой прибыли, динамика доходов дала инвесторам повод для беспокойства. Выручка упала на 13,4% г/г, чистый процентный доход сократился на 19,4%, прибыль снизилась на 33%. Давление на процентную маржу оказывал быстрый рост стоимости депозитов (с 1,76% до 2,73%). В то же время доходность активов увеличилась лишь с 3,51% до 3,66%. First Republic закончил прошлый год с забалансовой уценкой портфеля ипотечных кредитов и убытками по долгосрочным облигациям в размере \$27 млрд, что превышало \$17,9 млрд акционерного капитала на конец марта. First Republic Bank занял нишу крупных ипотечных кредитов на льготных условиях под низкие ставки в среднем 2,89% с 10-летним периодом выплаты только процентов.

В комментариях к отчету менеджмент First Republic заявил, что рассчитывал реструктурировать свой баланс за счет сокращения краткосрочных займов у ФРС и Федерального банка жилищного кредитования, по которым платил около 5%. Также планировалось уменьшить расходы за счет отказа от части офисных площадей и сокращения штата сотрудников на 20–25% во втором квартале. Банк имел достаточно денежных средств, чтобы искать стратегические возможности, в том числе путем реструктуризации бизнеса и продажи активов, однако пространство для маневра было ограничено. Продажа ипотечного подразделения привела бы к убыткам, тогда как отказ от бизнеса по управлению капиталом стал бы потерей самого прибыльного сегмента.

1 мая Департамент финансовой защиты и инноваций Калифорнии закрыл First Republic, который перешел под управление FDIC. Позже регулятор одобрил заявку JPMorgan Chase (JPM) на приобретение большей части активов и депозитов FRC. По состоянию на 13 апреля активы проблемного банка оценивались в \$229,1 млрд, соответственно, его банкротство стало вторым крупнейшим в истории США после коллапса Washington Mutual в 2008 году.

Поглощение проблемного актива расширит масштаб бизнеса JPMorgan, крупнейшего банка США, хотя нормативные ограничения размера активов JPM и его доля в совокупном объеме депозитов страны не позволили бы ему при обычных обстоятельствах расширить депозитную базу подобным способом. JPMorgan приобрел кредиты First Republic на сумму около \$173 млрд, ценные бумаги стоимостью \$30 млрд и депозиты в объеме \$93,5 млрд. Сделка не предполагает покупку корпоративного долга или привилегированных акций обанкротившегося кредитора. Согласно оценкам JPMorgan, он получил единовременную прибыль в размере \$2,6 млрд после уплаты налогов, однако расходы, связанные с реструктуризацией, составят \$2 млрд в течение следующих 18 месяцев. Ожидается, что включение активов FRC может принести около \$500 млн дополнительной прибыли ежегодно с учетом затрат. После поглощения First Republic со стороны JPM острая фаза кризиса в банковском секторе, вероятно, завершится. В то же время последствия изменения структуры депозитов в индустрии и эффект подъема ставки ФРС еще не проявились в полной степени. В предстоящие месяцы малые и средние банки будут действовать более консервативно, чтобы минимизировать риски потери ликвидности и капитала. Если пауза в повышении ставки ФРС позволит сдержать или сократить нереализованные убытки по ценным бумагам, региональные банки уже ожидают снижения процентной маржи в этом году из-за рисков в сегменте коммерческой недвижимости и сокращения кредитования.

## Alphabet

25 апреля **Alphabet (GOOG)** анонсировала новую программу обратного выкупа акций объемом \$70 млрд, что соответствует примерно 5% рыночной капитализации корпорации. Программа такого же объема была запущена и в апреле 2022-го. В прошедшем квартале компания направила на выкуп собственных акций \$14,6 млрд, а за весь 2022 год – \$59,3 млрд, что практически совпало с размером free cash flow, составившим \$60 млрд. В прошлом году лишь Apple обогнала Alphabet по объему выкупа собственных акций, потратив на эти цели \$89,4 млрд.

Проведение buy back будет служить важным фактором поддержки для акций Alphabet в 2023 году. Результаты Alphabet за первый квартал оказались сильнее ожиданий. Выручка корпорации увеличилась на 3% г/г, до \$69,79 млрд, превзойдя консенсус примерно на \$900 млн. Без негативного влияния укрепившегося доллара темп роста выручки составил бы 6% г/г. Несмотря на позитивную динамику выручки, из-за повышения расходов операционная рентабельность снизилась с 30% до 25%, хотя и этот показатель превысил прогнозы на 1 п.п. Операционная прибыль составила \$17,42 млрд при консенсусе на уровне \$16,42 млрд, а EPS GAAP опустилась всего на 5% г/г, до \$1,17, тогда как ожидалось ее сокращение до \$1,08.

Сегмент рекламы в поисковике, Google Maps и других сервисах (Google Search & Other) удивил своей устойчивостью с сложной макроэкономической ситуацией. Выручка сегмента составила \$40,4 млрд,

Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](https://ffin.global)



# Наиболее важные новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков



увеличившись почти на 2% г/г, против консенсус-прогноза на уровне \$39,4 млрд, предполагавшего отрицательную динамику показателя.

Результаты Google Cloud порадовали благодаря выходу сегмента на операционную прибыль. Она составила \$190 млн после убытка в размере \$706 млн, показанного годом ранее, и прогноза, предполагавшего его уменьшение лишь до \$645 млн. Признаем, что отчасти данный результат связан с проведенной реклассификацией некоторых расходов путем переноса их в основной прибыльный сегмент бизнеса, и без этого маневра сегмент показал бы убыток, по нашим оценкам, в области \$100 млн.

Впрочем, даже при этом фактический результат отражает более эффективное использование денежных средств. Выручка увеличилась на 28% г/г, до \$7,45 млрд, практически совпав с ожиданиями инвесторов. Темпы роста сегмента замедлились по сравнению с предыдущим кварталом, когда было зафиксировано ее увеличение на 32% г/г. Менеджмент в ходе конференс-колла отметил в качестве приоритета увеличение добавленной стоимости облачного бизнеса, что мы рассматриваем как сигнал в пользу устойчивого характера выхода на операционную прибыль.

Подтверждаем позитивный взгляд и повышаем целевую цену по акциям Alphabet с \$121 до \$125 благодаря вероятности выхода Google Cloud на стабильно растущую операционную прибыль не в 2025 году, как ранее предполагалось, а уже в текущем. Фундаментальная картина для Alphabet усложняется из-за риска усиления конкуренции с Bing (Microsoft) в поисковой рекламе, а также с Netflix в рекламе на YouTube. Кроме того, облачный бизнес продолжает оперировать в высококонкурентной среде, где Amazon Web Services и Microsoft Azure занимают более значимые доли рынка.



**Microsoft Corp. (MSFT)** представила сильные результаты за первый квартал и дала оптимистичные прогнозы на второй. Инвесторы отреагировали на релиз позитивно: по итогам торгов 26 апреля акции MSFT подорожали на 7,24%, несмотря на новость о блокировке британским антимонопольным регулятором покупки корпорацией Activision Blizzard (ATVI). Напомним, что Microsoft в случае срыва сделки по регуляторным причинам должна выплатить Activision Blizzard \$3,0 млрд.

Показатели Microsoft по всем сегментам ее бизнеса превысили средние ожидания инвесторов. Развитие ИИ-решений выступает важным позитивным драйвером. Пока прямой вклад этих продуктов и сервисов в динамику выручки относительно невелик, но развитие этих направлений стимулирует приток новых клиентов в компанию и существенно расширяет потенциал кросс-продаж. Рост объема портфеля коммерческих заказов существенно ускорился, превзойдя ожидания менеджмента, что дает основание говорить о развороте нисходящего тренда вверх. В первом квартале показатель без учета эффекта валютных колебаний увеличился на 12% г/г против 4% г/г в предыдущем. Объем отложенных контрактных обязательств (RPO) без учета эффекта ВК, как и в октябре-декабре 2022-го, прибавил около 26% г/г.

Non-GAAP операционная маржа корпорации за квартал составила 42,3% против 40,4%, которые ожидал рынок. EPS выросла на 10,4% г/г, до \$2,45, превзойдя прогнозы инвесторов на уровне \$2,24 на 9%. Такой уровень контроля операционных затрат при опережающих темпах роста выручки придает оптимизма.

Сегмент Productivity and Business Processes (P&BP) показал опережающие темпы роста в основном благодаря сильному спросу в коммерческом сегменте продуктов Office и в особенности высоким уровням обновления подписок клиентов и уверенным продажам в сегменте компаний МСБ.

Убедительные результаты продемонстрировало направление Microsoft Dynamics. Одновременно рост выручки LinkedIn продолжает замедляться из-за общего охлаждения рынка труда и тенденции к оптимизации штатов. Потребительский сегмент Office ожидаемо показал очень скромный рост (+1% г/г). Это объясняется слабыми продажами ПК, которые, согласно отчету аналитического агентства IDC, упали в прошедшем квартале на 29% г/г.

Выручка сегмента Intelligent Cloud оказалась лучше ожиданий благодаря уверенному повышению доходов от Azure и других облачных сервисов после интеграции решений с ИИ, даже несмотря на продолжающееся сокращение серверного подсегмента. В то же время динамичное развитие Azure привело к ощутимому снижению операционной маржи Intelligent Cloud. При этом доходы от Azure и прочих облачных сервисов Microsoft снова замедлили рост до 27% г/г по сравнению с 31% г/г в прошлом квартале. В этом квартале число пользователей Azure OpenAI выросло более чем в 10 раз и превысило 2500, что открывает огромный потенциал для дальнейшей монетизации этой быстрорастущей клиентской базы. На этом фоне выручка серверного сегмента бизнеса продолжила сокращение, на этот раз составившее 2% г/г из-за оптимизации клиентами загрузки серверов Microsoft.

