

№277 25 августа 2023 года

# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

## ФРС настроена «по-ястребиному»

Федрезерв вновь подтвердил приверженность курсу на ужесточение ДКП, спрос на трежерис растет

**Казахстан**

Передышка на пути к вершине

**Узбекистан**

В «медвежьем» капкане

**Россия**

ЦБ протянул рублю руку помощи

**Германия**

На низком старте



# Содержание



Рынок США. ФРС настроена «по-ястребиному».....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Не так страшен долг, как его малюют.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 22 августа.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. Baidu. Надежный эмитент в ИТ-секторе.....	11
Оptionная идея. PUT CREDIT SPREAD ON COHR.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
IPO Arm Holdings. Размещение года.....	15
Рынок Казахстана. Передышка на пути к вершине.....	16
Инвестиционная идея. Народный банк. К штурму сопротивления готов.....	18
Российский рынок. ЦБ протянул рублю руку помощи.....	19
Рынок Узбекистана. В «медвежьем» капкане.....	23
Рынок Германии. На низком старте.....	25
Среднесрочная идея. Siemens. Высокие достижения – сильные перспективы!.....	27
Новости Freedom Holding Corp.....	28
Контакты.....	29

Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

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

# Фондовый рынок США

## ФРС настроена «по-ястребиному»

Протоколы июльского заседания Комитета по открытым рынкам подтвердили приверженность руководства Федрезерва курсу на ужесточение денежно-кредитной политики, на этом фоне сильным остается интерес инвесторов к казначейским облигациям



### Новости одной строкой:

- 08.08.2023** Совокупная задолженность американцев по кредитным картам во втором квартале увеличилась на 16,2% г/г, превысив \$1,03 трлн
- 10.08.2023** Потребительская инфляция в США в июле ускорилась с июньских 3% до 3,2% г/г
- 15.08.2023** Розничные продажи в США за июль выросли на 0,7% м/м при консенсусе 0,4%. Базовый индекс розничных продаж поднялся на 1%
- 17.08.2023** В протоколах июльского заседания FOMC отразились оптимистичные ожидания в отношении экономики США и планы длительного сохранения жесткой ДКП

По состоянию на 18.08.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-2,05%	-3,47%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-2,21%	-4,66%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-2,23%	-1,99%
UUP	Доллар	0,70%	2,90%
FXE	Евро	-0,56%	-2,27%
XLF	Финансовый сектор	-2,69%	-3,63%
XLE	Энергетический сектор	-1,21%	5,35%
XLI	Промышленный сектор	-2,43%	-3,02%
XLK	Технологический сектор	-1,16%	-6,34%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-1,67%	-7,26%
XLV	Сектор здравоохранения	-1,58%	-1,99%
SLV	Серебро	0,34%	-7,53%
GLD	Золото	-1,28%	-3,76%
UNG	Газ	-7,34%	-4,54%
USO	Нефть	-1,97%	5,51%
VXX	Индекс страха	7,89%	8,48%
EWJ	Япония	-3,34%	-4,95%
EWU	Великобритания	-3,17%	-5,44%
EWG	Германия	-2,38%	-5,70%
EWQ	Франция	-3,11%	-6,06%
EWI	Италия	-2,69%	-5,70%
GREK	Греция	-2,15%	-7,38%
EEM	Страны БРИК	-2,93%	-4,76%
EWZ	Бразилия	-3,26%	-7,51%
RTSI	Россия	3,44%	2,27%
INDA	Индия	-0,66%	-2,32%
FXI	Китай	-6,20%	-5,18%



Инвестиционный  
обзор №277

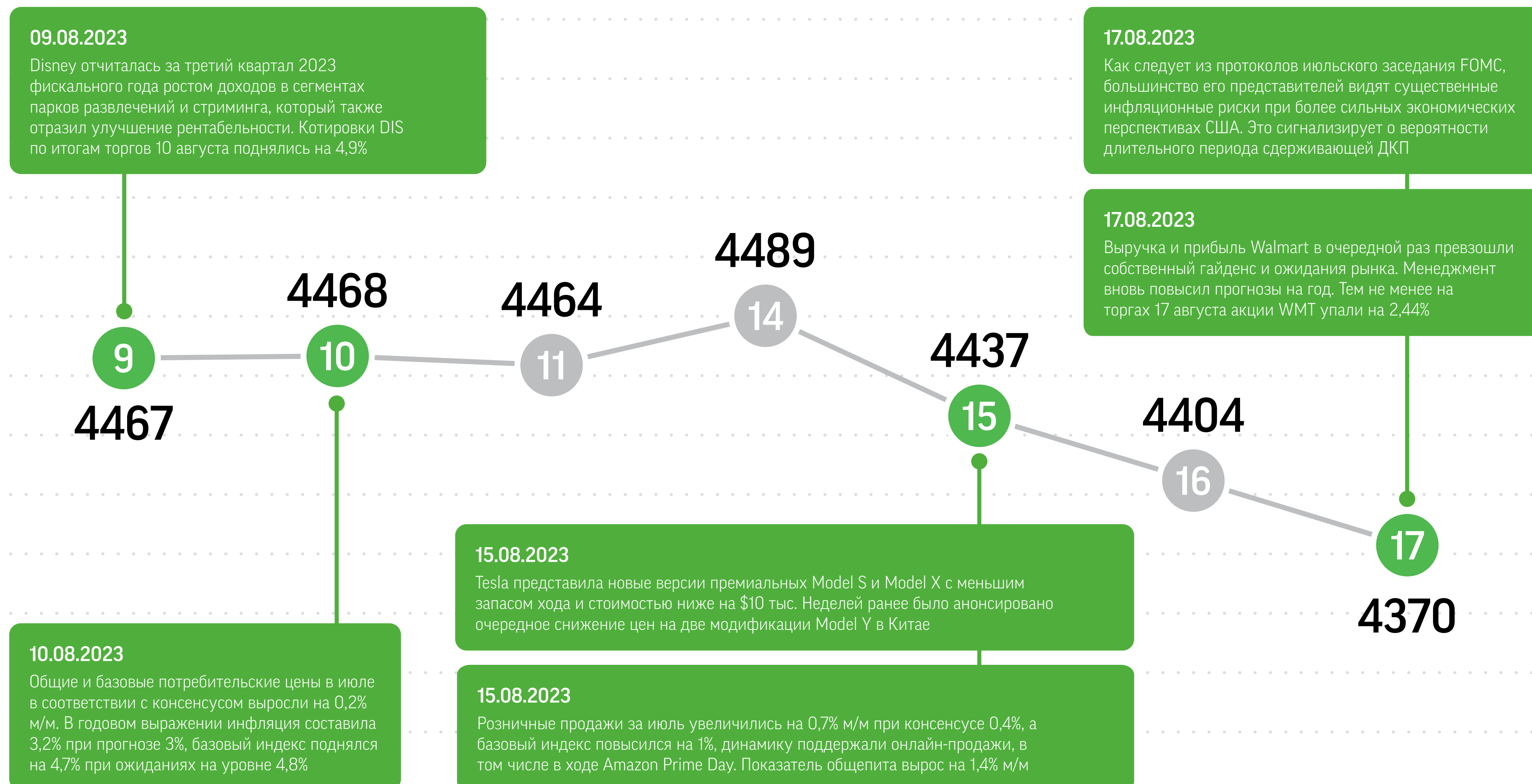
25 августа 2023

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



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (09.08.2023 – 17.08.2023)





## Не так страшен долг, как его малюют

Ростовщичество, или услуга «заем под проценты», появилось задолго до появления денег, и отношение общества к этой деятельности всегда было неоднозначным. Так что новости о превышении долгом американцев по кредиткам рекордных \$1 трлн не могли не попасть в топ новостей. СМИ любят хайповые темы и с удовольствием их продвигают. На первый взгляд, ситуация кажется плачевной: объем долгов растет, ключевая ставка достигла максимумов за 20 лет, экономика не падает, но это только пока. Так насколько реальна опасность ситуации с долгами населения Штатов? Давайте разбираться.

Во-первых, стоит рассмотреть структуру долга граждан США: 70% – это ипотека, 9% – автокредиты, столько же – займы на обучение, 6% – кредитки, 5% – все остальное. То есть в силу небольшой доли долг по кредитным картам не является структурной проблемой для экономики США. При этом 88% потребительских займов взято во времена ультранизких ставок, поэтому процентный доход населения растет медленнее, чем ключевая ставка.

Во-вторых, в абсолютных числах общая структура долга во втором квартале достигла \$17,06 трлн. Однако их стоит сравнивать, чтобы адекватно оценить ситуацию. Итак, если по итогам 2019 года долг по кредитным картам американцев составлял \$927 млрд при ВВП США \$21,8 трлн, чистых активах домохозяйств в объеме \$110 трлн и чистой стоимости недвижимости в размере \$19,4 трлн, то на конец второго квартала 2023-го эти показатели выросли до \$1,02 трлн, \$27 трлн, \$141 трлн и \$28,7 трлн соответственно. Таким образом, за два с половиной года долг увеличился на 8%, а ВВП и активы домохозяйств выросли от 23% до 48%. Процентные расходы населения от располагаемого дохода составляют менее 10%. Для сравнения: в период мирового финансового кризиса, в 2008 году, этот показатель превысил 13%. Инвестору просто необходимо уметь воспринимать информацию без эмоций, как бы ни стремились их вызвать кричащие заголовки СМИ и как бы ни побуждали к этому инстинкты каждого из нас. Основные выводы, следующие из этих новостей, таковы: экономика растет быстрее, чем долг по кредитным картам, а их обслуживание для потребителей вполне комфортно. На мой

взгляд, это сигнализирует о сильном тренде в потребительском банкинге. Инвестировать в финансовый сектор можно с помощью ETF The Financial Select Sector SPDR Fund (XLF). С начала года этот фонд торгуется в нуле, что делает его привлекательным с точки зрения сравнительной стоимости актива. Если рассматривать конкретные компании, то очевидными фаворитами сектора являются Visa (V) и Mastercard (MA), а также крупнейшие банки с фокусом на потребителей: Bank of America (BAC) и Wells Fargo (WFC), поскольку их баланс намного сильнее защищен от процентного риска, чем у мелких и средних банков.



### Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4320–4540 пунктов

Тимур Турлов,  
CEO Freedom Holding Corp.



### Важные новости

8 августа были опубликованы данные ФРБ Нью-Йорка по закредитованности населения США. Хотя общая задолженность домохозяйств во втором квартале выросла лишь на 0,9% г/г, до \$17,06 трлн, в сегменте кредитных карт она увеличилась на 16,2% г/г, превысив рекордную отметку \$1,03 трлн.

Вышедшие 10 августа данные по потребительской инфляции в США в июле отразили сохранение темпов роста как общих, так и базовых потребительских цен на уровне 0,2% м/м, что совпало с ожиданиями. В годовом выражении инфляция составила 3,2%, превысив консенсус на уровне 3%. В то же время базовый индекс повысился на 4,7% при прогнозе 4,8%.

Статистика розничных продаж за июль, обнародованная 15 августа, зафиксировала повышение показателя на 0,7% м/м, что существенно превысило консенсус +0,4% м/м. Базовый индекс розничных продаж поднялся на 1%. Драйвером роста для него стали онлайн-продажи, в том числе благодаря Amazon Prime Day. Показатель в сфере общепита увеличился на уверенные 1,4% м/м.

17 августа были опубликованы протоколы июльского заседания FOMC. Большинство представителей руководства регулятора отметило существенные инфляционные риски на фоне более сильных экономических перспектив США. Это служит аргументом в пользу более длительного сохранения сдерживающей ДКП и возможного очередного повышения ставки на 25 б.п.



