

№279 22 сентября 2023 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Профсоюзы бросают вызов экономике

Минтруда США зафиксировало рекордные с августа 2000 года потери рабочего времени из-за прокатившихся по стране забастовок

Казахстан
KASE пора остыть

Узбекистан
Красный сентябрь

Россия
Равнение на облигации

Германия
DAX готовится к рывку



Содержание

Рынок США. Профсоюзы бросают вызов экономике.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Мы почти у вершины.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 20 сентября.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. Fortinet – киберзащитник широкого профиля.....	12
Оptionная идея. PUT CREDIT SPREAD ON DKS.....	14
Обзор венчурных инвестиций.....	15
IPO Smith Douglas Homes Corp. Домострой по-американски.....	16
Рынок Казахстана. KASE пора остыть.....	17
Инвестиционная идея. Netflix. История успеха: продолжение следует.....	19
Российский рынок. Равнение на облигации.....	20
Рынок Узбекистана. Красный сентябрь.....	24
Рынок Германии. DAX готовится к рывку.....	26
Среднесрочная идея. RWE AG. На зеленой волне.....	28
Контакты.....	29

Фондовый рынок США

Профсоюзы бросают вызов экономике

По данным Министерства труда США, в августе американская экономика потеряла более 4 млн человеко-дней из-за забастовок. Подобный уровень в последний раз фиксировался в августе 2000 года



Новости одной строкой:

- 08.09.2023** Объем выданных потребительских кредитов в США за июль вырос на \$10,6 млрд, до рекордных \$4985 млрд
- 11.09.2023** FDA одобрило обновленные вакцины Pfizer и Moderna от COVID-19 на фоне роста числа госпитализаций
- 12.09.2023** ОПЕК прогнозирует максимальный с 2007 года дефицит нефти в четвертом квартале
- 13.09.2023** Стержневой показатель потребительской инфляции (CPI) в августе повысился на 4,3% г/г после 4,7% г/г в июле

По состоянию на 18.09.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-0,48%	0,11%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-0,48%	1,20%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-0,11%	-0,99%
UUP	Доллар	0,31%	2,58%
FXE	Евро	-0,36%	-2,25%
XLF	Финансовый сектор	1,55%	1,81%
XLE	Энергетический сектор	-0,04%	4,96%
XLI	Промышленный сектор	-0,60%	-2,36%
XLK	Технологический сектор	-2,25%	0,60%
XLU	Сектор коммунальных услуг	2,79%	3,05%
XLV	Сектор здравоохранения	0,10%	-2,50%
SLV	Серебро	0,48%	2,13%
GLD	Золото	0,15%	0,99%
UNG	Газ	1,49%	-5,02%
USO	Нефть	3,82%	11,94%
VXX	Индекс страха	-2,82%	-16,51%
EWJ	Япония	2,24%	4,69%
EWU	Великобритания	2,33%	1,95%
EWG	Германия	0,81%	-1,69%
EWQ	Франция	1,09%	-1,14%
EWI	Италия	1,51%	0,10%
GREK	Греция	-1,18%	-4,73%
EEM	Страны БРИК	1,08%	0,54%
EWZ	Бразилия	5,49%	5,36%
RTSI	Россия	1,65%	1,88%
INDA	Индия	0,22%	4,37%
FXI	Китай	1,12%	-0,11%