Выручка сегмента More Personal Computing (MPC) показала относительно небольшое сокращение в основном благодаря хорошим темпам обновления контрактов и кросс-продажам в коммерческом сегменте Windows, а операционная маржа продолжила восстановление. При этом сегмент устройств и игровое направление продемонстрировали довольно слабые результаты. Так, в игровом направлении доходы упали на 4% г/г на фоне продолжающегося спада выручки от продаж Xbox (-30% г/г), заметно отставших от объемов реализации конкурирующих продуктов от Sony и Nintendo.

Гайденс менеджмента в отношении большинства сегментов бизнеса превышает общерыночные ориентиры. В то же время прогноз валовой маржи оказался относительно слабым из-за дальнейшего изменения структуры продаж и инвестиций в развитие ИИ-сервисов. За счет жесткого контроля над операционными затратами менеджмент планирует и далее увеличивать операционную рентабельность и EPS. Также напомним, что компания реализует программу buy back, на которую в отчетном периоде было направлено \$9,7 млрд (~0,5% рыночной капитализации MSFT). Выручку за второй квартал менеджмент планирует в диапазоне \$54,9–55,9 млрд (+5,8–7,7% г/г при консенсусе +5,5% г/г).

Валовая маржа Microsoft, согласно оценкам менеджмента, может составить около 69–70% против 72,9%, предполагаемых расчетами FactSet. Операционная маржа и EPS ожидаются в диапазонах 41,3–42,9% и \$2,44–2,58 при консенсусе 41,4% и \$2,45 соответственно.

# Инвестиционная идея

## American Airlines Group. Летная погода

Улучшение финансовых метрик, а также благоприятные прогнозы и мультипликаторы будут способствовать росту котировок AAL к \$23

Тикер	<b>AAL</b>
Цена акций на момент анализа	<b>\$13,89</b>
Целевая цена акций	<b>\$23,00</b>
Потенциал роста	<b>65,58%</b>

American Airlines Group Inc. (AAL) через дочерние компании работает как сетевой авиаперевозчик. Согласно данным Бюро транспортной статистики (BTS), доля группы на рынке США составляет около 17,6%.

**Факторы инвестиционной привлекательности**  
**Почти полное восстановление отрасли.** Пассажирские потоки остаются достаточно устойчивыми, о чем свидетельствуют данные Управления транспортной безопасности США (TSA). Даже с учетом коррекции средних цен на авиабилеты после пика июня 2022 года тарифы все еще превышают уровни 2019-го (согласно данным порталов Nerdwallet и ARC). По информации Всемирной туристской организации (UNWTO), занятость номеров в гостиницах по всему миру держится на высоком уровне и практически достигла допандемийного значения. Также стоит учитывать развитие туризма в направлениях АТР, поскольку Китай отказался от карантинного режима.

**Международное расписание по-прежнему выступает драйвером роста для операционных показателей.** С учетом сезонных паттернов компания продемонстрировала уверенный результат на международных рейсах. Латиноамериканские страны остаются одним из самых популярных направлений у пассажиров компании: за год рост трафика (RPM) составил 17,7%. При этом за отчетные три месяца спрос вырос на 7,5%. Также увеличивается популярность транстихоокеанских направ-

лений, хотя их доля в выручке незначительна. Трансатлантические направления сезонно показали охлаждение спроса. Тем не менее уровень операций по-прежнему значительно превышает результаты первого квартала 2019 года. В целом спрос на международные рейсы остается устойчивым и по трафику почти достиг предпандемийного уровня (отстает лишь на 5%). Ожидается, что спрос на перелеты в/из АТР могут компенсировать эту разницу уже в 2023 году. Чтобы перенаправить ресурсы на международные рейсы, компания сокращает экспозицию на региональные перевозки: авиапарк направления сократился, а также уменьшилось среднее расстояние маршрута, что может быть связано с расторжением соглашения AAL с Mesa Airlines (MESA).

**Наблюдаются улучшения финансовых метрик.** За отчетный период был сгенерирован значительный позитивный свободный денежный поток в \$2,8 млрд, что, вероятно, может быть связано с низким объемом приобретений новых самолетов. За последние 10 лет это самый высокий квартальный показатель. Тем не менее компания не ускоряет темпы сокращения долговых обязательств, которые ранее служили причиной низкого кредитного рейтинга. Долгосрочный таргет до 2025 года подразумевает уменьшение долга еще на \$2-3 млрд.  
**Менеджмент дает позитивные прогнозы на фоне устойчивого спроса на услуги компании.** Пропускная способность (ASM) во втором квартале, по заявлению руководства, должна вырасти на 3,5–5,5%

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



Инвестиционный  
обзор №269

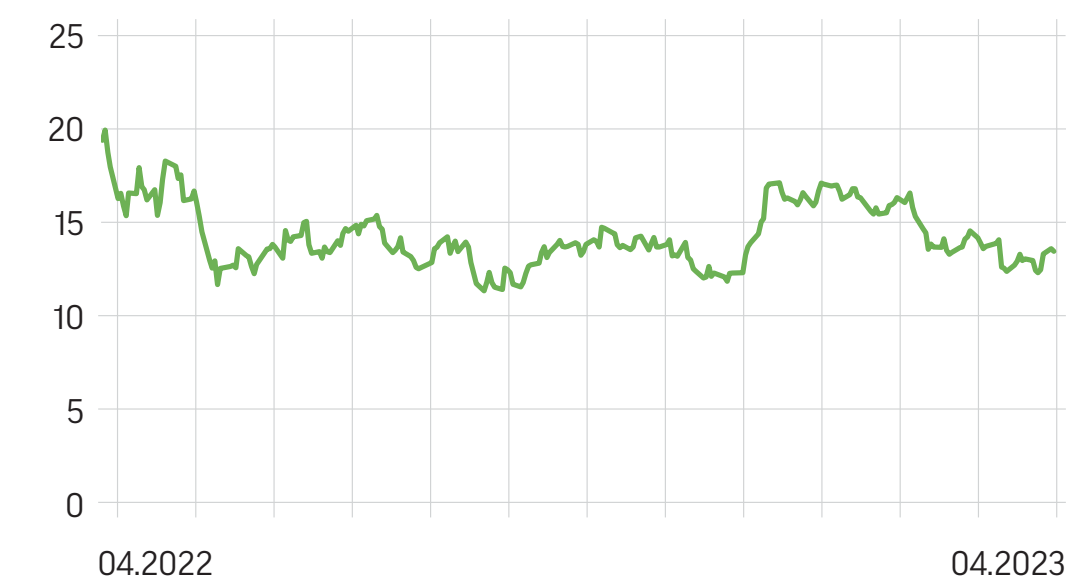
4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
AAL	(0,9%)	7,2%	(6,6%)	(19,3%)	(25,8%)
S&P 500	(1,2%)	1,2%	0,2%	(1,4%)	(0,9%)
Russell 2000	(2,1%)	(0,8%)	(3,9%)	(13,4%)	(8,0%)
DJ Industrial Average	(1,1%)	0,5%	1,2%	(1,1%)	1,9%
NASDAQ Composite Index	(1,1%)	2,4%	(1,2%)	(1,0%)	(3,6%)

### Динамика котировок AAL, \$



# Инвестиционная идея

г/г. Это отражает замедление темпа восстановления операций. Тем не менее он все еще выше, чем наблюдавшийся до 2020 года. При этом более заметно снизится темп удорожания авиабилетов, о чем сигнализирует сокращение TRASM на 2–4% за год. Удельный показатель расходов без учета топлива вырастет на 3,5–5,5% за год на фоне обновления трудовых контрактов с критически важным персоналом. Однако снижение цены топлива до \$2,65–2,75 за галлон позитивно повлияет на операционную маржу, которая, как прогнозируется, окажется в интервале 11–13%. Скорректированная EPS ожидается в диапазоне \$1,2–1,4, что составляет около 70% от результата в соответствующем

квартале 2019 года. При этом показатель за год не изменился даже с учетом повышения зарплат сотрудникам по новому соглашению.

Оценки выглядят достаточно привлекательно. Сейчас компания торгуется с форвардными мультипликаторами:

- P/S – 0,2x (за 10 лет это одно из самых низких значений, меньше оно было только в марте 2020 года)
- P/E – 5,1x (против 7,4x в рамках Factset Airlines Index)

Наш таргет по бумаге AAL – \$23. Рекомендация – «покупать».

Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)



Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Выручка</b>	<b>17 337</b>	<b>29 882</b>	<b>48 971</b>	<b>54 424</b>	<b>55 328</b>	<b>58 568</b>	<b>61 998</b>	<b>64 280</b>	<b>65 566</b>
Основные расходы	-27 758	-30 941	-47 364	-48 870	-50 717	-53 190	-57 195	-57 563	-59 545
<b>Валовая прибыль</b>	<b>-10 421</b>	<b>-1 059</b>	<b>1 607</b>	<b>5 555</b>	<b>4 611</b>	<b>5 378</b>	<b>4 803</b>	<b>6 717</b>	<b>6 020</b>
SG&A									
<b>EBITDA</b>	<b>-10 004</b>	<b>-7 501</b>	<b>3 974</b>	<b>7 456</b>	<b>6 871</b>	<b>7 644</b>	<b>7 082</b>	<b>9 008</b>	<b>8 557</b>
Амортизация	1 383	-1 987	2 170	1 847	2 204	2 208	2 216	2 228	2 240
<b>EBIT</b>	<b>-11 387</b>	<b>-5 514</b>	<b>1 804</b>	<b>5 608</b>	<b>4 667</b>	<b>5 436</b>	<b>4 866</b>	<b>6 780</b>	<b>6 317</b>
Процентные выплаты (доходы)	1 186	1 782	1 746	1 868	1 319	1 160	1 063	988	2 001
<b>EBT</b>	<b>-11 453</b>	<b>-2 548</b>	<b>186</b>	<b>3 850</b>	<b>3 618</b>	<b>4 562</b>	<b>4 105</b>	<b>6 107</b>	<b>5 174</b>
Налоги	2 568	555	-59	-840	-906	-1 143	-1 028	-1 530	-1 258
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-8 885</b>	<b>-1 993</b>	<b>127</b>	<b>3 010</b>	<b>2 711</b>	<b>3 419</b>	<b>3 076</b>	<b>4 577</b>	<b>3 916</b>
Dilluted EPS	\$-18,36	\$-3,09	\$0,19	\$4,19	\$3,73	\$4,33	\$3,90	\$5,73	\$4,90
DPS	\$0,09	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-



Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE							
ROA	0%	4%	4%	5%	4%	6%	5%
ROCE	4%	13%	10%	12%	10%	14%	12%
Выручка/Активы	0,76x	0,78x	0,78x	0,81x	0,85x	0,84x	0,83x
Кэф. покрытия процентов	0,92x	2,48x	2,90x	3,67x	3,71x	5,45x	4,58x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Валовая маржа	-60%	-4%	3%	10%	8%	9%	8%	10%	9%
Маржа по EBITDA	-58%	-25%	8%	14%	12%	13%	11%	14%	13%
Маржа по чистой прибыли	-51%	-7%	0%	6%	5%	6%	5%	7%	6%

# Опционная идея

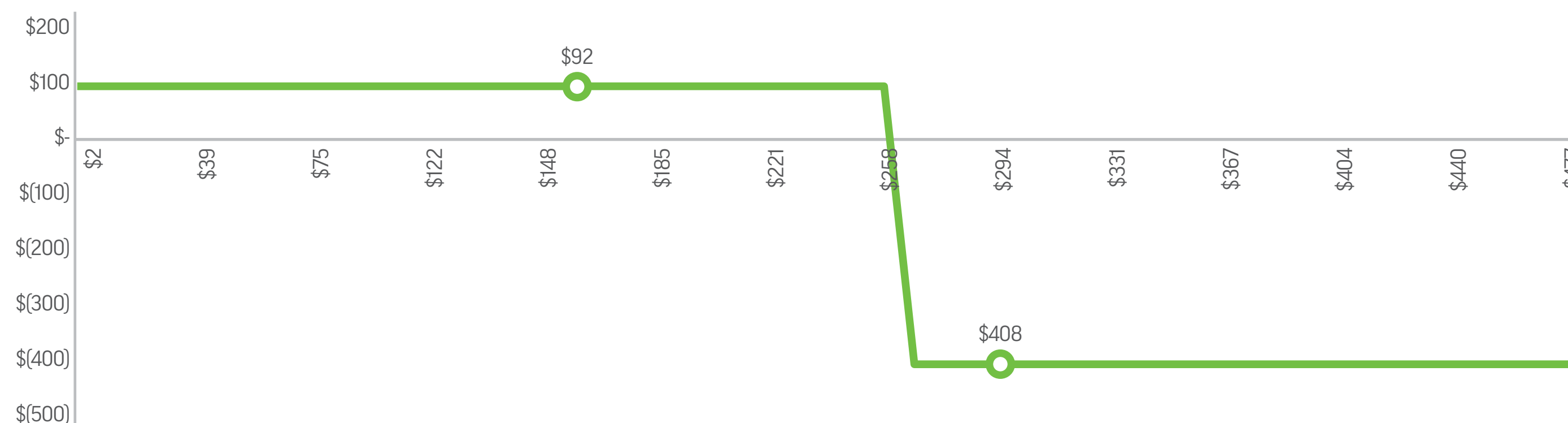
## CREDIT CALL SPREAD ON META



### Инвестиционный тезис

Meta Platforms, Inc. (META\*, до 28 октября 2021 года – Facebook Inc.) – американская транснациональная холдинговая компания, владеющая технологическим конгломератом. Является материнской организацией Facebook, Instagram, WhatsApp и Oculus. Квартальные результаты META выглядят сильными по всем ключевым метрикам. Кроме того, менеджмент представил квартальный гайденс лучше ожиданий инвесторов. Финансовые результаты компании за прошедшие три месяца отразили неожиданно более устойчивое состояние рынка онлайн-рекламы в начале 2023 года. Данные за последние четыре квартала позволяют утверждать, что сервисы компании уверенно выдерживают конкуренцию за аудиторию. Рост популярности TikTok и других развивающихся соцсетей не оказывает негативного влияния на операционные тренды. Средняя ежедневная аудитория Facebook (DAU) увеличилась за прошедший квартал с 2 млрд до 2,037 млрд, а показатель ежемесячной аудитории (MAU) продемонстрировал расширение с 2,963 млрд до 2,989 млрд. Примечательно, что в США и Канаде показатель DAU продолжил расти до новых максимальных значений (с 199 млн до 200 млн). После череды негативных гайденсов 2022 года менеджмент в этот раз дал понять, что участники рынка ошибаются в пессимистичных оценках перспектив роста бизнеса. С начала года акции компании показали наиболее активный рост среди всех эмитентов из S&P 500. Тем не менее мы считаем, что традиционно слабый для рынков месяц (май) и возможная публикация негативных макроданных не позволят котировкам компании подняться выше \$265 к моменту экспирации 16 июня.

### 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
META	Покупать	CALL \$270	16.06.2023	2,430	\$92,00	0,190	0,0104	0,234	-0,082	30,2%	43,73%	35,02%	42,44%	47,19%
	Продавать	CALL \$265	16.06.2023	3,350		-0,253	-0,0119	-0,270	0,096					

### Параметры сделки

Продажа	Credit Call Spread on META
Страйки	Long CALL 270; Short CALL 265
Покупка	+META^D6G270
Продажа	+META^D5G265
Дата экспирации	16 июня 2023 г.
Маржинальное обеспечение	\$500,00
Максимальная прибыль	\$92
Максимальный убыток	\$408
Ожидаемая прибыль	18,4%
Точка безубыточности	\$ 265,92

### Управление позицией

Если в день экспирации 16.06.2023 цена базового актива будет ниже страйка проданного опциона колл, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$92. В случае если цена базового актива окажется в пределах \$265–270, убыток будет варьироваться, при этом необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) META для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет выше купленного опциона колл, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$408. В позицию необходимо заходить до 05.06.23 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 №269

4 мая 2023

[ffin.global](https://ffin.global)



### EnergyDome

Основная разработка итальянского климатического стартапа – батареи CO<sub>2</sub> для хранения возобновляемой энергии. Система, созданная компанией, преобразует двуокись углерода в жидкость и обратно в газ (путем сжатия и/или испарения) с целью выработки тепла, которое либо накапливается, либо используется для приведения в действие электрогенератора. С каждой единицы запасенной возобновляемой энергии система может возвращать 75% для последующего использования. Такая технология обходится вдвое дешевле литиевых батарей. EnergyDome заявляет о надежности системы как основном отличии от альтернативных решений для хранения энергии, утверждая, что батарея не изнашивается в течение 30 лет эксплуатации.

В конце апреля стартап закрыл инвестраунд серии В стоимостью \$44 млн, в результате чего общая сумма, собранная на новые разработки, достигла \$59 млн. Раунд был проведен Eni Next, корпоративным венчурным подразделением итальянского энергетического гиганта Eni, вместе с Neva SGR, венчурной компанией, принадлежащей европейской банковской группе Intesa Sanpaolo. В стартап также инвестируют Barclays Sustainable Impact Capital, CDP Venture Capital, Invitalia, Novum Capital Partners, 360 Capital, Japan Energy Fund и Elemental Exceleator.

### Alison

Израильский стартап оказывает услуги по совершенствованию маркетингового контента. Специалисты компании анализируют шрифт, цвета, звуки и текст различных онлайн-сервисов и их рекламных кампаний, дают рекомендации по усовершенствованию решений для определенной локации, адаптируя контент к любому рынку, либо предоставляют уже готовый вариант креативного продукта. Анализ проводится также с помощью более десятка моделей искусственного интеллекта, включая распознавание текста, звука, визуального ряда и так далее. Alison в настоящее время проводит анализ около миллиарда креативных элементов на крупнейших онлайн-платформах.

В конце апреля на этапе предварительного отбора стартап привлек \$ 5,1 млн от инвесторов, включая a16z, Crescendo Venture Partners и yellowHEAD.