# Актуальные тренды

## Обзор на 22 августа

### Глобальная картина

В течение последних двух недель S&P 500 практически непрерывно снижался, потеряв 2,4%. Однако за этот же период Dow Jones и NASDAQ упали на 1,6% и 3,8% соответственно. Ввиду отсутствия новых факторов поддержки инвесторы перешли к фиксации позиций. Стимулом для этого выступили несколько триггеров. Одним из них стал пересмотр Moody's кредитных рейтингов ряда американских банков из-за опасений по поводу потенциального давления на прибыль. Более сильный, чем изначально прогнозировалось, макроэкономический фон уже учтен в ценах, потому инвесторы сместили фокус внимания на риски более устойчивой инфляции. Как следствие, это может привести к дополнительным повышением ставки ФРС. Сильные данные розничных продаж, промпроизводства и рынка труда вызывали у инвесторов опасения: высокая деловая активность является проинфляционным фактором. Позитивная макростатистика стимулировала рост доходности 10-летних казначейских гособлигаций, что ухудшило настроения инвесторов. Публикация протоколов заседания ФРС выявила уверенный «ястребиный» тренд. Большинство представителей монетарных властей отметили повышенные инфляционные риски, а это усиливает вероятность дальнейшего ужесточения ДКП.

В течение последних двух недель отчитались 53 компании из индекса S&P 500. Таким образом, квартальные результаты представили уже 94,8% эмитентов, входящих в этот бенчмарк. Ожидаемое снижение EPS по индексу широкого рынка по состоянию на 21 августа составило 4,5% г/г против 5,3% г/г на 4 августа. В целом картина заметных изменений не отражает: прибыль на акцию 80,2% компаний превысила консенсус, котировки 56,3% из них негативно отреагировали на релиз. Таким образом, от активного ралли в преддверии текущего сезона отчетов инвесторы переходят к фиксации прибыли на сравнительно сильных результатах. Отчеты ретейлеров не выявили существенных изменений в потребительских трендах (сохраняется фокус на товары повседневного

спроса и более дешевую продукцию CТМ), менеджмент Walmart указывает на риски давления на потребителей в условиях восстановления процентных выплат по студенческим займам.

В ближайшие две недели в фокусе рынка будут отчеты HP (HPQ), Best Buy (BBY), Salesforce (CRM), CrowdStrike Holdings (CRWD), Broadcom (AVGO) и другие.

### Макроэкономическая статистика

Макроданные последних двух недель подтвердили устойчивость экономического импульса в США. Так, базовые розничные продажи в июле выросли на 1% м/м (консенсус: -0,3% м/м), на столько же увеличилось промпроизводство (консенсус: +0,3% м/м). Ситуация с инфляцией неоднородна: базовый индекс CPI в соответствии с прогнозами повысился на 0,2% м/м, а годовой вырос на 4,7% г/г при прогнозе +4,8%. Базовый индекс цен производителей прибавил 0,3% м/м (консенсус: +0,2% м/м). В то же время инфляционные ожидания на горизонте трех и пяти лет, согласно данным Мичиганского университета, снизились до 3,3% и 2,9% соответственно. В ближайшие недели наиболее важными для инвесторов статданными будут индексы деловой активности, отчет по рынку труда, а также динамика расходов на личное потребление и индекса PCE.

### Монетарная политика ФРС

Опубликованный 16 августа протокол июльского заседания ФРС отразил мнения участников FOMC по поводу значимых рисков более устойчивой инфляции при в целом благоприятном состоянии и хороших перспективах экономики с учетом устойчивости на рынке труда и стабильной деловой активности. Это увеличивает вероятность дополнительного ужесточения ДКП. При этом было в очередной раз подтверждено, что решения регулятора в отношении корректировки курса монетарной политики находятся в зависимости от поступающих данных и он по-прежнему намерен действовать с максимальной осторожностью.

### Техническая картина

Уход S&P 500 ниже 50-дневной скользящей средней усилил «медвежий» тренд, в результате чего котировки индекса приблизились к нижней границе восходящего канала. В условиях выраженной коррекции от локальных июльских пиков, а также в силу близости поддержки в виде нижней границы восходящего канала полагаем, что индекс консолидируется с последующим возобновлением роста.

Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

[ffin.global](https://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
BIDU	BAIDU	Информационные технологии	35 285	2023-08-18	125	180	2024-08-17	44%	Покупать
AMT	AMERICAN TOWER CORP.	Коммерческая недвижимость	81 587	2023-08-04	175	224	2024-08-03	28%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	38 388	2023-07-24	265	339	2024-07-23	28%	Покупать
AMD	ADVANCED MICRO DEVICES, INC.	Производство полупроводников	174 848	2023-08-01	108	145	2024-07-31	34%	Покупать
LTHM	LIVENT CORP.	Химическая промышленность	3 929	2023-05-15	22	33	2024-05-14	51%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	9 905	2023-05-01	15	23	2024-04-30	52%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	35 595	2023-06-01	162	230	2024-05-31	42%	Покупать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	1 683	2023-08-18	8	11	2024-08-17	31%	Покупать
T	AT&T INC.	Телекоммуникационные услуги	100 801	2023-07-26	14	16	2024-07-25	13%	Держать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	63 796	2023-08-18	114	133	2024-08-17	17%	Покупать
MRTX	MIRATI THERAPEUTICS, INC.	Биотехнологии	2 585	2023-08-18	38	54	2024-08-17	43%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 381 864	2023-08-03	135	170	2024-08-02	26%	Покупать
CTRA	COTERRA ENERGY, INC	Добыча нефти и газа	21 292	2023-08-18	28	32	2024-08-17	12%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	1 704	2023-08-18	6	12	2024-08-17	112%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	14 539	2023-07-25	65	82	2024-07-24	26%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	19 323	2023-08-18	84	110	2024-08-17	31%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	146 433	2023-08-18	94	115	2024-08-17	22%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	27 295	2023-08-18	32	38	2024-08-17	20%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	2 997	2023-08-03	14	28	2024-08-02	103%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	2 487	2023-08-18	7	11	2024-08-17	62%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	13 250	2023-08-18	96	115	2024-08-17	19%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	3 417	2023-08-18	6	13	2024-08-17	101%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	1 072	2023-08-18	3	8	2024-08-17	189%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	123 519	2023-08-02	111	135	2024-08-01	22%	Покупать

Инвестиционный обзор №277  
25 августа 2023  
[ffin.global](https://ffin.global)



Для компаний Dish Network Corp. (DISH), Chindata Group Holding Ltd. (CD), Farfetch Ltd (FTCH), Live Nation Entertainment (LYV), Luminar Technologies, Inc. (LAZR), Mirati Therapeutics, Inc. (MRTX), Intercontinental Exchange (ICE), Coterra Energy, Inc (CTRA), Philip Morris International (PM), Corning Inc (GLW), Leidos Holdings Inc (LDOS), и Peloton Interactive (PTON) в качестве целевой цены представлен консенсус FactSet. Компания EOG Resources (EOG) исключена ввиду реализации потенциала роста.



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



8 августа **Novo Nordisk (NVO)** объявила основные результаты исследования SELECT основных неблагоприятных последствий сердечно-сосудистых патологий, таких как летальные исходы, нефатальные инфаркт миокарда и инсульт, среди пациентов, принимающих препарат Wegovy. Wegovy (semaglutide) одобрен FDA для управления весом среди пациентов с ожирением. Исследование было достаточно крупным: включало 17,6 тыс. пациентов в возрасте 45 лет и старше с избыточной массой тела или ожирением и установленным сердечно-сосудистым заболеванием (ССЗ) без предшествующего диабета в анамнезе, а горизонт наблюдений достигал пять лет.

В ходе исследования была достигнута основная цель – продемонстрировано статистически значимое снижение частоты MACE на 20% у лиц, получавших Wegovy, по сравнению с плацебо. Эти результаты подтверждают гипотезу о том, что лечение ожирения полезнее, нежели просто снижение массы тела. Препарат благоприятно влияет на уменьшение риска возникновения опасных состояний, катализатором которых может выступать лишний вес. Novo Nordisk планирует подать заявку на расширение показаний к применению Wegovy в США и ЕС в текущем году.

Особое значение этой новости придало то, что Eli Lilly (LLY) в квартальной отчетности сообщила о сильных результатах продаж конкурирующего для Wegovy препарата Mounjaro (tirzepatide). Оба продукта относятся к классу антагонистов GLP-1. Eli Lilly также надеется зайти на рынок средств от ожирения уже в этом году. Решение FDA по расширению показаний Mounjaro на пациентов с ожирением ожидается до конца года. Сейчас Mounjaro одобрен FDA для лечения диабета второго типа. Препарат пользуется сильным спросом. За полные 12 месяцев продаж квартальная выручка от этого продукта достигла \$980 млн, значительно превысив ожидания аналитиков и менеджмента. Компания не успевает удовлетворять спрос на терапию и, пока готовятся новые производственные площадки, ограничивает предложение препарата для новых пациентов.

По данным CDC, больше 40% американцев страдают ожирением и потребность в эффективном средстве, помогающем управлять весом, очень высока. Ожидания по пиковой выручке Mounjaro и Wegovy продолжают повышаться, а потенциал большой популярности терапий создает риск давления на страховщиков, с которыми компании придется договариваться о цене препарата. На этих новостях под давление попали производители медицинских девайсов для мониторинга диабета и оборудования для некоторых хирургических операций, связанных с гастроэнтерологией.

NVO и LLY стали бенефициарами высоких ожиданий от коммерциализации своих препаратов в индикациях ожирения. Mounjaro и Wegovy могут стать одними из наиболее продаваемых лекарств в мире. При этом отметим, что в период высоких ожиданий цена неуверенных результатов испытаний или неблагоприятного изменения обстоятельств повышается. Следует продолжать держать в поле зрения

риски, связанные с регуляторным давлением цен на наиболее популярные рецептурные препараты, непредсказуемостью решений FDA, а также отдаленными побочными эффектами регулярного приема упомянутых лекарств. Эти риски могут формировать значительные корректировки оценкам пиковой выручки препаратов – наиболее чувствительной части фундаментальных оценок быстрорастущих фармкомпаний. На данном этапе оптимизм инвесторов выглядит оправданным: компании становятся пионерами крупного рынка с пока слабым проникновением средств медикаментозного лечения.



8 августа **United Parcel Service (UPS)** отчиталась за второй квартал. Акции UPS отреагировали на публикацию снижением на 0,65% по итогам торговой сессии 9 августа.

Падение выручки в отчетном квартале было достаточно заметным (-10,9%), отразив ускорение тенденции, что стало последовательным откликом на ситуацию в отрасли грузоперевозок.

В сегменте домашних перевозок выручка сократилась на 6,9%, до \$14,4 млрд. Наиболее значимое падение наблюдается в авиаперевозке через день. Падение среднесуточного количества посылок (ADP) составило 22,4% г/г, что связано с изменением потребительских предпочтений. Это подтверждается сдвигом соотношения между B2B и B2C в сторону первого. Как отмечает менеджмент, увеличилась активность в глобальном авиаузле в Луисвилле (Worldport), что привело к повышению числа перевозок по тарифу «на следующий день» и уменьшило количество рейсов «на второй день». В результате количество рабочих часов в сегменте внутреннего рынка сократилось на 6,5% по сравнению с прошлым годом. Однако темп роста тарифа для несрочных авиаперевозок в США среди сегментов остается на максимуме пятый квартал подряд. В целом по сегменту рост дохода с посылки замедлился до 3,3% г/г, в первую очередь из-за сокращения топливных надбавок, а также изменения характеристик самих посылок. В наземной транспортировке объемы снизились на 8,6% г/г.

В сегменте международных перевозок выручка упала на 13% г/г, до \$4,4 млрд. Наибольшее сокращение ADP наблюдается в операциях за пределами США (-8,7% г/г). Как сообщает менеджмент, в Европе, как регионе с наиболее обширным присутствием компании вне домашнего рынка, сохраняющаяся высокая инфляция и жесткие финансовые условия оказали давление на потребителей. Мы связываем это со сменой потребительского поведения с большим фокусом на услуги, в частности туристические. Как отмечает руководство UPS, азиатский рынок также демонстрирует слабость, хотя, по официальной статистике Китая, грузоперевозки сформировали плавный и устойчивый позитивный тренд. Менеджмент решил перенаправить свои усилия на индийский рынок. В мае прошлого года компания запустила совместное предприятие по производству бытовых товаров,





# Наиболее важные новости компаний

## в поле зрения наших аналитиков

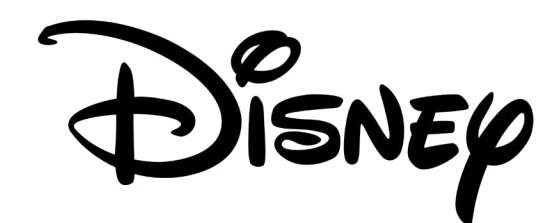
расширив свое присутствие с 3 до 49 крупнейших городов Индии, в настоящее время охватывая примерно 90% возможностей рынка B2B.