Инвестиционный обзор №279

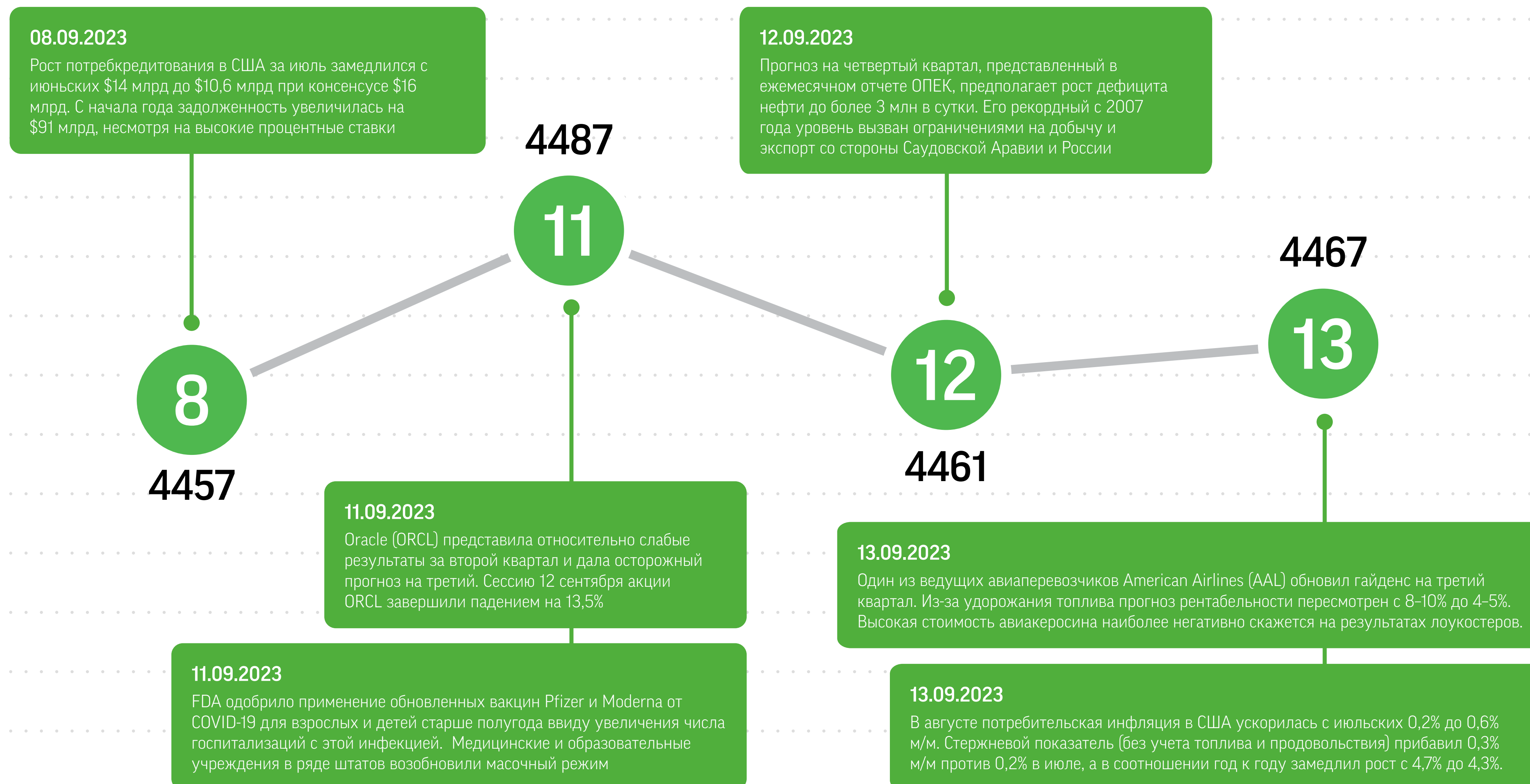
22 сентября 2023

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (08.09.2023 – 13.09.2023)



Самое главное

Мы почти у вершины...

Наверное, первое, что отмечают туристы, которые приезжают в Алматы, — это горы, взбираться на которые стало местной традицией. В этом путешествии есть не только чувство достижения цели и единения с близкими тебе людьми, но и очень интересный момент перед покорением вершины. Когда усталость и предвкушение смешиваются внутри перед осознанием того, что выше забраться уже просто невозможно. Это чувство напоминает мне то, что ощущал рынок перед выступлением Джерома Пауэлла 20 сентября. Мы находимся в точке, когда цикл повышения ставок вот-вот закончится. Инвесторы готовы к долгожданной паузе и к последующему смягчению монетарных условий в 2024 году. Однако будущие шаги регулятора по-прежнему зависят от статистики инфляции и рынка труда, а также от реакции на нее руководства ФРС.

Судя по прогнозам, которые были опубликованы в июне, регулятор считает целесообразным еще раз поднять ставку в этом году. Шестеро членов FOMC полагают, что ставка должна остаться на текущем уровне или ниже, то есть на отметке 5,5%, а остальные 12 выступают за ее повышение. Мы солидарны с большинством в ФРС в этих прогнозах, предполагая, что с высокой вероятностью ставку в ноябре будет решено поднять еще раз – на 25 б.п. Рынок думает иначе. JPMorgan, Morgan Stanley и Goldman Sachs снизили прогнозы в отношении инфляции, поэтому их ориентир по ставке находится на уровне 5,5%, что не подразумевает ее повышения до конца года. Однако даже с учетом падения стоимости аренды жилья, как одного из главных компонентов инфляции, мы ожидаем более устойчивого базового показателя, так как цены на нефть – и Brent, и WTI – поднялись выше \$90 за баррель. Этот локальный максимум с ноября прошлого года поддержит рост расходов в логистике, что значительно повлияет на ценообразование, связанное с транспортной отраслью. Более того, опыт 1970-х показывает, что может случиться при высоких ценах на нефть и как это повлияет на монетарную политику. Тогда, полвека назад, инфляция разогналась на фоне эмбарго со стороны стран ОПЕК. После курса сдерживающей монетарной политики взрывной рост цен удалось взять под контроль: в