### Replit

Являясь самой быстрорастущей платформой для разработки программного обеспечения (ПО) в мире, стартап объединяет более 22 млн программистов из 200 стран. Replit позволяет быстро настраивать любую среду разработки и выпускать полнофункциональные приложения за считанные секунды из любой локации на любом устройстве, используя возможности искусственного интеллекта. Ключевыми преимуществами компании являются масштабируемая производительная инфраструктура, поддерживающая создание полного стека и развертывание ПО из любого облака, а также использование API любого поставщика LLM и взаимодействие с любыми сторонними сервисами. В ходе инвестраунда серии В Replit привлекла \$97,4 млн на расширение бизнеса от Andreessen Horowitz, Khosla Ventures, Coatue, SV Angel, Y Combinator, Bloomberg Beta и других. Всего от инвесторов компания получила уже \$1,16 млрд. Данные средства планируется потратить на укрепление лидирующих позиций в сфере искусственного интеллекта и продолжить экспоненциальный рост. В частности, Replit намерена использовать новые средства для внедрения инноваций в разработку облачных сервисов для программистов, а также стимулировать инновации в области искусственного интеллекта с помощью Ghostwriter.



### Luup

С момента основания в 2018 году японский стартап по совместному использованию микромобилей работает в сфере расширения бизнеса по производству электронных скутеров и электровелосипедов. Цель компании – увеличить использование этих средств индивидуальной мобильности до масштабов, сопоставимых с традиционными видами общественного транспорта. Luup также намерена превратить недостаточно используемые открытые зоны (включая офисные здания, витрины магазинов и небольшие городские пространства) в «порты» или парковочные места для электроскутеров и электровелосипедов. В 2021 году компания расширила свой парк примерно до 10 тыс. единиц, при этом число лиц, использующих ее мобильное приложение, увеличилось до 1 млн. В свете растущей популярности этого сектора японское правительство активно смягчает правила для электроскутеров с тем, чтобы еще больше стимулировать индустрию микромобилей. Стартап получил \$30 млн в раунде финансирования серии D. За свою историю Luup привлекла в общей сложности \$68 млн в виде собственного капитала и долга.



# IPO Fidelis Insurance Holdings Limited

## Страхование без страха

14 апреля заявку на IPO подала страховая компания Fidelis Insurance Holdings Limited. Андеррайтеры размещения – JPMorgan, Barclays и Jefferies

### Чем интересна компания:

- **О компании.** Fidelis оказывает услуги специализированного страхования и перестрахования имущества на Бермудских островах, в Ирландии и Великобритании. После завершения этапа привлечения финансирования в 2015 году компания начала заниматься андеррайтингом. Fidelis – материнская структура для Fidelis Insurance Group, в которую входят Fidelis Insurance Bermuda Limited, Fidelis Underwriting Limited и Fidelis Insurance Ireland DAC, а также сервисная компания FIHL (UK) Services Limited и ее ирландский филиал. В январе 2023 года Fidelis завершила создание нового управляющего генерального андеррайтера (MGU) отдельно от существующих страховых компаний на балансе. Сделка по разделению откроет для материнской структуры доступ к опыту Fidelis MGU в области андеррайтинга и позволит последней привлекать и удерживать

высококвалифицированных специалистов. После реструктуризации целью компании стало дальнейшее укрепление позиций в качестве ведущего поставщика индивидуальных, специализированных и имущественных страховых услуг.

- **Потенциальный рынок.** В исследовании Allied Market Research, вышедшем в 2023 году, мировой рынок страхования по состоянию на 2021-й оценивался в \$104,7 млрд с прогнозом расширения до \$279 млрд к 2031-му. Основными драйверами роста этой индустрии должны стать интеграции современных технологий в страховые решения, специальные страховые услуги и появление новых предложений в сегменте страхования от стихийных бедствий.
- **Финансовые показатели.** В 2021 году выручка Fidelis увеличилась на 51,96%, в 2022-м ее рост замедлился до 27,83% с маржей чистой прибыли за 2020-й, 2021-й и 2022 год на уровне 16,16%, 6,5% и 4% соответственно.

### Обзор перед IPO

Эмитент	<b>Fidelis Insurance Holdings Limited</b>
Тикер	<b>FIHL</b>
Биржа	<b>NYSE</b>
Объем к размещению	<b>\$100 млн</b>
Андеррайтеры	<b>JP Morgan, Barclays, Jefferies.</b>



**FIDELIS**  
INSURANCE GROUP



## KASE и тенге разошлись с нефтью

Несмотря на коррекцию нефти, ралли на рынке Казахстана поддерживается насыщенным потоком корпоративных новостей и дивидендными ожиданиями

С 12 по 17 апреля казахстанский рынок демонстрировал локальную консолидацию с формированием нисходящей дивергенции. Однако, как мы и ожидали, это не привело к глубоким просадкам в акциях, а индекс KASE довольно быстро вернулся в растущий тренд, продолжив двигаться против снижающейся нефти.

Новая локальная волна роста началась 18 апреля, после сильного краткосрочного всплеска волатильности в котировках БЦК, которая стала частым явлением для данных бумаг. В этот момент акции Казтрансойла начали второй этап своего восстановления после коррекции к четырехмесячным минимумам, достигнутым 14 марта. Драйвером роста котировки обеспечил умеренно позитивный новостной фон. Однако, на наш взгляд, основным «бычьим» тезисом стала поданная в профильный комитет Минэка заявка на повышение тарифа на услуги транспортировки нефти внутри Казахстана. На этом фоне акции компании взлетели более чем на 30%.

Еще одним заметным участником торгов последних двух недель стал Kaspi, вновь напомнивший о планах получить листинг на биржах США. Кроме того, финтех первым из всех входящих в KASE эмитентов представил отчет за первый квартал, и его результаты можно назвать позитивными. Компании удалось значительно пре-

взойти собственные прогнозы операционных показателей, хотя от улучшения гайденса на текущий год менеджмент Kaspi воздержался. Со своей стороны, мы немного повысили свои ориентиры в отношении финтеха на 2023 год в модели оценки. Вместе со снижением стоимости собственного капитала это позволило поднять целевую цену по ГДР Kaspi с \$81 до \$103, что предполагает потенциал роста 25%. Рекомендация – «покупать».

Бумаги Народного банка продолжают отыгрывать позитивную отчетность за четвертый квартал 2022 года.

Котировки Казахтелекома, анонсировавшего проведение ГОСА 30 мая, выросли на 3,2%.

Что касается дивидендных новостей, то Kaspi утвердил выплаты в размере 600 тенге на бумагу, Народный банк предложил перечислить по 25,38 тенге на акцию, а KEGOC – по 50,59.

Котировки тенге и нефти продемонстрировали обратную корреляцию на фоне продажи валюты Нацбанком. Напомним, что в апреле регулятор планировал эти операции в объеме \$550-650 млн. На рынке облигаций продолжается снижение ставок. Объем средств нерезидентов в нотах Нацбанка со 109,4 млрд тенге на конец марта к 21 апреля достиг 157,2 млрд. Процентное отношение составило 5,7% против 4,1% ранее.

### Динамика акций и ГДР

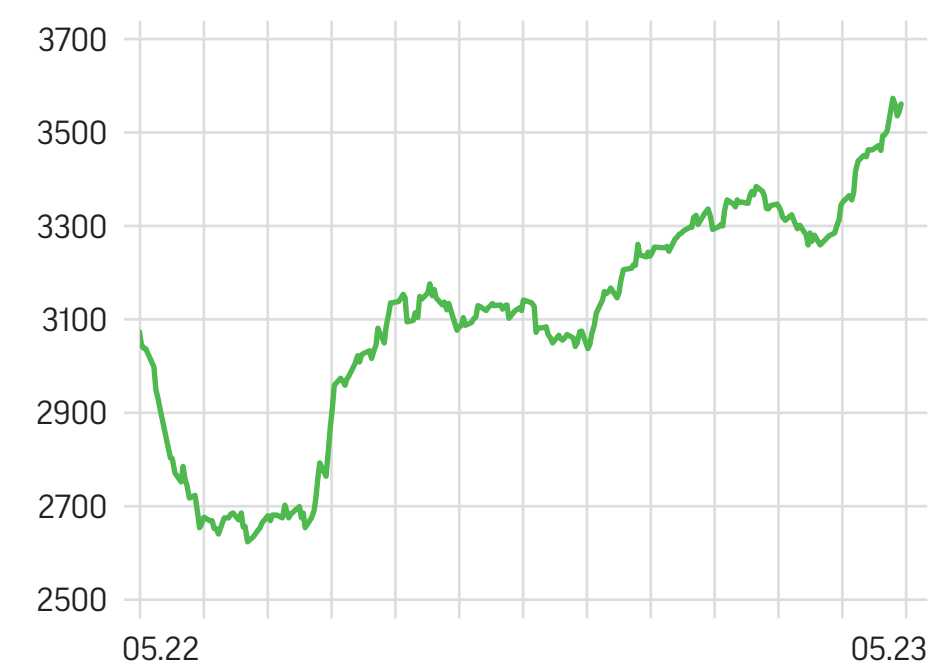
Актив	Значение на		Изменение
	14.04.23	28.04.23	
Индекс KASE	3 461,28	3 559,90	2,8%
Kaspi (GDR)	71,20	82,50	15,9%
Казтрансойл (KASE)	680,00	754,99	11,0%
Халык Банк (GDR)	12,16	13,40	10,2%
Халык Банк (KASE)	144,47	156,00	8,0%
Kaspi (KASE)	34 410,69	37 000,00	7,5%
Казахтелеком (KASE)	29 081,67	29 999,36	3,2%
Казатомпром (KASE)	13 315,62	13 438,99	0,9%
KEGOC (KASE)	1 604,06	1 618,00	0,9%
Банк ЦентрКредит (KASE)	683,90	682,30	-0,2%
Kcell (KASE)	1 887,86	1 872,11	-0,8%
Казмунайгаз (KASE)	10 291,00	10 129,00	-1,6%
Казатомпром (GDR)	29,70	28,40	-4,4%

### Ожидания и стратегия

У бумаг Kaspi и Казахтелекома сохраняются позитивные фундаментальные драйверы роста. Для других эмитентов дальнейшее продвижение вверх может оказаться сложнее с учетом неоднозначного внешнего фона и предстоящих в мае-июне прохождений дивидендных отсечек. Тем не менее одним из сильнейших позитивных факторов остаются ожидания замедления инфляции и снижения ключевой ставки: эти тенденции видны по притоку средств в гособлигации.