Сегмент информационных решений показал снижение выручки на 23,4% г/г, до \$3,2 млрд. Падение в основном заметно в экспедиторских услугах (-42,4% г/г) на фоне глобального снижения ставок на все виды фрахта. Выручка от карго в международном сегменте упала на 31,3% г/г, что объясняется дисбалансом спроса и предложения на разные виды транспорта. Логистические услуги единственные в составе сегмента зафиксировали повышение выручки, составившее 10,9% г/г. Преимущественно это связано с расширением присутствия в подгруппе транспортировки медицинских препаратов в европейском регионе: выручка UPS Healthcare за первое полугодие составило \$4,7 млрд. Менеджмент ожидает, что по итогам текущего года показатель приблизится к \$10 млрд с долей в общем результате около 10%.

Рентабельность операционной прибыли уменьшилась на 1,2 п.п., до 13,2%, но это значительно выше результата основного конкурента Fedex (FDX). Ухудшение наблюдается по всем сегментам за счет снижения объема операций, однако оно менее интенсивно. Стоит отметить, что менеджмент вовремя стал реагировать на экономические предпосылки. Как уже отмечалось, менеджмент сократил блок-часы налета на 9,4% г/г в международном сегменте, что покрывает уровень снижения показателя среднегодневного объема посылок в отчетном периоде. В результате сокращения штата число работников сортировочных центров уменьшилось на 7% г/г, что укладывается в планы компании максимально автоматизировать и оптимизировать процессы, уменьшив нагрузку на точки ручной сортировки на 18%. Штат менеджмента сокращен на 2,5 тыс. на домашнем рынке и на 1,7 тыс. в международном сегменте. В связи с худшими условиями на рынке, чем ожидал менеджмент в начале года, прогноз выручки был понижен с \$97 млрд до \$93 млрд. ADP по итогам года, по прогнозам, вернется к уровням декабря 2022-го, сигнализируя о замедлении ухудшения конъюнктуры и улучшении возможностей для ее прогнозирования. Во второй половине 2023 года ожидается снижение ADP в США на средний однозначный процент. За пределами Штатов показатель в годовом исчислении ожидается на уровне второго квартала. Рост выручки на единицу продукции будет незначительным по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В сегменте решений для цепочек поставок во втором полугодии прогнозируется снижение выручки на 5–10%, примерно до \$14 млрд.

Прогноз рентабельности по операционной прибыли был снижен на 1 п.п., до 11,8%. Несмотря на все инициативы по внедрению технологий и автоматизации бизнес- и операционных процессов, условия соглашения с профсоюзом Teamsters предполагают увеличение расходов до конца года. Прогноз капитальных затрат, а также ориентиры в отношении дивидендов и объема программы обратного выкупа остались неизменными.

Наша целевая цена по акции UPS – \$176, рекомендация – «держат».



**The Walt Disney Company (DIS)** 9 августа отчиталась за третий квартал 2023 фискального года. Доходы корпорации от парков развлечений увеличились, как и выручка от стримингового сервиса, который также зафиксировал рост рентабельности. Акции DIS отреагировали на релиз повышением на 4,9% на торгах 10 августа.

Общая выручка за квартал выросла на 4% г/г, до \$22,3 млрд, в целом совпав с ожиданиями. Доходы от стриминга поднялись на 9% г/г при консенсусе более 10%. Выручка парков развлечений увеличилась на 13% г/г при средних прогнозах +10%. Показатель от традиционного ТВ снизился на 7% г/г при консенсусе -6%.

Число подписчиков Disney+ возросло на 1% кв/кв. Динамика базы подписчиков Hulu и ESPN+ была околонулевой (+0,2% и -0,4% кв/кв соответственно). Число подписчиков Hotstar, ключевым рынком для которого является Индия, снизилось на 24% кв/кв. Это произошло на фоне продолжающейся тенденции к оттоку пользователей после потери Disney прав на трансляцию индийской Премьер-лиги по крикету. Данный фактор также привел к уменьшению числа подписчиков Hotstar в предыдущем квартале.

Таким образом, сокращение аудитории происходит именно в азиатском сегменте бизнеса (Hotstar), в то время как остальные стриминговые сервисы Disney демонстрируют положительную или околонулевую динамику. При этом рост более важного для корпорации показателя ARPU от Disney+ составил 2% кв/кв. Учитывая, что приоритетом компании в этом сегменте является не число подписчиков, а выход на операционную прибыль, мы положительно оцениваем его динамику.

Показатели прибыльности превысили прогнозы за счет оптимизации расходов. Операционная прибыль оказалась на 7% лучше ожиданий. Рентабельность стримингового сегмента увеличилась на 12 п.п., до -9%, благодаря упомянутому росту ARPU, а также оптимизации маркетинговых расходов.

Тенденция к уменьшению убытков от стриминга позволяет предположить, что корпорации удастся в соответствии с ориентирами CEO Боба Айгера вывести этот сегмент на безубыточность к концу 2024 фискального года.

Менеджмент Disney планирует пресекать шеринг аккаунтов в сегменте стриминга. Напомним, что Netflix удалось увеличить число подписчиков за счет соответствующих мер. Учитывая, что фокус на прибыльности стриминга означает замедление расширения пользовательской базы, мы оцениваем эти намерения компании положительно.

В ходе конференс-колла для аналитиков Боб Айгер прокомментировал слухи о частичной или полной продаже ESPN, заявив, что возможная сделка подразумевает скорее коммерческое или маркетинговое партнерство, нежели привлечение денежных средств. Несмотря на отсутствие конкретики, можно предположить, что полная продажа ESPN не рассматривается в качестве основного сценария.



# Наиболее важные новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков

Айгер отказался комментировать слухи о потенциальном поглощении Disney крупной технологической компанией (СМИ писали, что корпорацию может купить Apple) и предложил интересующимся данным вопросом ознакомиться с регуляторной средой, видимо, намекая на то, что данную сделку не допустит антимонопольный регулятор. Мы также считаем подобное поглощение маловероятным, учитывая устойчивую финансовую позицию Disney и отсутствие потребности во внешнем фондировании, которое не могло бы быть покрыто за счет долга (долгосрочный кредитный рейтинг корпорации от Fitch – А, инвестиционная категория).

Мы высоко оцениваем квартальный отчет Disney, отмечая успехи сегмента парков и развлечений, а также стриминга, которые позволили продемонстрировать операционную прибыль выше ожиданий. Полагаем, что выводу направления стриминга на безубыточность не помешает сокращение индийской пользовательской базы. Целевая цена по акции DIS – \$125, рекомендация – «покупать».

## TESLA

**Tesla (TSLA)** выпустила более дешевые версии автомобилей премиум-сегмента Model S и Model X с меньшим запасом хода. Их цена будет на \$10 тыс. ниже, чем у стандартных модификаций. Поставки этих электромобилей станут доступны в сентябре-октябре.

Новая модификация внедорожника Model X имеет запас хода до 269 миль (432 км) при 348 миль (560 км) у более дорогой версии. У бюджетной Model S этот показатель равняется 320 миль (515 км) против 405 миль (651 км) у классической модификации.

Напомним, что, по данным FactSet, средняя цена реализации нового автомобиля Tesla с конца четвертого квартала 2022-го до второго квартала 2023-го была снижена на 13%, до \$45 тыс. За последние несколько лет (за исключением первого полугодия текущего года) валовая маржинальность автомобильного сегмента Tesla была, как правило, на 5–7% выше, чем в среднем по автопрому. В текущем году этот отрыв сократился до 2–3%. За неделю до 15 августа Tesla снизила цены на две модификации модели Model Y на 4,5% в Китае. Ценовое давление компания оказывает не только на конкурентов на внутреннем рынке, но и на китайских автопроизводителей, которые стремятся выиграть за счет большего разнообразия моделей и гибридных конфигураций.

Акции Tesla с 19 июля, когда вышел ее отчет за второй квартал, снизились более чем на 20%. Менеджмент компании, комментируя квартальные результаты, сделал акцент на предстоящей модернизации производственных линий и обновлении модельного ряда. Вместе с возможным ослаблением спроса на автомобили к концу текущего года данные заявления не добавляют инвесторам оптимизма. Компания явно по-прежнему пытается стимулировать спрос и снижать свои запасы через более низкие цены на авто. Но, вероятно, это не то, что хотели бы видеть участники рынка, которые ждут от Tesla начала массового производства новых моделей и коммерциализации новых продуктов.

## Walmart

Крупнейшая розничная сеть **Walmart (WMT)** отчиталась за завершившийся 31 июля квартал лучше ожиданий как по выручке, так и по прибыли. Выручка ретейлера оказалась равна \$161,63 млрд, а скорректированная прибыль на акцию составила \$1,84 при консенсусе Refinitiv на уровне \$160,27 млрд и \$1,71 соответственно. Чистая прибыль Walmart во втором фискальном квартале выросла на 53% г/г, до \$7,89 млрд.

Посещаемость онлайн- и офлайн-магазинов Walmart в США увеличилась на 2,9%, средний чек вырос на 3,4%. Сопоставимые продажи на домашнем рынке повысились на 6,4% против 6,5% годом ранее, притом что в консенсус FactSet закладывалось замедление роста показателя до 4,1%. Доходы сегмента электронной коммерции по всему миру увеличились на 24%, до \$24 млрд, его доля в общей выручке достигла 15%.

Однако Walmart коснулась переориентация потребителей на товары повседневного пользования. Как сообщили представители менеджмента компании на конференс-колле, сопоставимые продажи продуктового ассортимента в США продемонстрировали двузначные темпы роста, а объемы реализации одежды, товаров для дома и спорттоваров снизились на средний однозначный процент.

Walmart активно развивается в новых направлениях, включая продажи рекламы и членства в программе Walmart+. Выручка от Walmart Connect, рекламного бизнеса компании в США, выросла на 36% г/г. Рентабельность этих сегментов выше, чем у основного направления. На основании этой динамики гендиректор ретейлера Даг Макмиллон рассчитывает, что рост прибыли от рекламы и платных сервисов будет быстрее роста продаж в течение следующих пяти лет.

Также ретейлер объявил о изменениях в своем руководстве. Генеральный директор Walmart International Джудит Маккенна, проработавшая в компании 27 лет, выйдет на пенсию в середине сентября. На ее позицию назначена гендиректор Sam's Club Кэт Маклей. Крис Николас, нынешний главный операционный директор Walmart U.S., станет новым генеральным директором Sam's Club.

Walmart очередной раз повысила гайденс на текущий год. Согласно обновленным ориентирам, консолидированная выручка за фискальный год увеличится примерно на 4–4,5% (предыдущий прогноз: +3,5%), скорректированная прибыль на акцию составит от \$6,36 до \$6,46 (предыдущий прогноз: \$6,1–6,2). Мы в целом положительно оцениваем отчетность Walmart, хотя отмечаем возможное давление на рентабельность во втором полугодии вследствие сокращения доли более маржинальных дискреционных товаров в общей выручке. Целевую цену по акции WLM оставляем без изменений на отметке \$160.

Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

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





# Инвестиционная идея

## Baidu. Надежный эмитент в ИТ-секторе

Бумаги Baidu привлекательны для включения в портфели краткосрочных и долгосрочных инвесторов

Тикер	<b>BIDU</b>
Цена акций на момент анализа	<b>\$125,16</b>
Целевая цена акций	<b>\$180</b>
Потенциал роста	<b>43,82%</b>

Baidu (BIDU) – китайская технологическая компания, специализирующаяся на услугах в интернет-секторе и разработках в сфере искусственного интеллекта. Основанная в 2000 году как поисковая система, Baidu диверсифицировала свой бизнес и на данный момент трансформируется в ведущего провайдера ИИ-решений в Китае.