1976-м инфляция опустилась ниже 5%. Однако на фоне экономического роста в США она вновь начала набирать обороты, а геополитические события привели к значительному снижению поставок нефти, подорожавшей в результате в несколько раз. Как итог, в 1980-х инфляция в США достигала 14%, а ключевая ставка была поднята до недостижимых на сегодня 20%.

Для рынка решение ФРС станет очередной встряской, которая может послужить поводом для распродаж. На фоне исторически слабой доходности конца сентября и с учетом новых прогнозов регулятора мы можем увидеть снижение S&P 500 на 3-4%. Однако в октябре ситуация начнет меняться. Канун предпраздничного сезона, как правило, выступает сильным драйвером роста для рынков. Закончить хотелось бы традиционным для этого года советом: при такой сильной экономике стоит оставаться в рынке, но хеджировать свои позиции на фоне низкой волатильности. Один из примеров модельного портфеля вы можете получить у своего консультанта или в стратегическом обзоре на четвертый квартал, который будет доступен на следующей неделе.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4260–4500 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global



Важные новости

8 сентября ФРС представила статистику объема выданных потребительских кредитов (без учета ипотеки) за июль, зафиксировав его увеличение до \$4,99 трлн. За месяц показатель повысился на \$10,6 млрд, что существенно ниже ожиданий на уровне \$16 млрд и июньского уровня \$14 млрд.

11 сентября Управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов США (FDA) одобрило применение обновленных вакцин Pfizer (PFE) и Moderna (MRNA) от COVID-19 для взрослых и детей в возрасте от шести месяцев и старше. Число случаев госпитализации пациентов, заразившихся коронавирусом, растет в США, Европе и Азии, однако остается существенно ниже предыдущих пиковых уровней.

Согласно представленным в ежемесячном отчете ОПЕК прогнозам, в четвертом квартале мировой дефицит нефти может превысить 3 млн баррелей в сутки, достигнув максимальных отметок за 16 лет. Ожидаемое уменьшение предложения связано с решением Саудовской Аравии и России продлить до конца года добровольное ограничение добычи и экспорта нефти на 1 млн и 0,3 млн баррелей в сутки соответственно.

Потребительская инфляция в США за август ускорилась до 0,6% м/м после 0,2% в июле. Стержневой показатель (без учета топлива и продуктов питания) повысился 0,3% м/м при консенсусе и результате предыдущего месяца на уровне 0,2%. Основным драйвером роста стал взлет цен на нефтепродукты.

Актуальные тренды

Обзор на 20 сентября

Глобальная картина

С начала до середины сентября индекс S&P 500 оставался под давлением: его потери составили 1,4%. За тот же период Dow Jones и NASDAQ 100 снизились на 0,6% и 1,9% соответственно. В течение первой декады месяца настроения risk-off приобрели особенно выраженный характер. Инвесторы опасались в первую очередь дополнительного ужесточения ДКП с учетом влияния на экономику проинфляционных факторов. Так, предыдущая серия сильных макроданных, в частности статистика деловой активности в сервисном сегменте (от ISM), стала для участников рынка основанием считать текущий инфляционный тренд более устойчивым. Локальным вызовом стал скачок нефтяных котировок с начала сентября, который подогрел тревоги по поводу того, что дезинфляционный тренд может оказаться очень рваным и неустойчивым. Рост инфляционных опасений и более сильная макросреда подталкивали доходности гособлигаций США вверх с начала месяца, что также стимулировало «медвежий» настроения среди биржевых игроков. Августовская статистика потребительской инфляции оказалась близкой к прогнозам, поддержав инвесторов, несмотря на более сильные данные розничных продаж и производственной инфляции. Первая половина сентября завершилась на минорной ноте. Давление на рыночные настроения оказали и тревожные ожидания, связанные с заседанием ФРС, и распродажи в сегменте полупроводников на фоне замедления спроса TSMC на оборудование для производства. При этом мы отмечаем и признаки сильного сентимента на прошлой неделе. По данным Factset, приток средств инвесторов в фонды акций за этот период составил рекордные за несколько месяцев \$24,8 млрд. Хотя сезон отчетности за третий квартал официально не стартовал (Factset фиксирует публикацию результатов лишь семи эмитентов), релизы ряда компаний, в частности Oracle (ORCL) и Adobe (ADBE), оказались достаточно сильными и стали важными ориентирами для инвесторов. Фактическая EPS этих эмитентов превысила прогнозы на 3,5% и 3% соответственно. Разочарование участников торгов вызвали осторожные гайдены руководства обоих ИТ-гигантов. Вкупе с «раздутием» оценок с начала года это привело к массовой фиксации прибыли по их бумагам. В то же время логистическая корпорация FedEx (FDX), несмотря на достаточно слабый отчет, смогла порадовать инвесторов прогнозом EPS.