- **Тариф для Казтрансойла на транспортировку нефти на внутреннем рынке могут повысить.** Компания направила в Комитет по регулированию естественных монополий Минэкономки РК заявку на повышение расценок на услуги транспортировки нефти внутри страны на 15%, до 5012,42 тенге на тыс. км. Напомним, что действующий тариф был утвержден на период 2021–2025 годов.
- **Kaspi.kz намерен выйти на фондовый рынок США.** Руководство финтех-компании заявило, что видит «многочисленные потенциальные выгоды от листинга в США». Компания уже продолжительное время выкупает с рынка свои ГДР, которые считает существенно недооцененными после начала конфликта в Украине. Очевидно, что получение листинга в США поможет эмитенту увеличить ликвидность, а также получить более справедливую оценку рынком своей капитализации.
- **Нацбанк планирует продать на рынке \$750–800 млн в мае.** Соответствующие операции регулятор проводит для трансфертов в бюджет. Покупка доллара для поддержания валютной доли пенсионных активов ЕНПФ в мае ожидается в объеме \$200–250 млн.

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

# Инвестиционная идея

## Казахтелеком. Долговая разгрузка

Реализации потенциала роста акций оператора связи способствуют увеличение свободного денежного потока, снижение чистого долга и статус дивидендной фишки

### Причины для покупки:

- **Снижение долговой нагрузки.** В октябре-декабре 2022 года свободный денежный поток оператора связи составил 34,9 млрд тенге против 75,6 млрд и 48,9 млрд годом и кварталом ранее. При этом операционные денежные потоки увеличились на внушительные 55% кв/кв за счет роста кредиторской задолженности на 20,9 млрд тенге за четвертый квартал. В то же время капитальные затраты за этот период увеличились сразу в семь раз к объему июля-сентября и на 57% – относительно прошлого года. Вместе с тем за 2022 год свободный денежный поток повысился на 5,5% г/г, обновив максимум и достигнув 143,5 млрд тенге. За последний квартал прошлого года компания выплатила по своим обязательствам 39 млрд тенге, и ее чистый долг сократился с 64 млрд тенге на конец сентября до 42,5 млрд к концу декабря. По итогам анализа отчета мы определили справедливую стоимость акции Казахтелекома как 42,2 тыс. тенге.
- **Нормализация квартальной выручки.** Выручка Казахтелекома в октябре-декабре 2022-го сократилась до 151 млрд тенге (-12% кв/кв и -1,6% г/г). Тем не менее основные сегменты выручки показали рост. Доходы от передачи данных поднялись на 6% кв/кв и 15% г/г, поступления от проводной и беспроводной телефонной связи увеличились на 1,5% кв/кв и 2,9% г/г. Основными причинами негативной динамики общего показателя стали прочие доходы, которые упали на 81% кв/кв и 67% г/г. В целом за два последних квартала прочие доходы оставались на средних уровнях предыдущих аналогичных периодов. Кроме того, компания зафиксировала продолжение продаж оборудования и мобильных устройств (-30% кв/кв, -34% г/г). На фоне снижения выручки, а также небольшого роста себестоимости валовая прибыль телеком-оператора упала на 32% кв/кв и 10% г/г.

Квартальная валовая маржа составила 32%, что ниже значений предыдущих семи кварталов. В то же время результат за второе полугодие превысил показатель первого на 1,2 п.п. Годовая валовая маржа уменьшилась с 38,1% до 37,1%, а маржа EBITDA опустилась с 47,9% до 47,2%. Последний показатель за четвертый квартал остался возле отметок второго и составил 45,1%. Несмотря на все это, квартальная чистая прибыль выросла на впечатляющие 273% г/г и 4,3% кв/кв, достигнув 40 млрд тенге благодаря экономии на налоге на прибыль в размере 1 млрд тенге. За 2022 год прибыль Казахтелекома на акцию составила 10,378 тыс. тенге (+26% г/г).

- **Перспективы дивидендов.** Продолжение увеличения свободного денежного потока и снижение чистого долга оператора связи повышает вероятность повышения дивидендов по итогам 2022 года. Объем денежных средств в распоряжении материнской компании на конец марта 2023 года составил 115 млрд тенге. Руководство Казахтелекома уже дало рекомендацию в отношении дивиденда, хотя конкретные параметры пока неизвестны. Со своей стороны, мы считаем, что размер выплат может составить 4300 тенге на акцию.



ҚАЗАҚТЕЛЕКОМ

### АО «Казахтелеком»

Тикер на KASE	KZTK
Цена на момент анализа	29 998 ₸
Промежуточный таргет	36 465 ₸
Потенциал роста	24,4 %

### Динамика акций, \$ на KASE



# Российский рынок

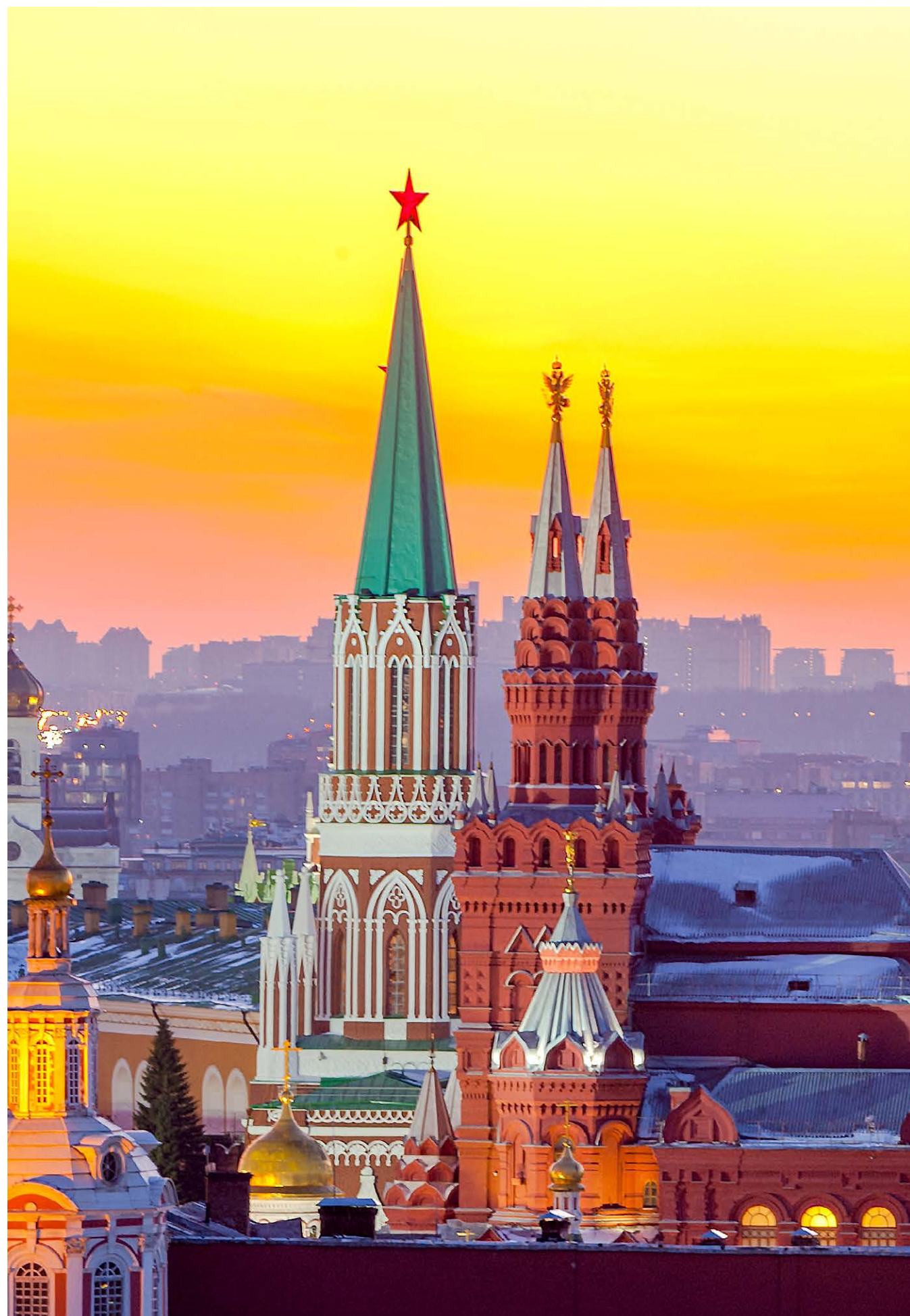
## В предвкушении дивидендов

Широкий рынок продолжает демонстрировать позитивную динамику, хотя темы роста замедлились

Индекс МосБиржи в апреле прибавил 7,5%, что стало вторым лучшим результатом за 10 лет для этого месяца. Основным драйвером выступили дивидендные ожидания, также стоит отметить благоприятный новостной и внешний фон. В итоге рублевый бенчмарк закрылся в предыдущем месяце на максимуме с апреля прошлого года. Котировки большинства голубых фишек демонстрировали позитивную либо боковую динамику. В аутсайдерах оказались акции ГМК и ОК РУСАЛ, которые растеряли весь предыдущий рост за месяц после решения совета директоров Норникеля не выплачивать финальные дивиденды за прошлый год. Нефтяные цены вновь начали корректироваться, опустившись ниже \$80 за баррель Brent, несмотря на сокращение добычи странами ОПЕК+. Нацвалюта, напротив, перешла к укреплению: пара USD/RUB опустилась ниже психологически значимой отметки 80. Поддержку рублю в определенной степени оказывает жесткая монетарная политика.