### Ключевые инвестиционные тезисы:

- **Ожидание сильного отчета за второй квартал.** Baidu является прямым бенефициаром восстановления рынка интернет-рекламы, который, как и сектор услуг в целом, чувствует себя лучше остальной экономики КНР. Выручка, рентабельность и число активных пользователей вторичного бизнеса iQIYI в первом квартале оказались значительно выше ожиданий, что может также свидетельствовать о стабильных позициях Baidu на конкурентном рынке стриминговых сервисов.
- **Активное развитие в сегментах автономного вождения и генеративного ИИ.** По результатам первого квартала 2023 года подразделение по автономному вождению Apollo Go совершило 660 тыс. поездок (+236% г/г и +17,6% кв/кв), а в середине июня получило право на работу своих беспилотных такси на участке в 188 кв. км в Шэньчжэне. В отчете за первый квартал Baidu сообщила, что планирует внедрить своего чат-бота Ernie Bot во все направления биз-

неса для создания новой экосистемы и расширения пользовательской и клиентской базы. В конце июня научный журнал China Science Daily сообщил, что последняя версия модели Ernie 3.5 показала лучшие результаты в комплексных тестах на китайском языке, чем GPT 3.5 и GPT 4. Активное развитие ИИ-направления компании в будущем способно стать сильным драйвером роста выручки и прибыли Baidu.

- **Улучшение регуляторного фона в отношении китайских техгигантов.** В начале июля власти оштрафовали на \$984 млн компанию Ant Group – дочернюю структуру Alibaba. Это ознаменовало окончание главного разбирательства в ходе антимонопольной кампании против технологического сектора. После этого премьер-министр КНР провел встречу с руководством китайских техгигантов, которой он призвал правительства провинций оказать поддержку интернет-компаниям в связи с их высокой важностью для экономического роста через инновации. Такие шаги позволяют предположить, что в 2023 году ужесточение антимонопольного регулирования как минимум ставится на паузу, что позитивно скажется на финансовых результатах Baidu, контролирующей около 80% рынка поисковых интернет-запросов в Китае.

Наш таргет по BIDU – \$180, рекомендация – «покупать».

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



Инвестиционный  
обзор №277

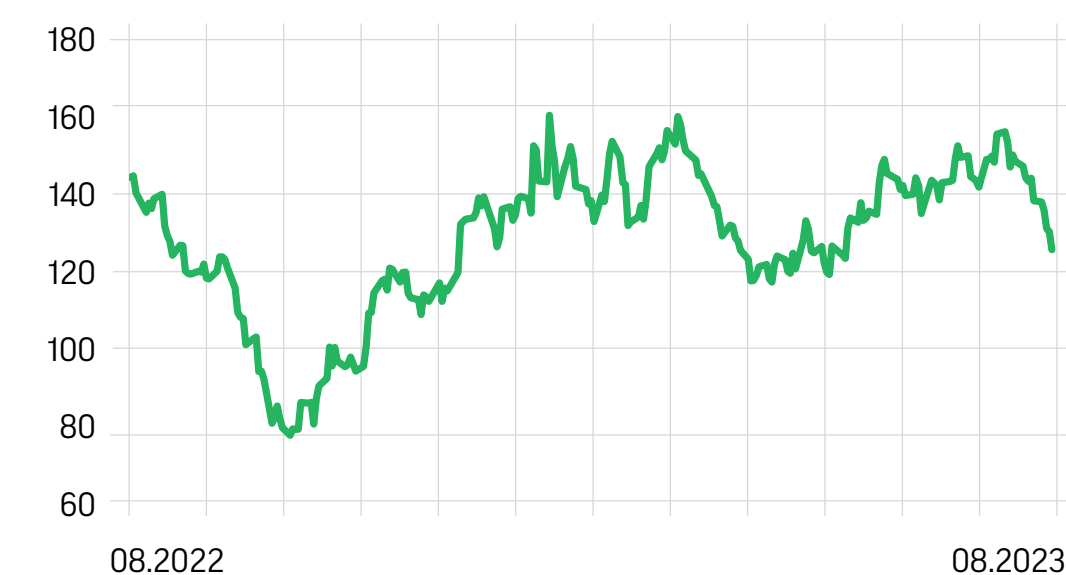
25 августа 2023

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



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
<b>BIDU</b>	(3,6%)	(9,2%)	(13,2%)	0,3%	(2,5%)
<b>S&amp;P 500</b>	(0,0%)	(2,1%)	(4,1%)	4,1%	2,0%
<b>Russell 2000</b>	0,5%	(3,4%)	(5,9%)	4,2%	(7,1%)
<b>DJ Industrial Average</b>	0,1%	(2,2%)	(1,3%)	2,9%	1,5%
<b>NASDAQ Composite Index</b>	(0,2%)	(2,6%)	(7,4%)	4,7%	2,5%

### Динамика котировок BIDU, \$



# Инвестиционная идея

Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

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



Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
<b>Выручка</b>	<b>15 513</b>	<b>19 303</b>	<b>18 367</b>	<b>19 836</b>	<b>22 216</b>	<b>24 771</b>	<b>27 496</b>	<b>30 383</b>	<b>33 421</b>
Основные расходы	7 991	9 972	9 495	9 918	11 219	12 509	13 885	15 343	16 878
<b>Валовая прибыль</b>	<b>7 522</b>	<b>9 331</b>	<b>8 872</b>	<b>9 918</b>	<b>10 997</b>	<b>12 262</b>	<b>13 610</b>	<b>15 040</b>	<b>16 543</b>
SG&A	5 444	7 700	6 509	7 637	8 442	9 413	10 173	11 242	12 366
<b>EBITDA</b>	<b>2 982</b>	<b>2 588</b>	<b>5 185</b>	<b>2 965</b>	<b>3 467</b>	<b>3 973</b>	<b>4 744</b>	<b>5 285</b>	<b>5 866</b>
Амортизация	905	957	2 822	684	912	1 124	1 307	1 487	1 688
<b>EBIT</b>	<b>2 078</b>	<b>1 631</b>	<b>2 363</b>	<b>2 281</b>	<b>2 555</b>	<b>2 849</b>	<b>3 437</b>	<b>3 798</b>	<b>4 178</b>
Процентные выплаты (доходы)	-327	-330	-495	-450	-443	-462	-490	-533	-585
<b>EBT</b>	<b>3 671</b>	<b>1 816</b>	<b>1 502</b>	<b>2 731</b>	<b>2 998</b>	<b>3 311</b>	<b>3 927</b>	<b>4 331</b>	<b>4 763</b>
Налоги	589	494	383	410	450	497	589	650	714
<b>Чистая прибыль</b>	<b>3 581</b>	<b>1 730</b>	<b>1 035</b>	<b>2 237</b>	<b>2 464</b>	<b>2 730</b>	<b>3 254</b>	<b>3 597</b>	<b>3 964</b>
Dilluted EPS	\$9,41	\$4,35	\$2,95	\$6,32	\$6,90	\$7,57	\$8,95	\$9,81	\$10,72
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-



Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	3%	6%	6%	6%	7%	7%	7%
ROA	2%	4%	4%	4%	5%	5%	5%
ROCE	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%
Выручка/Активы	0,33x	0,34x	0,36x	0,38x	0,39x	0,41x	0,41x
Кэф. покрытия процентов	5,46x	5,44x	6,10x	6,80x	8,21x	9,07x	9,98x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Валовая маржа	48%	48%	48%	50%	50%	50%	50%	50%	50%
Маржа по EBITDA	19%	13%	28%	15%	16%	16%	17%	17%	18%
Маржа по чистой прибыли	23%	9%	6%	11%	11%	11%	12%	12%	12%



# Опционная идея

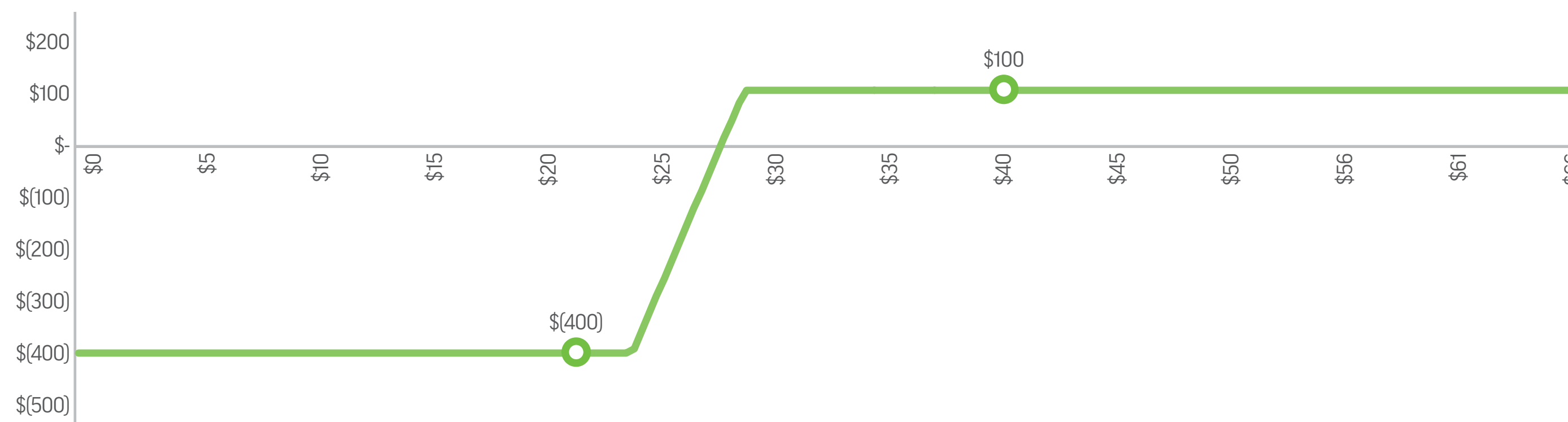
## PUT CREDIT SPREAD ON COHR



### Инвестиционный тезис

Coherent Corp. (COHR) – поставщик модулей оптической связи, который специализируется на фотонике и лазерных технологиях, предоставляя решения для различных приложений, в том числе предназначенных для промпроизводства. Фотоника занимается развитием технологий создания, обнаружения и управления светом. Coherent – один из лидеров индустрии лазерного оборудования и лидаров. Выпускаемая эмитентом продукция играет важную роль в отраслях, требующих высокой точности измерения. Coherent недавно отчиталась о результатах четвертого финансового квартала. Инвесторы были сильно разочарованы прибылью по GAAP, а еще больше – очень пессимистичными прогнозами менеджмента на 2024 финансовый год. Из-за политики оптимизации запасов, проводимой контрагентами, руководство компании ориентируется на намного более слабые показатели, чем в 2023 финансовом году. После выхода отчетности акции COHR просели на 30%. По нашему мнению, большая часть негатива уже учтена в котировках. Полагаем, что к моменту истечения опционов 20 октября цена бумаги поднимется выше \$30.

### График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



### Параметры сделки

Продажа	Put Credit Spread on COHR
Страйки	Long PUT 25; Short PUT 30
Покупка	+COHR*DAK25
Продажа	+COHR*DAK30
Дата экспирации	20 октября 2023
Маржинальное обеспечение	\$500
Максимальная прибыль	\$100
Максимальный убыток	\$400
Ожидаемая прибыль	20%
Точка безубыточности	\$29

### Управление позицией

Если в день экспирации 20.10.23 цена базового актива будет выше страйк-цены проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$100. При условии, что цена базового актива окажется в диапазоне \$25-\$30, убыток будет варьироваться, при этом необходимо продать эквивалентное количество лотов (100 акций) COHR для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$400. В позицию необходимо заходить до 15.09.2023 включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

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
COHR	Покупать	PUT \$25	20.10.2023	0,400	\$100	-0,092	0,020	0,021	-0,010	59,83%	107,67%	93,73%	74,65%	65,68%
	Продавать	PUT \$30	20.10.2023	1,400		-0,266	0,044	0,047	-0,018					

# Обзор венчурных инвестиций

## Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

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

### resilience

#### Resilience

Resilience – компания из Сан-Франциско, предлагающая инновационный способ оценки и измерения киберугроз для управления соответствующими рисками. С применением платформы искусственного интеллекта Resilience Solution страховые компании получают возможность количественно оценивать потенциальные убытки от различных киберугроз. 7 августа Resilience объявила об успешном проведении очередного раунда акционерного финансирования, в котором привлекла \$100 млн для ускорения своей глобальной экспансии. В настоящее время компания обслуживает клиентов в США, Великобритании, Канаде, Ирландии, Италии, Испании и странах Северной Европы. Раунд финансирования серии D возглавила Intact Ventures, которая является дочерней компанией основного поставщика ресурсов Resilience. С момента основания в 2017 году компания получила инвестиции на сумму \$217 млн.