До конца месяца наиболее значимыми для инвесторов будут релизы Costco (COST), Cintas (CTAS), Micron (MU), Paychex (PAYX), Accenture (ACN), Nike (NKE), Carnival Corp (CCL), CarMax (KMX)

Макроэкономическая статистика

Макроданные последних двух недель были разнородными, но преимущественно позитивными. Так, статистика базовой инфляции (Core CPI) за август отразила ее замедление до 4,3% г/г, что оказалось на уровне прогнозов. Причем рынок проигнорировал ускорение общей инфляции (CPI) до 3,7% г/г при консенсусе 3,6% на фоне ожидаемого негативного эффекта от роста нефтяных цен. Розничные продажи в августе увеличились на 0,6% м/м (консенсус: 0,1%), а их рост без учета объемов реализации автомобильного топлива оказался слабее ожиданий (+0,16%/0,3%). Повышение импортных цен и темпы производственной инфляции превзошли прогнозы, что усилило опасения в отношении дальнейшей динамики инфляции. Между тем краткосрочные (год) и среднесрочные (пять лет) инфляционные ожидания населения снизились.

В следующие две недели в фокусе рынка будет статистика деловой активности, рынка жилья, а также расходов и доходов на личное потребление.

Монетарная политика ФРС

По итогам заседания 20 сентября ФРС ожидаемо сохранила процентные ставки в диапазоне 5,25–5,5%. Экономические прогнозы были существенно улучшены. Регулятор ориентируется на рост ВВП в 2023–2024 годах на 2,1% и 1,5% соответственно, тогда как в июне в прогнозы закладывалось повышение базового показателя экономики лишь на 1% и 1,1%. Гайденс по базовому индексу PCE на текущий год был понижен с 3,9% до 3,7% при сохранении ориентира на отметке 2,6% на 2024-й. Джером Пауэлл вновь повторил, что «мягкая посадка» экономики остается вероятным сценарием, хотя указал на сохранение рисков неопределенности. Торговая сессия 20 сентября завершилась распродажами, так как прогнозы в отношении ставок на 2024–2025 годы оказались существенно выше предыдущих, кроме того, глава ФРС заявил о вероятности более высокой нейтральной ставки.

Техническая картина

По итогам торгов 20 сентября S&P 500 опустился до нижней границы восходящего тренда. Сохранение давления со стороны «медведей» может вытеснить котировки индекса за его пределы. Зона поддержки около крайних точек диапазона 4350–4370 пунктов способна стимулировать консолидацию и последующее восстановление. На текущий момент это выглядит базовым сценарием. Если бенчмарк закрепится ниже 4350–4370 пунктов, это может привести к изменению технической картины и стать «медвежьим» триггером для рынка.