Банк России по итогам заседания совета директоров сохранил ключевую ставку. Неизменной осталась и риторика регулятора. Проинфляционные риски по-прежнему оцениваются высоко и, хотя инфляция опустилась ниже таргетируемого уровня в 4% (в марте показатель падал до 3,5% в годовом выражении и, вероятно, еще снизится по итогам апреля), Центробанк пока не намерен даже временно уменьшать ставку.

В мае закрываются реестры на дивиденд в 20 корпорациях и банках. Это приведет к падению на рынке, однако вероятность того, что снижение будет глубоким и продолжительным, мы оцениваем в менее 50%. При положительном информационном фоне инвесторы начнут активно откупать подешевевшие акции, и дивидендные гэпы в этом году могут закрыться раньше обычного.



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



Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)



### Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	17.04.23	28.04.23	
MOEX	2 596	2 634	1,46%
RTS	1 004	1 033	2,89%
Золото	2 000	1 984	-0,80%
Brent	85	79	-6,99%
EUR/RUB	89,21	88,57	-0,72%
USD/RUB	81,48	80,46	-1,26%
EUR/USD	11,8277	11,5771	-2,12%

### Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи по-прежнему торгуется на максимуме апреля прошлого года. RTS удержался выше психологически значимых 1000 пунктов. Ослабление рубля приостановилось.

# Российский рынок

## Ожидаем

Мы полагаем, что наиболее вероятным сценарием является коррекция рынка на 5–7% с последующим отскоком во второй половине месяца. Возможно, обновить максимум апреля не удастся, но инвесторы, скорее всего, будут реинвестировать в июне полученный в мае дивиденд. Ориентир для Индекса МосБиржи на ближайшие две недели: диапазон 2500–2600 пунктов. Пара USD/RUB, на наш взгляд, до середины мая будет колебаться в коридоре 78–83.

## Наша стратегия

Оптимальным вариантом остается 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 бумаг способны оказаться отдельные акции финансового и нефтегазового сектора, а также ретейлеры. Аутсайдерами могут стать бумаги металлургических компаний, за исключением золотодобытчиков.

**Инвестиционный  
обзор №269**

4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)



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



**O'Key Group** представила результаты по МСФО за 2022 год. Выручка и EBITDA выросли до 202,2 млрд (+8% г/г) и 17 млрд руб. (+9,8% г/г), маржа последнего из показателей составила 8,4% (+0,1 п.п.). Чистая прибыль повысилась до 242 млн руб. (+16,2% г/г). Компания сообщила о листинге депозитарных расписок на бирже в Астане.



**X5 Group** опубликовала результаты по МСФО за первый квартал 2023 года. Выручка и скорректированная EBITDA (IFRS16) увеличились до 696,4 млрд (+15% г/г) и 70,9 млрд руб. (+1% г/г) соответственно, рентабельность EBITDA снизилась до 10,2%. Чистая прибыль повысилась в 2,9x в годовом исчислении, до 9,7 млрд руб., при чистой марже 1,4%. Чистый долг составил 208,2 млрд руб., долговая нагрузка оказалась равна 2,65x LTM EBITDA (IFRS 16).



**РусАгро** выпустило операционные результаты за первый квартал 2023 года. Выручка эмитента уменьшилась до 49,4 млрд руб. (-23% г/г). Снижение продаж в денежном выражении наблюдалось во всех сегментах, за исключением мясного. Это главным образом обусловлено падением объемов реализации. Производство сыродавленного масла сократилось на 25% г/г, до 132 тыс. тонн. Реализация свинины составила 72 тыс. тонн (+19% г/г). Поставки сахара и зерновых упали до 148 тыс. (-17%) и 88 тыс. тонн (-51% г/г) соответственно.



**Лента** отчиталась за первый квартал 2023 года. Выручка скорректировалась до 124,6 млрд руб. (-5,8% г/г) при снижении розничных продаж до 122,5 млрд руб. (-6,2% г/г). Сопоставимые продажи при этом сократились на 5,6% г/г. EBITDA составила 2,6 млрд руб., что соответствует рентабельности 2,1%. Капзатраты достигли 1,9 млрд руб. при долговой нагрузке 2,4x EBITDA.

Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)



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



**Whoosh** представила результаты по МСФО за 2022 год. Выручка и EBITDA оказались равны 6384 млн (+55% г/г) и 3281 млн руб., что соответствует рентабельности 51%. Скорректированная чистая прибыль составила 1405 млн руб. при чистом долге 3,5 млрд руб. (1,1x EBITDA).



**Северсталь** опубликовала операционные результаты за первый квартал 2023 года. В отчетном периоде компания произвела 2714 тыс. тонн чугуна (-4% кв/кв, -5% г/г) и 2701 тыс. тонн стали (-1% кв/кв, -8% г/г). Продажи стальной продукции составили 2766 тыс. тонн (-1% кв/кв, +1% г/г). Эмитент отмечает улучшение конъюнктуры внешних рынков, в частности рост цен на 20% г/г. На внутреннем рынке цены с начала года увеличились на 8% при повышении спроса на 6%, который, тем не менее, пока на 3% ниже уровня прошлого года.



**Русгидро** представило отдельные показатели за первый квартал 2023 года. Выработка электростанций группы упала до 33,4 млрд кВт\*ч (-2,8% г/г) при сокращении выработки ГЭС и ГАЭС до 24,2 млрд кВт\*ч (-3,8% г/г) из-за низкой водности в бассейне Енисея. Выработка ТЭС составила 9,1 млрд кВт\*ч (+0,1% г/г) при полезном отпуске 14,2 млрд кВт\*ч (+0,5% г/г). Выручка компании по РСБУ увеличилась до 45,1 млрд руб. (+13% г/г) при EBITDA и чистой прибыли в 29,5 млрд и 17,6 млрд руб. соответственно.



**Яндекс** опубликовал операционные результаты за первый квартал 2023 года. Выручка и скорректированная EBITDA составили 163,2 млрд (+ 54% г/г) и 12,8 млрд руб., что соответствует рентабельности 7,8%. Чистая прибыль достигла 5,8 млрд руб. против убытка 13 млрд руб. годом ранее. Доля компании на российском поисковом рынке составила 63,3%. Число подписчиков Яндекс Плюс достигло 22,1 млн.

Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)





Акция	17.04.2023	28.04.2023	Изменение, %
<b>Металлургический и горнодобывающий сектор</b>			
Северсталь	1038	1000	-3,66%
НЛМК	132,6	136,72	3,11%
ММК	40,76	39,58	-2,89%
ГМК Норникель	15900	15170	-4,59%
Распадская	290,55	289,15	-0,48%
АЛРОСА	67,07	68,01	1,40%
Полюс	10354	10453	0,96%
Мечел, ао	181,75	190,15	4,62%
Мечел, ап	209,1	207,85	-0,60%
Русал	42,525	41,2	-3,12%
Polymetal	683,9	656,5	-4,01%
<b>Финансовый сектор</b>			
Сбербанк, ао	228,1	240,41	5,40%
Сбербанк, ап	227,82	239,19	4,99%
ВТБ	0,01931	0,02237	15,85%
ТКС, гдр	2744,5	2767,5	0,84%
МКБ	6,931	6,839	-1,33%
МосБиржа	112,04	110,43	-1,44%
СПБ Биржа	162,6	161	-0,98%
QIWI plc	554	614,5	10,92%
ЭсЭфАй	514,6	518,8	0,82%
<b>Нефтегазовый сектор</b>			
Газпром	181,99	181,6	-0,21%
НОВАТЭК	1317,6	1332,8	1,15%
Роснефть	395,85	395	-0,21%
Сургут, ао	25,13	25,21	0,32%
Сургут, ап	34,305	35,195	2,59%
ЛУКОЙЛ	4640	4690	1,08%
Башнефть, ао	1207,5	1405	16,36%
Башнефть, ап	975,5	1241	27,22%
Газпром нефть	498,45	499,5	0,21%
Татнефть, ао	399,3	404,6	1,33%
Татнефть, ап	398,3	408,2	2,49%
<b>Прочие компании</b>			
Yandex N.V.	1964,8	2088,2	6,28%
VK	476,4	496,4	4,20%
HeadHunter	1549	1604	3,55%
Группа Позитив	1709,4	1715,4	0,35%
Whoosh	254,79	234,09	-8,12%
АФК Система	15,025	15,859	5,55%
CIAN	494,2	495,2	0,20%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	17.04.2023	28.04.2023	Изменение, %
<b>Электроэнергетический сектор</b>			
Интер РАО	3,9565	4,03	1,86%
РусГидро	0,8368	0,8286	-0,98%
ОГК-2	0,6982	0,716	2,55%
Юнипро	1,922	1,994	3,75%
ТГК-1	0,00948	0,009514	0,36%
Эл5 Энерго	0,5846	0,5902	0,96%
Мосэнерго	2,296	2,4385	6,21%
Россети - ФСК	0,10706	0,10776	0,65%
<b>Потребительский сектор</b>			
Магнит	4677,5	4733,5	1,20%
X5	1465,5	1545	5,42%
Лента	769	750	-2,47%
Детский мир	70,98	69,98	-1,41%
М.видео	194	200,8	3,51%
OZON, адр	1723,5	1700	-1,36%
Fix Price	359,8	351,7	-2,25%
O'Key Group	32,76	31,81	-2,90%
<b>Телекоммуникационный сектор</b>			
МТС	261	272,7	4,48%
Ростелеком, ао	63,78	65,8	3,17%
Ростелеком, ап	62,2	64,3	3,38%
<b>Транспортный сектор</b>			
Аэрофлот	36,26	39,7	9,49%
НМТП	7,285	7,43	1,99%
ДВМП	45,8	48,55	6,00%
GLTR, гдр	452,95	452,2	-0,17%
Совкомфлот	60,42	60,05	-0,61%
<b>Строительство</b>			
ГК ПИК	657,9	687,9	4,56%
Группа ЛСР	519,6	590	13,55%
Самолет	2613,5	2730	4,46%
InGrad	1640	1564	-4,63%
Эталон	63,88	65,4	2,38%