#### Verdagy

Verdagy – калифорнийский стартап, разрабатывающий электролизеры, пригодные для масштабных промышленных проектов. 8 августа компания объявила о закрытии раунда финансирования серии B на сумму \$73 млн, который возглавили Temasek и Shell Ventures. Verdagy намерена направить полученные средства на ускорение запуска и коммерциализации своего модуля электролизера eDynamic мощностью 20 МВт, который может быть использован в качестве компонента для крупных систем производства зеленого водорода мощностью более 200 МВт. Целевыми клиентами стартапа являются компании, занимающиеся энергоемкими операциями (производство стали, аммиака, электронного топлива и т.д.). С момента основания в 2021 году Verdagy была профинансирована на \$117 млн.

#### Teamshares

Холдинг Teamshares покупает небольшие прибыльные предприятия с выручкой от \$1 млн до \$10 млн, владельцы которых выходят на пенсию. В собственности Teamshares более 80 малых бизнесов в США, что обеспечивает ей статус своеобразной инвестиционной компании. Примечательно то, что покупаемые бизнесы на 80% переходят во владение их сотрудников в течение 20 лет. Это соответствует принципу Teamshares, в соответствии с которым при значительной части акций в собственности персонала предприятия его бизнес становится более устойчивым. В начале 2021 года Teamshares владела четырьмя подобными компаниями. К июлю 2023-го ее выручка превысила \$400 млн. 18 августа компания объявила, что привлекла венчурный капитал в объеме \$245 млн в результате инвестраунда серии D, который возглавил фонд QED Investors, специализирующийся на финансировании финтех-компаний.

### Teamshares



#### Pivotal Commware

Pivotal Commware – американский поставщик телекоммуникационного оборудования и лидер в области продуктов инфраструктуры 5G mmWave. Ретрансляторы Pivot 5G и сопутствующее оборудование расширяют зону беспроводного покрытия сетей мобильных операторов, уменьшая их издержки. Одним из первых содействии в развитии этого бизнеса начал оказывать Билл Гейтс. 17 августа компания объявила о завершении раунда финансирования серии D, в результате которого было привлечено \$102 млн от Gates Frontier Fund, Tracker Capital Management и ряда других инвесторов, в частности Verizon Ventures (инвестиционное подразделение американского оператора связи). Pivotal Commware планирует направить привлеченные средства на разработку программных и аппаратных продуктов и решений следующего поколения.





# IPO Arm Holdings

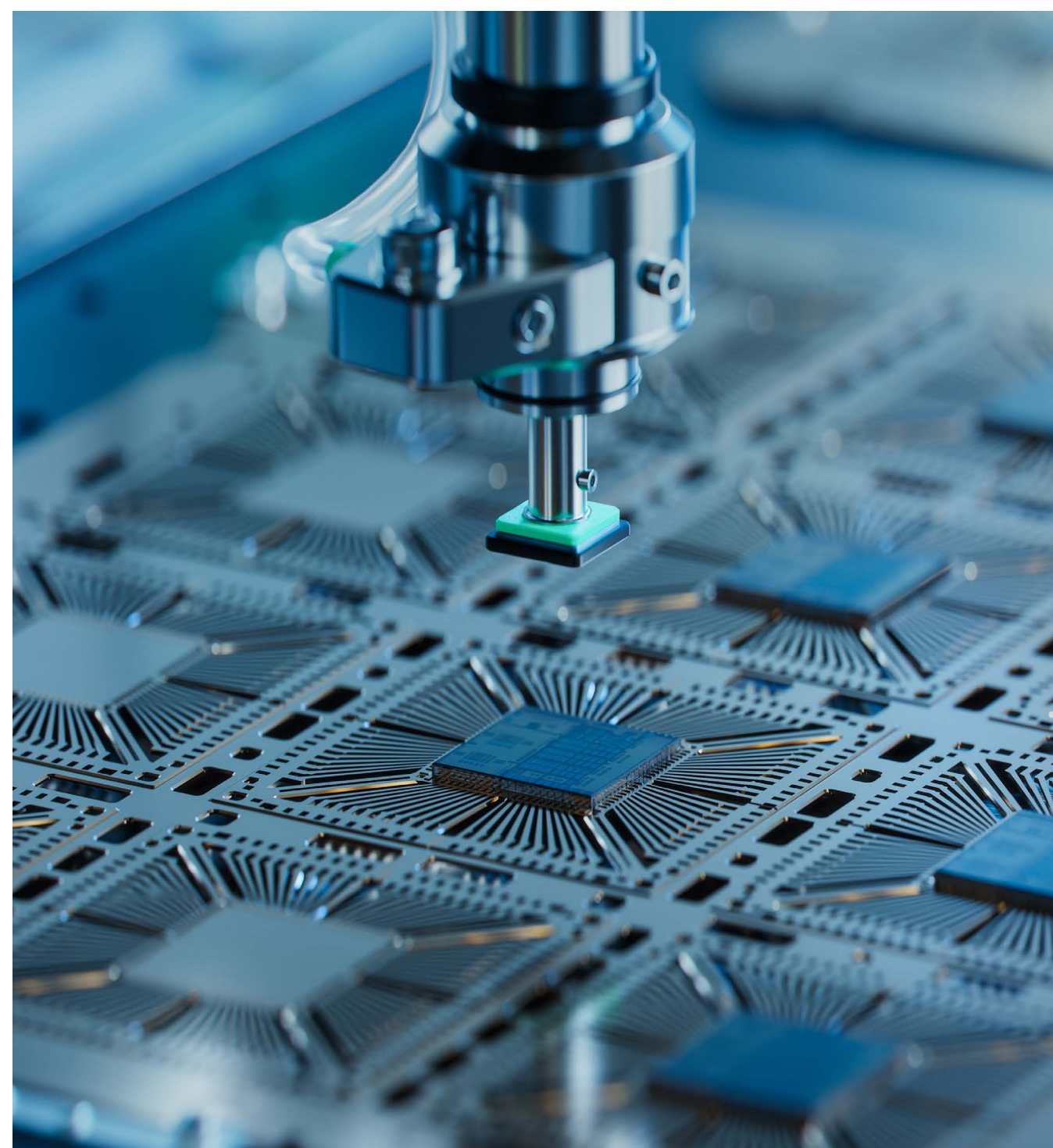
## Размещение года

21 августа заявку на IPO подал один из лидеров индустрии полупроводников Arm Holdings. Среди андеррайтеров размещения – Barclays, Goldman Sachs & Co, J.P. Morgan, Mizuho, BofA Securities, Citigroup

### Чем интересна компания:

- **О компании.** Arm Holdings до 2016 года имела публичный статус, а затем была приобретена Softbank за \$32 млрд, который попытался продать этот актив NVIDIA за \$40 млрд. Если бы эта сделка состоялась, она стала бы крупнейшей в секторе производителей микрочипов. Но ее в феврале 2022 года не одобрили глобальные антимонопольные регуляторы. Arm специализируется на разработке архитектуры или общего дизайна, включая компоненты и инструкции для языка программирования, которые другие компании используют при создании микросхем. Бизнес-модель Arm предполагает получение прав интеллектуальной собственности на созданные ею архитектуры, которые впоследствии компании-партнеры применяют в различных электронных устройствах. В последние годы Arm сосредоточилась на продажах процессоров собственных разработок что приносит больше прибыли, чем лицензирование базовой технологии. По состоянию на 31 декабря 2022 года более чем в 99% смартфонах в мире были установлены энергоэффективные процессоры Arm, также они находят самое широкое применение в других устройствах, в том числе различных датчиках. IPO Arm, к которому компания может быть оценена в \$60–70 млрд, ориентировочно состоится в сентябре.
- **Потенциальный рынок.** Компания оценивает свой адресный рынок к 2025 году в \$246,6 млрд, а свою долю на нем по состоянию на 2022-й – в 48,9% против 42,3% в 2020-м. В числе конкурентов Arm такие гиганты, как Qualcomm Technologies, Broadcom, Intel Corporation, Samsung Electronics, NXP Semiconductors, SK Hynix, Texas Instruments, Micron Technology, Maxim Integrated Products, Numerous Chinese Companies.

- **Финансовые показатели.** В 2023 финансовом году выручка Arm увеличилась на 30% после 31% годом ранее, замедление роста обусловлено сокращением объемов продаж смартфонов. Операционная маржа с 12% в 2021 финансовом году поднялась до 25% в 2023-м.



### Обзор перед IPO

Эмитент	<b>Arm Holdings</b>
Тикер	<b>ARM</b>
Биржа	<b>NASDAQ</b>
Объем к размещению	<b>\$100 млн</b>
Андеррайтеры	<b>Barclays,</b> <b>Goldman Sachs &amp; Co,</b> <b>J.P. Morgan, Mizuho,</b> <b>BofA Securities, Citigroup,</b> <b>Deutsche Bank Securities,</b> <b>Jefferies, BNP PARIBAS,</b> <b>Credit Agricole CIB,</b> <b>MUFG, Natixis,</b> <b>Santander, SMBC Nikko.</b>





## Передышка на пути к вершине

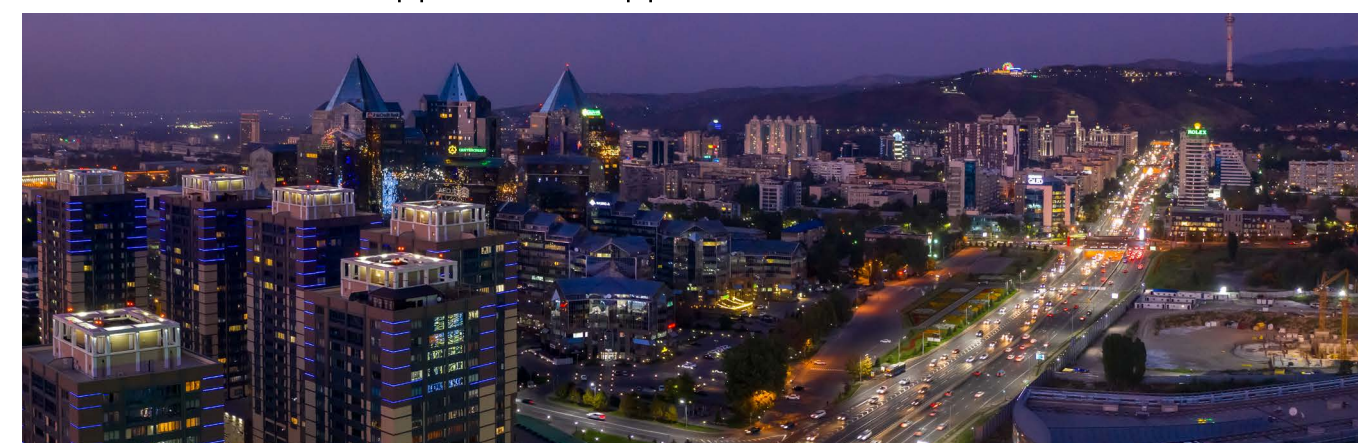
Котировки KASE показали небольшую коррекцию после достижения 3800 пунктов, но технически восходящий тренд продолжается

Индекс KASE показывал неплохой рост 7-9 августа, набирая обороты от сессии к сессии, пока не перешел в зону перекупленности. Продержавшись выше отметки 3800 пунктов в течение трех торговых дней, котировки бенчмарка затем скорректировались к 3750 пунктам. Тем не менее по итогам прошедших двух недель KASE остался в восходящем тренде.