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
FTNT	FORTINET, INC.	Программное обеспечение	47 474	2023-09-15	60	75	2024-09-14	24%	Покупать
GOOGL	ALPHABET INC.	Интерактивные медиа и сервисы	1 626 107	2023-09-01	138	151	2024-08-31	9%	Держать
BIDU	BAIDU	Информационные технологии	38 357	2023-08-18	134	180	2024-08-17	34%	Покупать
AMT	AMERICAN TOWER CORP.	Коммерческая недвижимость	83 689	2023-08-04	180	224	2024-08-03	25%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	36 684	2023-07-24	253	339	2024-07-23	34%	Покупать
AMD	ADVANCED MICRO DEVICES, INC.	Производство полупроводников	165 396	2023-08-01	102	145	2024-07-31	42%	Покупать
LTHM	LIVENT CORP.	Химическая промышленность	3 596	2023-05-15	20	33	2024-05-14	65%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	8 566	2023-05-01	13	23	2024-04-30	75%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	24 946	2023-06-01	114	230	2024-05-31	102%	Покупать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	1 697	2023-08-18	8	10	2024-08-17	20%	Покупать
T	AT&T INC.	Телекоммуникационные услуги	107 878	2023-07-26	15	16	2024-07-25	6%	Держать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	66 197	2023-08-18	116	134	2024-08-17	15%	Покупать
MRTX	MIRATI THERAPEUTICS, INC.	Биотехнологии	2 223	2023-08-18	32	54	2024-08-17	70%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 436 244	2023-08-03	140	170	2024-08-02	21%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	1 455	2023-08-18	5	12	2024-08-17	148%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	13 335	2023-07-25	60	82	2024-07-24	38%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	19 130	2023-08-18	83	109	2024-08-17	31%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	150 515	2023-08-18	97	115	2024-08-17	19%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	26 929	2023-08-18	32	38	2024-08-17	20%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	3 062	2023-08-03	14	28	2024-08-02	99%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	1 653	2023-08-18	5	8	2024-08-17	76%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	12 852	2023-08-18	94	115	2024-08-17	23%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	3 406	2023-08-18	6	12	2024-08-17	88%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	866	2023-08-18	2	6	2024-08-17	162%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	125 829	2023-08-02	113	135	2024-08-01	20%	Покупать

Инвестиционный
обзор №279
22 сентября 2023
ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

ORACLE

11 сентября на постмаркете **Oracle Corp. (ORCL)** представила относительно слабые результаты по итогам прошедшего квартала и дала осторожные прогнозы на текущий. Ожидания ускоренного развертывания инфраструктурных мощностей не оправдали себя. Вероятно, Oracle не удалось получить от NVIDIA оборудование в необходимых объемах, что привело к замедлению роста выручки. Тем не менее импульс в сегменте современных облачных решений Oracle остается сильным, долгосрочные перспективы благоприятны, но динамика в ближайшие кварталы вызывает опасения. Доходы от базовых SaaS-продуктов продолжают демонстрировать замедление роста. Фокус на эффективности бизнеса сохраняется, но низкие уровни обратного выкупа заставляют задуматься об адекватности оценки Oracle.

Выручка Oracle за квартал выросла на 8,8% г/г, до \$12,45 млрд, как и ожидал рынок, что оказалось немного ниже середины гайденса менеджмента в диапазоне 8–10% г/г.

Органический рост выручки (без учета поступлений от Cerner в объеме около \$1,5 млрд) в фиксированной валюте составил около 9% г/г. Скорректированная EPS выросла на 15,5%, до \$1,19, на 3,5% превысив ожидания рынка. Но в целом результаты получились более скромными, чем прогнозировалось. Менеджмент фокусируется на эффективности бизнеса, но такой подход к росту был не единственной причиной слабых результатов. Вероятно, Oracle не смогла получить желаемый объем оборудования от NVIDIA, чтобы расширить свои мощности.

Рост выручки от облачных вычислительных мощностей и ПО (Cloud IaaS + SaaS) демонстрирует замедление. Общий показатель также недотянул до ориентиров. Тем не менее, если ориентироваться только на современные облачные решения, позитивный импульс сохраняется. Реализация положительного потенциала ограничена дефицитом оборудования NVIDIA и осторожной стратегией развития самой компании. Основными драйверами роста бизнеса остаются облачный сегмент (инфраструктура + ПО). В отчетном периоде выручка без учета эффекта валютных курсов (ВК) увеличилась на 29% г/г после 55% г/г в предыдущем квартале. Более слабые, чем ожидалось, результаты показал сегмент инфраструктурных услуг. Особенно это проявилось в сегменте SaaS. В фиксированной валюте рост выручки от инфраструктурных решений (IaaS) замедлился с +77% г/г до +66% г/г. Темпы роста направления программных решений (SaaS) в фиксированной валюте ускорились всего на 17% г/г по сравнению с 47% г/г в предыдущем квартале.

Выручка облачного инфраструктурного сегмента без учета хостинга увеличилась на 72% г/г после 65% кварталом ранее, активизировалось использование мощностей инфраструктуры.

Важным драйвером роста бизнеса наряду с облачным, инфраструктурным и SaaS-сегментами являются продукты облачных баз данных (Exadata Cloud Services + Autonomous Database), доходы которых повысились на 44% г/г.