В рассматриваемый период торговая динамика была смешанной. Отдельные акции (в частности, Группа ЛСР, Башнефть, ВТБ, QIWI) прибавили более 10%. Корректировались многие бумаги в потребительском и металлургическом сегментах. Аутсайдерами стали акции Whoosh.



## Новости компаний заряжают позитивом

Публикации квартальной отчетности за первый квартал способствуют продолжению роста индекса голубых фишек

За последнюю декаду апреля индекс Eqre Blue при поддержке большинства входящих в него эмитентов поднялся на 2,66%.

Список лидеров роста возглавил Кувасайцемент (KSCM), акции которого прибавили в цене 12,68%. Котировки Хамкорбанка и Кокандского механического завода выросли на 8,10% и 7,88% соответственно. Позитивным драйвером для банка стала публикация сильной отчетности за первый квартал 2023 года: чистая прибыль эмитента за этот период увеличилась на 92% г/г. Акции УзРТСБ (URTS) продолжают восстанавливаться, за последние две недели подорожав на 4,52%. Кроме перечисленных компаний в зеленом секторе оставались Узпромстройбанк (SQBN), Ипотека-банк (IPTB) и Кизилкумцемент (QZSM).

Негативную динамику показали Узавтомоторс (UZMT) и Узвторцветмет (UIRM), упавшие на 6,42% и 7,35% соответственно.

В начале мая состоится заседание ЦБ Узбекистана, на котором будет принято решение о процентной ставке. Несмотря на разворот инфляции в апреле в сторону замедления (потребительские цены за этот месяц поднялись на 11%), инфляционное давление в социально значимых категориях товаров остается достаточно сильным. Учитывая это, мы ожидаем, что регулятор возьмет паузу в цикле смягчения ДКП, чтобы оценить эффект своих предыдущих шагов, направленных на ограничение инфляции. Таким образом, ключевая ставка останется на отметке 14%.

### Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем **держать** 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 (HMKB).



### Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	14.04.23	28.04.2023	
Eqre Blue	1 801,25	1 849,11	2,66%
KVTS	2 980,00	3 000,00	0,67%
QZSM	3 300,00	3 400,00	3,03%
SQBN	10,1	10,37	2,67%
URTS	21 000,00	21 950,00	4,52%
UZMK	8 800,00	8 889,00	1,01%
KSCM	225 000,04	253 525,00	12,68%
HMKB	101,02	109,20	8,10%
IPTB	0,89	0,92	3,37%
UIRM	6 800,00	6 300,00	-7,35%
KUMZ	720,02	776,77	7,88%
UZMT	67 853,66	63 500,00	-6,42%

Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](http://ffin.global)



### Новости экономики

- **Индекс деловой активности (PMI)** в Узбекистане за март увеличился на 4,2% м/м, до 1042 пунктов, на фоне роста объема банковских операций и числа сделок на товарно-сырьевой бирже.
- Апрельская **инфляция** в республике составила 0,8% по сравне-

нию с мартовским уровнем. В годовом выражении показатель снизился с 11,7% до 11%.

- Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев, подписал закон, согласно которому **госдолг РУз не должен превышать 60% ВВП**.

### Важные новости

- **Узметкомбинат** представил отчетность за первый квартал, в котором выручка компании снизилась более чем на 6% г/г при падении чистой прибыли на 41,3%, до 215,4 млрд сумов.
- **УзРТСБ** отчиталась за первый квартал ростом выручки на 14,15% г/г, до 94,7 млрд сумов. Чистая прибыль эмитента увеличилась на 25,78%, до 57,42 млрд сумов, а маржинальность по этому показателю повысилась на 10,2%, до 60,6%.
- **Хамкорбанк** опубликовал отчет за январь-март. За этот период

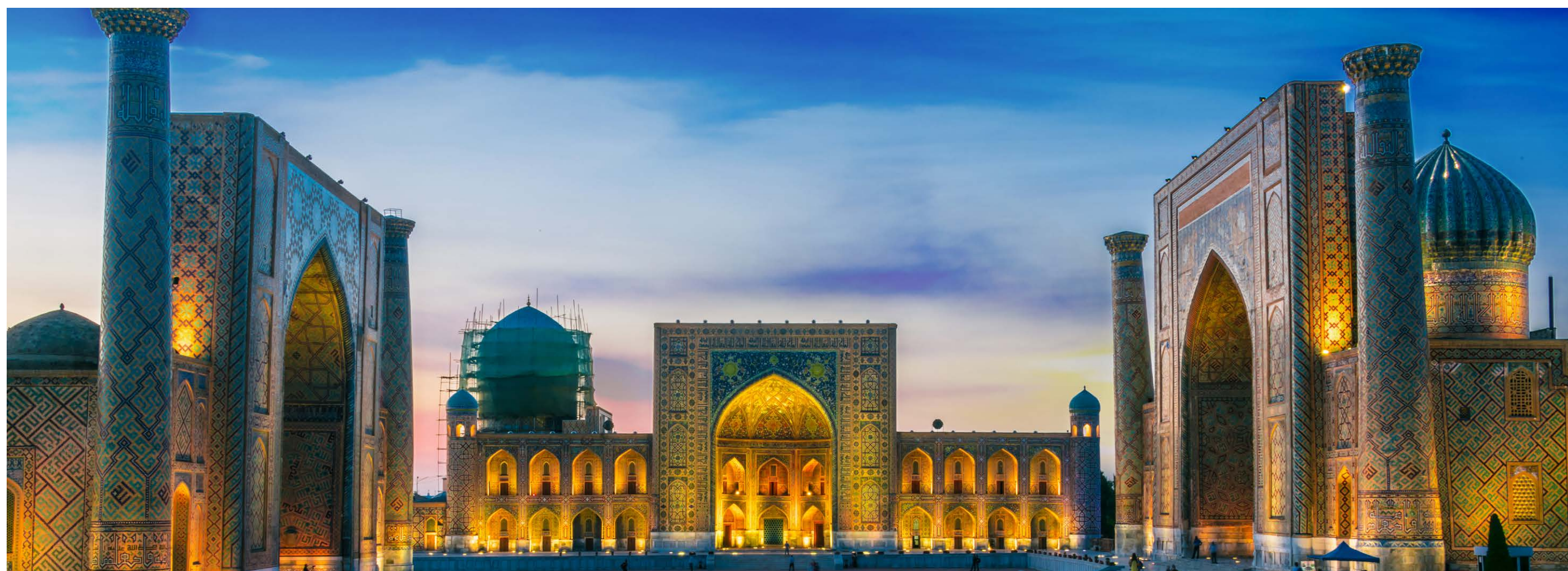
эмитент зафиксировал увеличение процентных и непроцентных доходов на 40,7% и 59% г/г соответственно при росте чистой прибыли на 91,9% г/г, до 247,61 млрд сумов. Маржа чистой прибыли составила 17,57%.

- Выручка **Кварца** за первые три месяца текущего года упала почти на 14,7% г/г, составив 123,2 млрд сумов. Чистая прибыль в объеме 10,97 млрд сумов, сгенерированная за первый квартал 2022 года, сменилась чистым убытком в размере 15,53 млрд.

### Динамика USD/UZS, 1 год



### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



## Отчеты тянут DAX наверх

Несмотря на довольно слабые макроданные в еврозоне в целом и Германии в частности, индекс широкого рынка рос на фоне уверенных квартальных результатов эмитентов

За неделю с 17 по 21 апреля DAX прибавил 0,47%, закрывшись на уровне 15 882 пунктов. Основное движение пришлось на вторник, четверг и пятницу, когда в течение дня индекс падал либо поднимался на 0,5-0,6%. Рост 18 апреля был обусловлен увеличением ВВП Китая в первом квартале на 4,5% г/г при ожиданиях рынка 4%. Позитивная динамика в последний день недели была связана со стартовавшим сезоном отчетов. В частности, немецкий софтверный гигант SAP подорожал на 5,2% на новости о росте квартальной выручки выше консенсуса аналитиков. В тот же день отчиталась Mercedes-Benz Group, котировки которой прибавили 1,4% также на фоне более сильных фактических результатов в сравнении с предварительными оценками экспертов. В четверг DAX потерял заметные 0,6% по причине коррекции бумаг европейских автопроизводителей в среднем на 3,7%. Причиной давления стал отчет Tesla, которая заявила о намерении снижать отпускные цены на свою продукцию, чтобы стимулировать спрос. Также 20 апреля квартальные результаты представил производитель фармацевтического и лабораторного оборудования Sartorius. Компания отразила снижение заказов, а также не оправдала ожидания рынка в плане финансовых метрик. В итоге к концу сессии акции эмитента упали в цене на 11,3%.