Опережающий рост за указанный период продемонстрировали акции Kcell, которые прибавили 4,3% без видимых причин. Остается только догадываться, была ли эта динамика связана с намеченной на конец года сделкой по выводу оператора связи из-под владения Казахтелекома. Однако показанный эмитентом результат оказался весьма неплохим: бумаги непрерывно двигались вверх с 9 по 21 августа и вышли на максимумы с июля 2021 года. В то же время основной акционер компании Казахтелеком оказался в аутсайдерах, потеряв 3,8% за последние две недели. На торгах 18 августа в акциях KZTK прошли максимальные объемы с февраля 2022 года. Почти на 3% подорожали акции Казатомпрома, снова ставшие привлекательными для покупки, после того как 14-16 августа его ГДР на LSE скорректировались вместе с британским и американским рынком. Котировки ближайших фьючерсов на уран поднялись до максимальных с апреля 2022-го \$58 за фунт. В то же время ГДР Казатомпрома слегка отстают от других бумаг отрасли, представленных в ETF Global X Uranium и Sprott Uranium Miners. Наибольшую волатильность продемонстрировали котировки Kaspi, которые стремительно повышались 7-9 августа, обеспечивая поддержку

ключевому индексу казахстанского фондового рынка, но 15-17 августа потеряли половину этого роста. Акции финтеха на KASE встретили сопротивление на отметке 48 тыс. тенге. ГДР компании в Лондоне показали более равномерную динамику, без резких перепадов внутри сессии.

В фокусе внимания рынка после резкого ослабления тенге 14 августа оказалась валютная тематика. Снижение курса нацвалюты было спровоцировано одновременно несколькими факторами. Среди них падение рубля, а также внешние негативные триггеры, такие как девальвация в Аргентине, рост доходностей казначейских бондов США и общая слабость валют развивающихся рынков. Однако спад на валютном рынке продлился недолго, и тенге при поддержке налогового периода, а также за счет продаж доллара Нацфондом удалось отыграть часть потерь. Максимальная просадка курса нацвалюты составила 4,6%, однако с 14 августа и на текущий момент его снижение составляет лишь 1,55%. Данный случай можно отнести к одному из редких всплесков волатильности тенге за последние полгода.



### Ожидания и стратегия

Индекс KASE снова мягко отыгрывает свою локальную перекупленность легкой коррекцией, что благоприятно для инвесторов, поскольку рынок пока не дает прямых намеков на разворот. После активного роста котировки бенчмарка переходят в боковой тренд, но остаются выше восходящей трендовой линии. Впереди последние публикации отчетности в рамках текущего сезона и последующая их оценка, на основе чего будет сформирована детальная фундаментальная картина рынка.



### Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	07.08.23	21.08.23	
Индекс KASE	3 732,78	3 760,09	0,7%
Kcell (KASE)	1 900,00	1 982,00	4,3%
Казатомпром (GDR)	28,00	28,80	2,9%
Казатомпром (KASE)	12 491,42	12 750,00	2,1%
Kaspi (KASE)	43 899,81	44 400,00	1,1%
Банк ЦентрКредит (KASE)	685,00	689,00	0,6%
KEGOC (KASE)	1 566,89	1 575,59	0,6%
Казмунайгаз (KASE)	10 830,00	10 811,11	-0,2%
Халык Банк (GDR)	14,54	14,50	-0,3%
Казтрансойл (KASE)	814,00	810,00	-0,5%
Халык Банк (KASE)	163,57	162,04	-0,9%
Казахтелеком (KASE)	33 900,00	32 600,55	-3,8%
Kaspi (GDR)	97,00	91,40	-5,8%



- **ВВП Казахстана в январе-июле поднялся на 4,8%.** Наибольший рост продемонстрировали строительная и торговая отрасли, а также сектор информации и связи. Инвестиции в основной капитал увеличились на 12,4%. Приток финансирования логистической отрасли вырос на 57,7%, образования – на 24,3%, торговли – на 22,6%, агропрома – на 21,3%, промышленности – на 9%, а ее горнодобывающего сектора – на 8,4%.
- **KEGOC представила прогнозы развития энергосистемы РК.** На пресс-конференции в рамках дня эмитента представители компании рассказали о разработке комплексного видения развития национальной электрической сети (НЭС) до 2035 года. По данным Министерства энергетики, к указанному периоду максимальная нагрузка электросетей Казахстана составит 24,8 ГВт, а уровень электропотребления достигнет 152,4 млрд кВтч.
- **Норму обязательной продажи валютной выручки экспортеров отменят.** Новые правила для экспортоориентированных компаний будут действовать с 1 января 2024 года. В феврале 2023-го норма обязательной продажи была снижена с 75% до 50%, а с июля сократилась с 50% до 30%.

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



# Инвестиционная идея

## Народный банк. К штурму сопротивления готов

Убедительный годовой рост выручки и кредитного портфеля вкупе со снижением стоимости собственного капитала и повышением оценки до 230 тенге будет способствовать продвижению котировок к целевым уровням

### Причины для покупки:

- **Сохранение высокого темпа роста доходов.** Процентные доходы банка за второй квартал увеличились на 34% г/г и на 5,2% кв/кв, достигнув 400 млн тенге. Процентные расходы поднялись на 43% г/г и 9% кв/кв из-за роста процентов по средствам клиентов на фоне увеличения ставок и объемов депозитов на 7,6% г/г. Комиссионные доходы повысились на 12% г/г и на 8,2% кв/кв, а прочие непроцентные доходы сократились на 1,2% г/г, однако увеличились на 12% в поквартальном сопоставлении. Резервы на обесценение кредитов были уменьшены на 43% г/г и продолжают оставаться на пониженном уровне. Стоимость риска составила 1%. Чистая прибыль за апрель-июнь увеличилась на 9,7% г/г, хотя и сократилась на 6% кв/кв, составив 177 млрд тенге. Основной причиной отрицательной динамики показателя в поквартальном сравнении стало увеличение операционных издержек на 14,5% кв/кв и расходов по страхованию на 53% кв/кв. Собираемость наличности по процентным доходам кредитного портфеля составила 106%. Сам кредитный портфель показал сильную динамику, увеличившись на 4,7% кв/кв и 12,2% г/г.
- **Реалистичность целевых ориентиров менеджмента.** В отчете за второй квартал руководство банка обновило прогнозы на 2023 год в отношении чистого комиссионного дохода, сохранив ориентир по чистой прибыли на уровне более 700 млрд тенге, или 64 тенге на акцию против 50,8 тенге по итогам 2022-го. Учитывая, что в первом полугодии чистая прибыль Народного банка достигла 365 млрд тенге, считаем поставленные менеджментом цели вполне достижимыми.
- **Техническая картина.** Важное сопротивление для ГДР на LSE остается на отметке \$15, а для акций на KASE этот уровень соответствует 168 тенге. Его пробой станет ключевым техническим сигналом для продолжения роста в сторону фундаментальных

целей. На текущий момент котировки бумаг на обеих биржах поддерживаются 50-дневными скользящими средними и разгоняются для нового теста указанных уровней сопротивления.



### АО «Казахтелеком»

Тикер на KASE	HSBK
Цена на момент анализа	162 ₸
Целевая цена	200 ₸
Потенциал роста	23 %

### Динамика акций на KASE





# Российский рынок

## ЦБ протянул рублю руку помощи

Банк России повысил ключевую ставку на экстренном заседании для остановки девальвации отечественной валюты

Август – статистически самый удачный в году период для российского фондового рынка. За последние десять лет Индекс МосБиржи лишь единожды завершал этот месяц ниже уровня конца июля. Да и в целом исторически август редко заканчивался падением, однако почти всегда, когда коррекция происходила, она была глубокой. Из-за этого последний летний месяц считают опасным для инвестиций.

В этом году неопределенность усиливается. Дважды с начала августа Индекс МосБиржи обновлял максимум с февраля прошлого года, но затем резко откатывался. Психологически значимая отметка 3000 по рублевому бенчмарку пока служит уровнем поддержки. Ралли в основном было вызвано ослаблением рубля: игроки скупали в первую очередь акции экспортеров, традиционно рассматриваемые в качестве защитных.

Курс пары USD/RUB подскочил выше психологически значи-

мой отметки 100. Банк России на экстренном заседании 15 августа повысил ключевую ставку сразу на 350 б.п., до 12% годовых. Эта мера на некоторое время остудила спекулятивные настроения на валютном рынке. Также минимизации активности спекулянтов способствовали опубликованные рядом СМИ сообщения о готовящемся возобновлении обязательной продажи валютной выручки экспортерами. И хотя решение об этом пока не принято, пара USD/RUB опустилась в район 94.

В условиях высокой волатильности на рынке акций его участники могут переключиться на рублевые облигации. Доходность ОФЗ резко подскочила после повышения ключевой ставки. При этом ускоряющаяся инфляция все же пока не достигла 5%, а ориентир Банка России на конец года – не более 6,5%. Если государство примет меры по защите и укреплению рубля, облигации с такой высокой доходностью будут пользоваться ажиотажным спросом.

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



Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

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



### Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	04.08.23	18.08.23	
MOEX	3 092	3 111	0,61%
PTC	1 015	1 047	3,15%
Золото	1 935	1 889	-2,38%
Brent	86,12	85,36	-0,88%
EUR/RUB	105,08	101,39	-3,51%
USD/RUB	95,66	93,26	-2,51%
CNY/RUB	13,280	12,710	-4,29%

### Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи поднялся на максимум с конца февраля прошлого года, вплотную подойдя к отметке 3200 пунктов, но слегка откатился в рамках технической коррекции. Пара USD/RUB выросла выше 96 впервые с весны 2022-го.





# Российский рынок

## Ожидаем

По нашему мнению, динамика на фондовом рынке будет в значительной степени увязана с ситуацией на валютном, прогнозировать которую затруднительно, поскольку она будет зависеть от действий государства. Если правительство обяжет экспортеров проводить репатриацию доходов и продавать хотя бы часть валютной выручки на бирже, пара USD/RUB может опуститься ниже 90, а фондовый рынок в таком случае уйдет в район отметки 3000 по индексу МосБиржи. Если такое решение принято не будет, доллар, вероятнее всего, вернется в диапазон 95–100 рублей, а инвесторы возобновят покупки на фондовом рынке. Лидерами роста вновь станут акции тех эмитентов, для доходов которых благоприятно увеличение валютных курсов.

## Наша стратегия

Рекомендуем ситуативную торговлю бумагами первого-второго эшелона с учетом новостной картины, данных технического анализа и внешнего фона. Ввиду повышения ключевой ставки интерес биржевых игроков может сместиться с акций к облигациям с фиксированной доходностью.

**Инвестиционный  
обзор №277**

25 августа 2023

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





## Новости рынков и компаний



**Русагро** представило отчетность за второй квартал и первое полугодие. Согласно обнародованным данным, выручка агрохолдинга за апрель-июнь и первые шесть месяцев текущего года сократилась на 9,9% и 16,2% г/г – до 59,2 млрд и 106,5 млрд руб. соответственно. Скорректированная EBITDA за квартал составила 8,5 млрд, а за полугодие – 15,6 млрд руб. Маржа снизилась до 21% и 23% соответственно. Чистый убыток в апреле-июне 2022-го, составлявший 1,49 млрд руб., сменился чистой прибылью 7,8 млрд руб. за тот же период 2023-го. Показатель за полугодие оказался на уровне 13,9 млрд руб.



**VK** (ex. Mail.Ru) опубликовала результаты за первое полугодие. Выручка группы в отчетном периоде увеличилась на 36% г/г, до 57,3 млрд руб. Драйвером ее роста стал сегмент онлайн-рекламы. EBITDA составила 3,9 млрд руб. с рентабельностью 6,8%. Убыток оказался равен 44,7 млрд руб. против 53,5 млрд руб. годом ранее. Компания приняла решение о редомициляции в Россию.



**Beluga Group** выпустила полугодовой отчет, согласно которому ее выручка выросла на 14% г/г, до 47 934 млн руб., при EBITDA 7561 млн руб. с маржей 16%. Чистая прибыль составила 3 046 млн руб. (267 руб. на акцию). В виде дивиденда компания выплатит 320 руб. на акцию. Число собственных магазинов группы превысило 1500.



**Русал** отчитался за полугодие снижением выручки на 16,9% г/г, до \$5 945 млн, при падении скорректированной EBITDA с прошлогодних \$1807 млн до \$290 млн и снижении маржи с 25,3% до 4,9%. Скорректированная чистая прибыль составила \$315 млн против прошлогодних \$689 млн, чистая маржа оказалась равна 5,3%. Нормализованная прибыль упала на 73% г/г, до \$527 млн, маржа составила 8,9%.