Среди важных достижений Oracle удвоение объема закупок мощностей для обучения ИИ-моделей за квартал. Также стало известно, что xAI Илона Маска выбрала Oracle для обучения своих моделей.

Выручка базовых продуктов Oracle Fusion Cloud ERP и NetSuite Cloud ERP в фиксированной валюте увеличилась на 20% и 21% г/г соответственно, что также существенно медленнее, чем в предыдущих периодах.

Объем портфеля контрактов к исполнению (Remaining Performance Obligations) составил \$65 млрд против \$62,3 млрд кварталом ранее. Темпы роста RPO замедлились и уже отстают от выручки.

Компания продолжает работать над повышением эффективности, что проявляется на операционном уровне. Операционная маржа Non-GAAP за отчетный период сократилась с 41,8% до 40,6%, что в целом совпадает с ожиданиями рынка. При росте мощностей, в том числе за рубежом, компания стремится поддерживать высокие уровни маржи. Давление на нее сохраняется из-за неполной загрузки новых ЦД. Тем не менее стоит отметить, что валовая маржа Non-GAAP IaaS продолжает расти по мере увеличения масштаба облачной инфраструктуры Oracle. Интеграция и оптимизация Cerner продолжается, что также оказывает давление на рентабельность. В целом операционная маржа поднялась до 27% при 26%, ожидаемых рынком.

Oracle не получила необходимое оборудование от NVIDIA, что также сказалось на темпах роста выручки в отчетном квартале. Очередное снижение объемов обратного выкупа вызывает вопросы. Компания продолжает демонстрировать высокие показатели денежного потока (FCF), но темпы роста бизнеса не отвечают ожиданиям рынка, так как Oracle сохраняет баланс между эффективностью и развитием. Несмотря на оптимистичные комментарии менеджмента относительно спроса на инфраструктуру и услуги, негативная динамика капитальных затрат (CAPEX) вызывает вопросы. За отчетный период показатель был сокращен с \$1,9 млрд и \$2,6 млрд в предыдущие два квартала, до \$1,3 млрд, что не соответствует общерыночному тренду. Компания плотно сотрудничает с NVIDIA, особенно в сегменте здравоохранения. Последний квартальный отчет NVIDIA настраивал рынок на большие объемы поставок ИИ-чипов, в частности для Oracle, но надежды не оправдались. Мы склоняемся к тому, что NVIDIA предпочла нарастить поставки оборудования конкурентам, что в целом заметно по динамике CAPEX таких компаний, как Microsoft, Alphabet и Amazon (увеличившей расходы на AWS). Совет директоров утвердил дивиденды на уровне прошлого квартала – \$0,40. В свою очередь, объемы обратного выкупа акций ORCL в прошедшем периоде остались довольно низкими (~\$150 млн). Это может означать, что менеджмент расценивает текущие уровни котировок как близкие к справедливым.

В отсутствие достаточных объемов серверных мощностей собственный прогноз на этот квартал также оказался более консервативным. Менеджмент рассчитывает повысить выручку (с учетом Cerner) на 3–5% г/г (+5–7% без учета эффекта ВК), что стало большим разочарованием для рынка, ожидавшего роста на 8% г/г. Ориентир Oracle для облачного сегмента (с учетом Cerner) предполагает рост выручки на 29–31% г/г (27–29% без учета эффекта ВК), разводненная EPS Non-GAAP ожидается в пределах \$1,30–1,34 (+7–11% г/г) при консенсусе \$1,34. В ближайшем квартале менеджмент планирует заключить несколько крупных договоров, в частности, два контракта на сумму свыше \$1 млрд есть у Cerner. Также должна состояться консолидация ERP-систем всех девяти коммунальных компаний, принадлежащих Berkshire Hathaway. Мы понижаем целевую цену по акции ORCL со \$120 до \$115 и сохраняем рекомендацию «держать».