Последняя торговая пятидневка апреля вновь стала позитивной для немецкого рынка, хотя рост оказался еще более скромным – всего 0,26%, до 15 922 пунктов. Однако эта отметка выступила новым локальным и 14-месячным максимумом. Сильнее всего (на 0,77%) индекс поднялся в пятницу, тогда как предыдущие четыре

дня были негативными или нейтральными. Отметим, что сессия 28 апреля началась для DAX неудачно. Факторами давления стали новости о банкротстве First Republic Bank и релиз предварительного ВВП еврозоны, который в январе-марте увеличился лишь на 0,1% кв/кв при прогнозе 0,2%. В годовом исчислении повышение составило 1,3%. Однако рост нефтяных акций под конец дня на фоне повышения котировок черного золота и релизы уверенных квартальных результатов некоторых эмитентов позволили индексу обновить локальный максимум. Среди отдельных бумаг отметим немецкую химическую компанию Covestro, акции которой выросли в пятницу на 8,5%. Компания превзошла прогнозы ряда ключевых финансовых показателей на 2023 год, а также возобновила программу обратного выкупа акций.



### Ожидания и стратегия

DAX продолжил движение в позитивном тренде, обновив локальные максимумы, хотя в целом рост оказался незначительным. Пока индекс находится у верхней границы локального тренда. Следовательно, в ближайшие недели высока вероятность коррекции к 15 450 пунктам.



### Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	14.04.23	28.04.23	
DAX Index	15 807,50	15 922,38	0,7%
DWNI GR Equity	32,17	36,04	12,0%
UN01 GR Equity	64,48	71,02	10,1%
VNA GR Equity	36,53	39,51	8,2%
8TRA GR Equity	34,82	37,28	7,1%
TKA GR Equity	115,54	122,64	6,1%
FME GR Equity	19,81	20,92	5,6%
HLAG GR Equity	40,30	42,54	5,6%
ENR GR Equity	69,80	73,64	5,5%
DWS GR Equity	120,25	126,50	5,2%
LEG GR Equity	53,34	56,10	5,2%
DBK GR Equity	60,16	63,20	5,1%
CBK GR Equity	104,65	109,35	4,5%
SY1 GR Equity	183,90	192,05	4,4%

# Рынок Германии

## Важные новости

- Согласно предварительным данным, в первом квартале 2023 года **ВВП Германии** стагнировал относительно предыдущих трех месяцев, тогда как опрошенные Reuters аналитики ожидали роста на 0,2% кв/кв. Околонулевая динамика обусловлена тем, что снижение госрасходов и затрат домохозяйств было компенсировано ростом экспорта и капитальных инвестиций.
- **Индекс экономических настроений** в Германии от института ZEW непредвиденно снизился с 13 пунктов в марте до 4,1 в апреле. Общерыночные ожидания закладывали повышение до 13,5 пункта.
- **Индекс настроений немецкого бизнеса** от Ifo продемонстрировал небольшое улучшение до 93,6 пункта в апреле против 93,2 месяцем ранее. Однако предварительная оценка аналитиков подразумевала рост до 94 пунктов.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



# Инвестиционная идея

## Airbus SE. Набирая высоту

Долгосрочные перспективы роста котировок акций AIR обеспечит удвоение объема производства лайнеров A320 в КНР и усиление мирового спроса на авиаперевозки

### Причины для покупки:

- **Расширение производства A320 в Китае.** Airbus планирует удвоить объем выпуска своего самого продаваемого узкофюзеляжного самолета A320 в Китае за счет строительства второй сборочной линии на заводе в Тяньцзине. Это укладывается в планы авиаконцерна к 2026 году довести сборку A320neo до 75 единиц в месяц. В прошлом году китайские авиаперевозчики, за счет которых формируется около 20% общего объема поставок концерна, заказали у Airbus более 300 узкофюзеляжных самолетов на сумму более \$40 млрд.
- **Соглашение на поставки бортов для China Aviation Supplies Holding Company (CAS).** Контракт предусматривает покупку 160 коммерческих самолетов Airbus, в том числе ранее анонсированных 150 лайнеров семейства A320 и 10 широкофюзеляжных A350-900. Это соглашение сигнализирует о высоком спросе со стороны китайских перевозчиков во всех сегментах рынка.
- **Прогноз роста объема авиаперевозок в КНР.** Ожидается, что в ближайшие 20 лет этот показатель в Китае будет повышаться на 5,3% в год при среднем мировом росте на 3,6%. Исходя из этих ориентиров, Поднебесная до 2041 года может предъявить спрос на 8420 пассажирских и грузовых самолетов, что превысит 20% глобальных потребностей в этой технике, которая на указанном горизонте оценивается примерно в 39,5 тыс. единиц. Отметим, что с начала 2023 года Airbus разместил 142 чистых заказа на сумму \$12,5 млрд по сравнению с 83 (-\$1,5 млрд) за 2022-й.
- **Завершение сделки по приобретению Aubert & Duval.** Холдинговая компания, принадлежащая Airbus, Safran и Tikehau

Capital, закрыла сделку по покупке стратегического поставщика материалов и комплектующих для аэрокосмической, оборонной, ядерной индустрии, а также сегмента медтехники Aubert & Duval с годовым доходом около 550 млн евро. Ее передовые технологии производства специализированных сортов стали и суперсплавов, а также недавно приобретенный опыт по выпуску титана имеют решающее значение для перечисленных отраслей. CEO Airbus Гийом Фори назвал завершение сделки стратегическим шагом на пути к созданию ведущего европейского игрока, специализирующегося на важнейших материалах и компонентах, что позволит аэрокосмической и оборонной промышленности конкурировать на глобальном уровне и снизить геополитические риски для логистических цепочек.



### Среднесрочная идея

#### Airbus SE

Тикер на Xetra	<b>AIR</b>
Текущая цена	<b>127,1 евро</b>
Целевая цена	<b>139,1 евро</b>
Потенциал роста	<b>9,4 %</b>

### Динамика акций AIR на Xetra



## Группа компаний Freedom продолжает оказывать поддержку социальным и экологическим проектам в Казахстане

5 апреля состоялся круглый стол на тему «Устойчивый бизнес в Казахстане», организованный ООН. Тимур Турлов выступил с презентацией «Поддержка принципов устойчивого развития во Freedom Holding Corp».

Группа Freedom вносит вклад в ESG-развитие Казахстана путем активной поддержки и финансирования социальных и экологических проектов, которые направлены на стабилизацию общественной среды. Так, в апреле Freedom Broker заключила соглашение о спонсорской поддержке футбольному клубу Елимай, который тренируется в городе Семей. Компания профинансирует оснащение поля итальянским искусственным газоном последнего поколения и установку электронного табло (наружного LED-экрана) размером 15x3,84 м на стадионе Спартак. 4 мая стартует второй сезон спортивного реалити-шоу Super BoI, который охватит 14 городов Казахстана. В прошлом году участниками проекта выступили молодые люди от 16 до 25 лет, которые хотели стать профессиональными спортсменами. Они получили возможность показать свои навыки в родных городах, а лучшие из претендентов тренировались на современной футбольной базе под руководством знаменитых тренеров с последующим заключением профессионального контракта. За финальной игрой участников проекта наблюдали свыше 60 скаутов, среди которых технический директор Челси Клод Макелеле, специалисты итальянского Торино и московского Спартака, а также представители почти всех клубов казахстанской премьер-лиги.

В текущем году футбольные отборы будут проводиться по уникальной системе и методике выбывания, разработанной командой организатора проекта. К участию в кастинге допускаются все желающие в возрасте от 16 до 24 лет. Спонсором проекта выступает группа Freedom при организационной поддержке общественного фонда «Технологии спорта».

## Freedom Holding Corp. покупает сервисы Aviata и Chocotravel

24 апреля Freedom Holding Corp. сообщил о приобретении у холдинга Choco 100%-й доли в сервисах Aviata и Chocotravel. Завершить покупку планируется до конца года. Общая сумма сделки составляет \$32,3 млн.

По данным портала Amadeus, Aviata.kz и Chocotravel.com – агрегаторы онлайн-билетов с

самым высоким уровнем автоматизации в СНГ. Так, 76% всех операций по возврату билетов происходит мгновенно в автоматическом режиме, что делает продукт удобным и безопасным для часто летающих пассажиров. Кроме того, Aviata.kz и Chocotravel.com – одни из самых узнаваемых брендов на рынке путешествий в Казахстане, при этом оценка качества обслуживания EUSAT (количество пользователей, поставивших сервису максимальный балл) составляет 96%.

## Freedom Broker приняла участие в KASE Day in Tashkent

27 апреля в столице Узбекистана прошло мероприятие Казахстанской фондовой биржи KASE Day in Tashkent. Сергей Лукьянов, председатель правления Freedom Broker, выступил с презентацией «Рынок акций KASE», рассказав о региональных биржах, основных этапах развития KASE и голубых фишках Казахстана.





# Публичная Компания

# Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный  
обзор №269

4 мая 2023

[ffin.global](http://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](mailto:info@ffin.global)

## Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, [ffin.global](http://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.