**Татнефть** представила полугодовые результаты по РСБУ. Выручка нефтедобытчика составила 531,2 млрд руб., чистая прибыль – 128,1 млрд руб. В виде дивидендов руководство решило выплатить 27,54 руб. на акцию, что предполагало доходность 4,7% на момент появления новости.



**QIWI** опубликовала результаты за второй квартал. Согласно представленному документу, чистая выручка компании снизилась на 10% г/г, до 9194 млн руб., скорректированная EBITDA составила 5 057 млн руб., а маржа по ней – 55%. Скорректированная чистая прибыль выросла на 77% г/г, до 5234 млн руб., чистая рентабельность оказалась на отметке 57%. Компания планирует выплатить налог на сверхприбыль в размере около 500 млн руб. в четвертом квартале.



**HeadHunter** отчиталась за апрель-июнь повышением выручки на 78% г/г, до 7038 млн руб. (\$80,9 млн) при росте скорректированной EBITDA на 147%, до 4130 млн руб. (\$47,4 млн), с маржей 59%. Чистая прибыль увеличилась в 3,1 раза по сравнению с прошлогодним значением, достигнув 3008 млн руб. (\$43,6 млн). Чистая маржа составила 42,7%. Налог на сверхприбыль компания оценивает в диапазоне 268–536 млн руб.

Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

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





Акция	04.08.2023	18.08.2023	Изменение, %
<b>Металлургический и горнодобывающий сектор</b>			
Северсталь	1344,4	1294	-3,75%
НЛМК	207,92	193	-7,18%
ММК	53,5	51,335	-4,05%
ГМК Норникель	16360	16154	-1,26%
Распадская	355,25	348,15	-2,00%
АЛРОСА	85,51	87,78	2,65%
Полюс	11553,5	11551,5	-0,02%
Мечел, ао	223,15	219,2	-1,77%
Мечел, ап	250,5	244,7	-2,32%
Русал	43,165	41,135	-4,70%
Polymetal	557,3	557,3	0,00%
<b>Финансовый сектор</b>			
Сбербанк, ао	264,28	259,5	-1,81%
Сбербанк, ап	263,12	259,58	-1,35%
ВТБ	0,02624	0,028	6,71%
ТКС, гдр	3514	3592	2,22%
МКБ	7,241	7,024	-3,00%
МосБиржа	131,14	152,5	16,29%
СПБ Биржа	176,3	175,6	-0,40%
QIWI plc	665	641	-3,61%
ЭсЭфАй	512	518,2	1,21%
<b>Нефтегазовый сектор</b>			
Газпром	174,23	175,2	0,56%
НОВАТЭК	1590	1637,6	2,99%
Роснефть	520,65	547	5,06%
Сургут, ао	30,975	30,385	-1,90%
Сургут, ап	48,56	48,995	0,90%
ЛУКОЙЛ	6051	6249,5	3,28%
Башнефть, ао	1904	1875	-1,52%
Башнефть, ап	1394	1378,5	-1,11%
Газпром нефть	582,7	634	8,80%
Татнефть, ао	540,3	576,4	6,68%
Татнефть, ап	525	565,3	7,68%
<b>Прочие компании</b>			
Yandex N.V.	2715,6	2585	-4,81%
VK	718	724,4	0,89%
HeadHunter	2500	2830	13,20%
Группа Позитив	2122	2315,6	9,12%
Whoosh	226,5	250	10,38%
АФК Система	18,4	17,682	-3,90%
СИАИ	764,8	812,6	6,25%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	04.08.2023	18.08.2023	Изменение, %
<b>Электроэнергетический сектор</b>			
Интер РАО	4,1455	4,1495	0,10%
РусГидро	0,9049	0,888	-1,87%
ОГК-2	0,6785	0,6765	-0,29%
Юнипро	2,089	2,06	-1,39%
ТГК-1	0,01109	0,011596	4,56%
Эл5 Энерго	0,634	0,6604	4,16%
Мосэнерго	3,0545	2,955	-3,26%
Россети - ФСК	0,12226	0,128	4,69%
<b>Потребительский сектор</b>			
Магнит	5650	5663	0,23%
X5	2110,5	2237,5	6,02%
Лента	788,5	781	-0,95%
Детский мир	69,76	68,82	-1,35%
М.видео	216,5	214,2	-1,06%
OZON, адр	2585,5	2784	7,68%
Fix Price	411	417,7	1,63%
O'Key Group	36,22	36,05	-0,47%
<b>Телекоммуникационный сектор</b>			
МТС	288	287	-0,35%
Ростелеком, ао	76,21	76,34	0,17%
Ростелеком, ап	72,8	72,9	0,14%
<b>Транспортный сектор</b>			
Аэрофлот	44,98	44,92	-0,13%
НМТП	13,055	14,4	10,30%
ДВМП	110,02	113,03	2,74%
GLTR, гдр	651,7	696,2	6,83%
Совкомфлот	103,74	105,39	1,59%
<b>Строительство</b>			
ГК ПИК	810	823	1,60%
Группа ЛСР	763,6	736	-3,61%
Самолет	3693	3650	-1,16%
InGrad	1916	1805	-5,79%
Эталон	90,72	91,4	0,75%

На протяжении последних двух недель на российском фондовом рынке наблюдалась смешанная динамика. Скорректировались компании металлургического и горнодобывающего кластера, за исключением Алросы, а также часть застройщиков. В лидерах роста оказались акции НМТП и Whoosh. Выросли большинство компаний нефтегазового сегмента.



## В «медвежьем» капкане

Акции крупных игроков промышленного сектора Узбекистана демонстрируют снижение на высоковолатильном рынке

На локальном фондовом рынке уже несколько недель подряд преобладает «медвежий» настрой. Лидерами падения на прошлой неделе стали акции Узметкомбината (-6,48%), Кварца (-6,10%) и Узвторцветмета (-2,61%).

11 августа был сформирован реестр на распределение дополнительных акций Хамкорбанка (на каждую бумагу будут размещены две дополнительные), в связи с чем котировки обыкновенных акций эмитента выросли на 10,15%. С 14 по 21 августа торги этими бумагами не проводились.

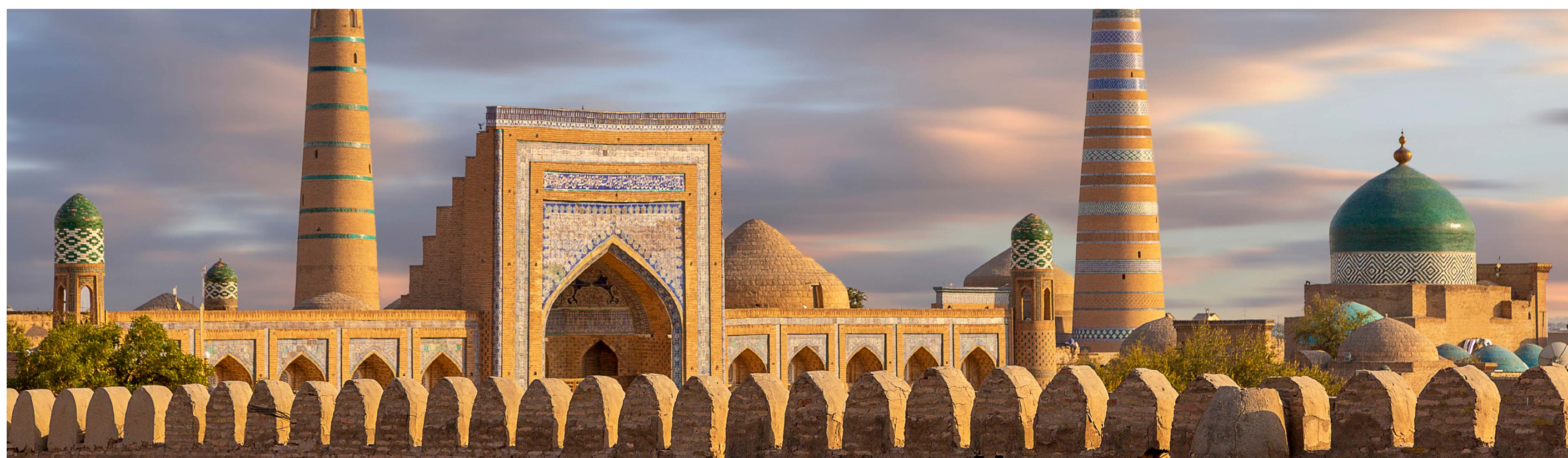
По результатам сессии 10 августа курс доллара к суму вырос до 12 075 (+3,5%). ЦБ Узбекистана отметил, что значительное обес-

ценивание национальных валют основных стран – торговых партнеров республики привело к укреплению реального эффективного обменного курса сума через внешнюю торговлю и денежные переводы.

В июле инфляционные ожидания среди узбекистанцев достигли очередного минимума за последние годы. Средний прогноз инфляции снизился до 13%, оказавшись на 0,3 процентного пункта меньше, чем в июне. Медианный показатель достиг 10,6% (-0,5%). Еще в начале года средний уровень инфляционных ожиданий достигал 18,9%, а медианный превышал 15%.

### Текущие рекомендации по акциям

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



### Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	04.08.2023	18.08.2023	
Eqre Blue	1 822,00	1 819,43	-0,14%
KVTS	2 129,99	2 000,00	-6,10%
QZSM	3 069,00	2 997,00	-2,35%
SQBN	10,10	10,27	1,68%
URTS	18 870,00	18 500,00	-1,96%
UZMK	8 350,00	7 809,00	-6,48%
KSCM	211 001,00	214 999,00	1,89%
НМКВ	147,07	162,00	10,15%
IPTB	0,95	0,93	-2,11%
UIRM	5 750,00	5 600,00	-2,61%
UZMT	70 000,00	69 500,00	-0,71%



### Новости экономики

- 10 августа курс доллара вырос до 12 075,03 сума (+408,03 сума). ЦБ Узбекистана отметил, что значительное обесценивание национальных валют его основных торговых партнеров привело к повышению реального эффективного обменного курса нацвалюты через внешнюю торговлю и денежные переводы.
- Министерство экономики и финансов РУз сообщило, что в 2022 году доходы консолидированного бюджета составили 286,5 трлн сумов, а расходы – 321,73 трлн сумов. Таким образом, сформировался дефицит бюджета в размере 35,22 трлн сумов, более

60% которого было покрыто за счет внешних займов.

- По данным Минэкономфина, в 2022 году десять крупнейших налогоплательщиков обеспечили около трети доходной части государственного бюджета. На первом месте расположился Навоийский горно-металлургический комбинат (НГМК), выплативший 32 трлн сумов (16,3%), вторую строчку занял Алмалыкский горно-металлургический комбинат (АГМК), обеспечивший поступления в объеме 16,86 трлн сумов (8,6%).

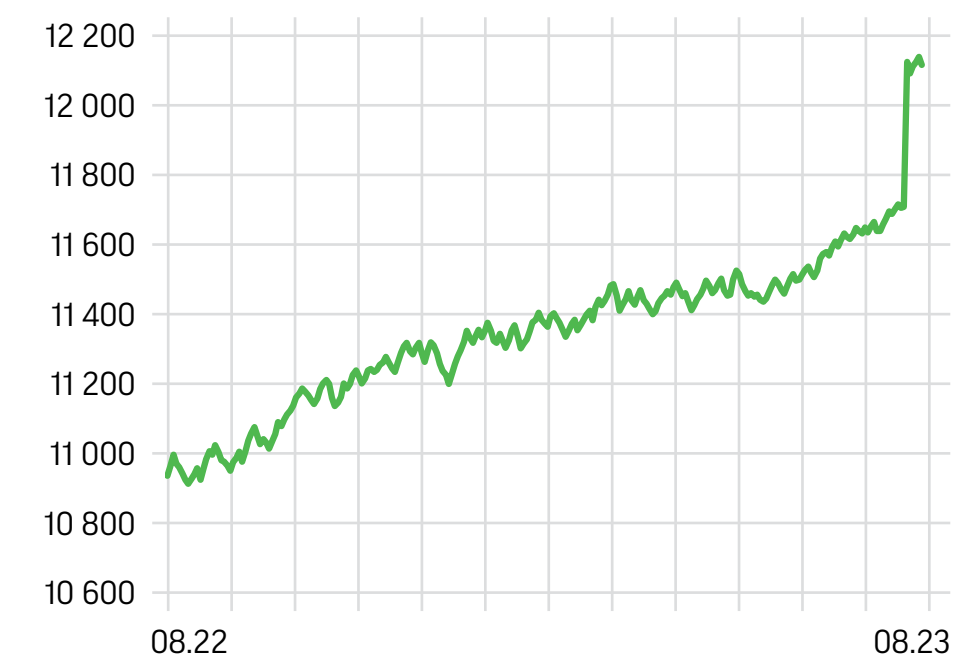
### Важные новости

- Хамкорбанк объявил о госрегистрации выпуска дополнительных акций на общую сумму 215,55 млрд сумов. Эти бумаги будут распределены среди акционеров банка, включенных в реестр, который будет сформирован на 10-й день со дня госрегистрации, то есть 17 августа. Начиная с 14 августа в соответствии с требованиями Центрального депозитария, торги обыкновенными и привилегированными акциями эмитента были временно приостановлены.
- Узметкомбинат (UZMK) привлек срочную кредитную линию в объеме \$100 млн от международной группы Citibank. Заемные

средства планируется использовать для финансирования оборотного капитала.