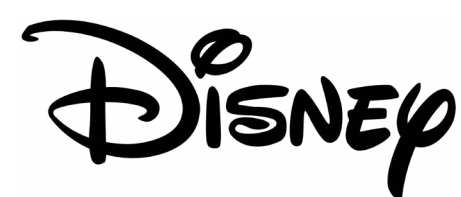
Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



11 сентября агентство Reuters сообщило, что **Disney (DIS)** и Charter, провайдер интернета и кабельного ТВ в США, договорились об условиях сотрудничества. Ранее Disney отключила трансляцию своего контента через принадлежащий Charter сервис кабельного ТВ Spectrum во время показа матча ESPN из-за разногласий между партнерами. По данным CNBC, соглашение предусматривает:

- Доступ к стриминговому сервису ESPN+ и рекламной подписке на Disney+ для определенных тарифов Spectrum
- Доступ к контенту сервиса на базе ESPN после его полноценного запуска (у ESPN+ ограниченная база контента) для ряда тарифов Spectrum
- Повышение комиссий, которые Charter перечисляет Disney

Ранее мы предполагали, что достаточно резкие действия Disney (отключение трансляции во время матча) приведут к тому, что итоговые условия соглашения будут более выгодны корпорации. Размер согласованных с партнером комиссий для Disney пока не раскрывается, поэтому оценить коммерческий эффект для компании пока невозможно. Мы в любом случае считаем большим плюсом для сторон достижение договоренностей, которые позволят продолжить сотрудничество. За неделю к 15 сентября котировки акций DIS выросли на 5%, а 19 сентября в моменте корректировались на 3% на новости, что за 10 лет на инвестиции в сегмент парков и развлечений компания планирует направить \$60 млрд. Для сравнения: общий объем капитальных затрат компании в 2022 году составил \$5 млрд.



12 сентября **Apple (AAPL)** провела традиционную презентацию Apple Wonderlust, на которой, как обычно, были представлены ее новые продукты. Во время презентации котировки AAPL падали на 2,5%, но завершились торги снижением акций компании на 1,71%. На презентации менеджмент представил новое поколение своего смартфона (iPhone 15, iPhone 15 Plus, iPhone 15 Pro и iPhone 15 Pro Max), умных часов Apple Watch (Series 9 и Ultra 2), а также обновленные под USB-C наушники. Представители компании еще раз рассказали об обновленной линейке ПК и представленной этим летом гарнитуре Apple Vision Pro, выход которой на рынок по-прежнему планируется в начале следующего года. Много говорили об экологической повестке и том, как компания движется к полной углеродной нейтральности.

Причинами негативной динамики котировок AAPL на фоне проведения презентации стали:

- Отсутствие кардинально новых технологических решений, которые могли бы ускорить цикл обновления смартфонов и стимулировать продажи
- Фактический отказ повышения цен на iPhone

Помимо релиза нового функционала и технических деталей для инвесторов были очень важны анонс цен на новые устройства и объявление дат старта продаж. Перед презентацией ожидалось, что Apple оставит без изменения цену на iPhone 15 и iPhone 15 Plus, параллельно подняв стоимость двух «старших» моделей – iPhone 15 Pro и iPhone 15 Pro Max на \$100. В реальности все сложилось немного иначе: три более новые модели сохранили цены на уровне предыдущего поколения. Лишь iPhone 15 Pro Max подорожал на \$100, но только потому, что минимальный объем памяти «старших» моделей был установлен на уровне 256 ГБ против 128 ГБ в 14-м поколении. Тем не менее отметим, что продажи моделей с минимальным объемом памяти обычно составляют 40–60% от общего объема реализации устройств нового поколения, и ключевое значение имеет как раз повышение минимальной цены. Вероятно, Apple предпочла пожертвовать небольшим объемом маржи ради сохранения более сильных рыночных позиций. Сейчас минимальная цена iPhone 15 Pro Max 256 ГБ соответствует такой же стоимости Samsung Galaxy S23 Ultra 256 ГБ и составляет около \$1200. С учетом ожиданий дальнейшего ужесточения Федрезервом монетарных условий, что приведет к укреплению доллара, а также ввиду усиления конкуренции на азиатских рынках, в особенности в Китае, в долгосрочной перспективе данное решение мы считаем верным.

В то же время для инвесторов это неприятные новости, ведь на рынке смартфонов вклад ценовой динамики в итоговый результат выручки зачастую имеет более существенное значение для компании, чем другие факторы. Apple здесь не исключение. Приятным сюрпризом стало то, что, несмотря на ранее поступавшую информацию о технических трудностях с дисплеями LG для iPhone 15 Pro и iPhone 15 Pro Max, старт продаж всех четырех моделей будет одновременным. Предзаказы принимаются с 15 сентября, а продажи начались 22-го.