- Fitch Ratings подтвердило рейтинги пяти крупнейших банков Узбекистана (НБУ, Узпромстройбанк, Агробанк, Асакабанк и Ипотека-банк). Агентство отмечает, что за последние три года эти эмитенты добились определенного прогресса в диверсификации кредитных портфелей, в развитии кредитования малого и среднего бизнеса, а также в предоставлении заемных средств для физлиц. Агентство отметило, что основные показатели рентабельности банков будут постепенно улучшаться.

### Динамика USD/UZS, 1 год



### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

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





## На низком старте

После трех недель, завершившихся в минусе, DAX демонстрирует попытку отскока с целью движения в направлении 16 300 пунктов

С 7 по 11 августа основной фондовый индекс немецкой биржи DAX упал на 0,75%, до 15 832 пунктов, продемонстрировав повышенную волатильность. После спокойного понедельника за следующую за ним сессию бенчмарк снизился сразу на 1,1%, затем компенсировал часть потерь в среду и четверг, но в пятницу снова просел на 1%. Во вторник появились окончательные данные инфляции в ФРГ за июль, которая в соответствии с ожиданиями составила 6,5%. На динамику торгов этого дня оказало давление снижение котировок итальянских банков, которые будут обязаны платить налог на сверхприбыль. Впрочем, уже в среду появилась информация, что этот налог будет ограничен 0,1% активов, и фондовые площадки вновь двинулись вверх. В четверг на новостях о снятии ограничений на поездки по Китаю позитивную динамику продемонстрировал сегмент люксовых товаров. Рост поддержал и релиз статистики июльской инфляции в США, так как она оказалась чуть ниже ожиданий рынка. Коррекцию в последний день рассматриваемой торговой пятидневки спровоцировали данные индекса цен производителей в США, который превысил консенсус, а также рост доходностей европейских и американских облигаций. Среди аутсайдеров недели выделилась крупнейшая в Европе компания по производству меди Aurubis AG, акции которой в понедельник упали на 9,5%, несмотря на увеличение чистой прибыли за второй квартал и улучшение прогноза операционных доходов.

### Ожидания и стратегия

DAX достаточно уверенно отскочил от пятничных минимумов, что создает возможности для входа в длинные позиции по этому бенчмарку с расчетом на постепенный рост в сторону 16 300 пунктов. Индекс движется вверх, отталкиваясь от горизонтальной и среднесрочной трендовой поддержки, которая сформировалась в конце прошлого года.

Период с 14 по 18 августа стал третьей неделей, которую немецкие фондовые площадки завершили в минусе. DAX упал на 1,6%, до 15 574 пунктов, вплотную подойдя к минимуму, достигнутому 7 июля. В первый торговый день недели бенчмарк поднялся на 0,5%, затем опустился на 0,9% во вторник и еще 1,3% потерял за четверг-пятницу. Снижению способствовала китайская статистика розничных продаж и промпроизводства, а также динамика инвестиций, которые растут значительно медленнее, чем ожидалось. Также на движения рынка повлияли опасения по поводу повышения ключевых ставок в Швеции и Великобритании, так как в Швеции инфляция держится на отметке 9,3%, а Соединенное Королевство продемонстрировало рекордный рост зарплат. Поддержку «медвежьим» настроениям оказала также публикация июльских «минуток» ФРС, отразивших разногласия по поводу дальнейшего курса на ужесточение монетарных условий. Это привело к росту доходностей европейских облигаций. Негатива добавили слабые отчеты некоторых компаний и беспокойство по поводу экономической ситуации в Китае, усилившееся из-за инициированной одним из крупнейших локальных застройщиков Evergrande процедуры банкротства. Отдельно отметим немецкую компанию Fresenius Medical Care, котировки которой в понедельник упали на 5,1% на фоне пересмотра аналитиками UBS рекомендации по ее акциям до «продавать».

### Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	04.08.23	18.08.23	
DAX Index	15 951,86	15 574,26	-2,4%
BNR GR Equity	66,98	71,42	6,6%
TLX GR Equity	56,00	59,65	6,5%
FRE GR Equity	27,75	29,13	5,0%
HEN3 GR Equity	68,52	71,92	5,0%
MUV2 GR Equity	339,20	354,30	4,5%
ALV GR Equity	212,90	220,60	3,6%
HEN GR Equity	61,90	63,80	3,1%
UTDI GR Equity	15,92	16,40	3,0%
SAP GR Equity	120,68	124,14	2,9%
RAA GR Equity	644,50	661,00	2,6%
TKA GR Equity	6,80	6,96	2,4%
ADS GR Equity	179,40	183,24	2,1%
1COV GR Equity	46,92	47,92	2,1%





# Рынок Германии

## Важные новости

- **Минэкономики Германии пессимистично оценивает перспективы.** По мнению ведомства, основанному на анализе статистики заказов и делового климата, немецкой экономике едва ли удастся показать устойчивое восстановление в ближайшие месяцы.
- **ZEW фиксирует улучшение настроений инвесторов в Германии.** По данным института, показатель в августе поднялся с июльских -14,7 пункта до -12,3 при консенсусе аналитиков, опрошенных Reuters, предполагавшем нулевую динамику.
- **TSMC намерена вложить 3,5 млрд евро в первое в Европе предприятие.** Завод тайваньской компании появится в Дрездене и, возможно, станет крупнейшей на континенте площадкой по производству микрочипов. Правительство Германии вложит в этот проект до 5 млрд евро. Ранее Intel анонсировала инвестиции объемом более 30 млрд евро в строительство двух своих заводов в Магдебурге.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год





# Инвестиционная идея

## Siemens. Высокие достижения – сильные перспективы

Сохранение сильного бизнес-профиля и позитивные прогнозы на будущий финансовый год обеспечивают привлекательность акций Siemens для инвесторов

### Причины для покупки:

- **Неоднозначные квартальные результаты при сохранении сильных долгосрочных позиций.** Из достижений Siemens за прошедший квартал отметим рост общего объема продаж на 10% при повышении на 12% выручки мобильного подразделения за счет развития железнодорожной инфраструктуры и услуг. Также среди плюсов увеличение свободного денежного потока до 709 млн евро. В то же время общий рост продаж, скорректированная прибыль и маржа оказались немного ниже консенсуса, а сегмент здравоохранения зафиксировал сокращение объемов реализации. В целом, несмотря на некоторые неудачи, в третьем финансовом квартале корпорации удалось продемонстрировать сильный органический рост, повышение рентабельности и значительное увеличение свободного денежного потока.
- **Оптимистичные прогнозы менеджмента.** Руководство Siemens в ближайшие кварталы ожидает успешных результатов в цифровом сегменте, в том числе восстановления роста доходов от программного обеспечения, которое создает Electronic Design Automation (EDA). Этот рост будет обеспечен имеющимся у компании огромным объемом клиентских проектов в стадии разработки. По расчетам менеджмента, бизнес этого направления получит позитивный импульс от более высокой загрузки мощностей, улучшения доступности компонентов и положительной динамики чистых цен, что будет способствовать увеличению рентабельности. Компания также отметила продолжение перехода на программное обеспечение как услугу (SaaS), что будет способствовать дальнейшему улучшению финансовых показателей. Несмотря на сокращение заказов подразделения Digital Industries, Siemens планирует быструю нормализа-

цию ситуации с новыми заказами, объем которых в 2024 году оценивается в 20 млрд евро.

- **Сильный долгосрочный профиль бизнеса.** Позиции основного бизнеса Siemens, связанного с автоматизацией, программным обеспечением, строительными технологиями и общественным транспортом/мобильностью, остаются сильными. За счет этого компания сохраняет высокую рыночную привлекательность и потенциал органического роста выше среднего по отрасли. Корпорация реализовала портфельную стратегию, которая дает больше свободы ее подразделениям, сохранив синергию внутри группы, а также приложила усилия, чтобы привести свой бизнес в соответствие с экологическими, социальными и управленческими стандартами (ESG).



### Среднесрочная идея

#### Siemens AG.

Тикер на Xetra	SIE
Текущая цена	136,8 евро
Целевая цена	166 евро
Потенциал роста	21%

### Динамика акций SIE на Xetra





## S&P Global Ratings подтвердило рейтинги Freedom Holding Corp. и его дочерних компаний

Международное агентство S&P Global Ratings подтвердило долгосрочный кредитный рейтинг Freedom Holding Corp. на уровне «B-», долгосрочные и краткосрочные кредитные рейтинги АО «Фридом Финанс», Freedom Finance Europe Ltd., Freedom Finance Global PLC и АО «Банк Фридом Финанс Казахстан» на уровне «B/B». Рейтинги АО «Фридом Финанс» и АО «Банк Фридом Финанс Казахстан» подтверждены на уровне «kzBB+» по национальной шкале.

*«Наша оценка кредитного профиля группы Freedom на уровне «B» отражает, с одной стороны, ее сильные стороны как организации, предоставляющей финансовые услуги, бизнес которой растет и приносит прибыль, а его диверсификация продолжает повышаться, а с другой – указывает на присущие компании высокие риски, связанные с рынками, на которых она работает, и ее организационной структурой. Уже долгое время мы считаем, что Freedom – группа со сложной структурой и высокой готовностью к принятию риска, что подтверждается быстрым ростом ее бизнеса в прошлые годы и намерением продолжать данную тенденцию, в том числе за счет приобретения активов», – отмечается в официальном сообщении S&P Global Ratings.*

Несмотря на сохранение рейтингов они помещены в список на потенциальный пересмотр – CreditWatch. Это отражает риск того, что в ближайшие 90 дней агентство может понизить рейтинги указанных организаций, если правовые и комплаенс-риски резко усилятся или если негативные настроения участников рынка отрицательно скажутся на бизнесе группы. При этом S&P Global Ratings готово подтвердить рейтинги и вывести их из списка CreditWatch, если сочтет упомянутые риски понижения ограниченными.

Напомним, ранее компания Hindenburg Research, занимающаяся короткими продажами, опубликовала отчет о Freedom Holding Corp. Материал, по сути, представляет собой набор заявлений из ненадежных анонимных источников, ложной информации, неподтвержденных выводов и спекуляций с намерением нанести ущерб репутации холдинга и негативно повлиять на положение акций FRHC на международном финансовом рынке.

При этом холдинг продемонстрировал стойкость бизнеса, профессионализм команды, а также доверие своих клиентов, акционеров и партнеров. Как следствие, на сегодняшний день рейтинги Freedom Holding Corp. и его дочерних компаний от ведущего международного агентства S&P Global Ratings, входящего в группу S&P Global, остаются без изменений. Отчет холдинга за 2023 фискальный год прошел проверку независимой аудиторской компании Deloitte, входящей в «большую четверку». С документом можно ознакомиться на сайте Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC).



Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

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





# Публичная Компания

# Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный  
обзор №277

25 августа 2023

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

## Аналитика и обучение

**Игорь Ключнев**  
capitalmarkets@ffin.kz

**Вадим Меркулов**  
vadim.merkulov@ffin.kz

## Связи с общественностью

**Наталья Харлашина**  
prglobal@ffin.kz

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

+7 7172 727 555, [info@ffin.global](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.