Что касается детальной оценки новых продуктов, можно констатировать, что сюрпризов они не принесли. Технологических новшеств, которые могли бы стимулировать ускорение цикла модернизации смартфонов, представлено не было, кардинально ничто не изменилось. Многие участники рынка отмечают, что новое поколение iPhone не стимулирует к замене устройства.

Наиболее интересным техническим моментом презентации стало представление выдающихся возможностей нового чипа A17 Pro, используемого в последних версиях iPhone 15 Pro и iPhone 15 Pro Max. По факту это первая мобильная однокристальная система (SoC) и в целом первый потребительский чип, произведенный по техпроцессу 3-нм. Напомним, что чипы Apple выпускает тайваньская TSMC. Новое поколение чипов имеет схожую с предыдущим архитектуру, но с преимуществами во всех аспектах. По техническим характеристикам устройства на A17 Pro приближаются к ноутбукам, особенно по возможностям для игр. Apple усовершенствовала GPU-блок, который стал на 20% мощнее, чем в A16 Bionic. При этом новый чип обзавелся аппаратным ускорением трассировки лучей (ray tracing)

Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

и технологией апскейлинга MetalFX Upscaling, которая позволяет существенно снизить нагрузку на графическое ядро (GPU). Аналогичные по сути технологии используются в самых современных потребительских графических процессорах от NVIDIA, AMD и Intel.

Данный технологический рывок позволяет запускать на новых iPhone Pro полноценные современные компьютерные игры. На презентации менеджмент упомянул культовые Resident Evil Village, Resident Evil 4 Remake от японской студии CAPCOM, Death Stranding, а также новый Assassin's Creed Mirage от Ubisoft. Это существенно усиливает позиции компании на рынке мобильного гейминга, позволяя ее смартфонам конкурировать за кошельки покупателей портативных игровых консолей, таких как Steam Deck, Nintendo Switch и других.

Новое поколение чипа (S9) получили также умные часы Apple Watch. Благодаря этому Siri теперь обрабатывает запросы на устройстве без доступа в интернет и подключения к iPhone. В целом дальнейшее развитие собственных полупроводников Apple открывает большие возможности именно для сферы ИИ, где остро стоит вопрос защиты персональных данных. Более мощные чипы со специализированными ИИ-блоками, такими как Neural Engine, позволяют использовать ИИ-модели непосредственно на устройствах, без доступа в интернет и обращения к облачным серверам, что решает проблемы безопасности данных. По пути развития собственных ИИ-чипов для потребительской электроники идут крупнейшие компании отрасли: Qualcomm, Intel, AMD и другие.

По итогам первого дня приема заказов на новые устройства опасения рынка относительно слабого спроса не оправдались. Время ожидания доставки при заказе на официальном сайте новых iPhone Pro в США уже составляет около четырех недель, а для iPhone 15 Pro Max этот срок оценивается от пяти до семи недель, что является рекордными уровнями за последние семь лет. Указанные сроки ожидания поставки iPhone 15 и iPhone 15 Plus в целом отражает устойчивый тренд, наблюдаемый в последние годы. Доля продаж премиальных моделей iPhone расширяется, что положительно скажется на динамике средней цены реализации смартфонов Apple и позволит обеспечить более высокие темпы роста выручки. В Китае спрос остается очень сильным, что частично снимает опасения относительно изменения предпочтений местных потребителей из-за нового обострения конфликта между Вашингтоном и Пекином. Несмотря на относительно высокий спрос и дефицит устройств на рынке, о кардинальном изменении конъюнктуры речь не идет: снимается лишь часть опасений наиболее скептически настроенных участников инвестсообщества. Не до конца ясна ситуация с техническими проблемами в дисплеях LG для iPhone 15 Pro и iPhone 15 Pro Max, которые как раз и могли вызвать увеличение сроков ожидания заказа.

American Airlines

13 сентября обновленный гайденс на третий квартал представил один из ведущих авиаперевозчиков **American Airlines (AAL)**. Ожидания в отношении выручки существенных изменений не претерпели. В фокусе внимания инвесторов оказался прогноз операционной маржи. С начала июля цены на авиатопливо поднялись уже на 40% на фоне удорожания нефти, что вызывает опасения у участников рынка. Однако American Airlines прогнозирует повышение средней цены авиакеросина на 13–14%, а совокупные расходы на топливо в составе затрат оценивает примерно в 25–30%. Эти расчеты привели к пересмотру ориентиров рентабельности с 8–10% до 4–5%. Также компания отмечает ретровыплаты летчикам по новому контракту, которые отняли у ожидаемой маржи дополнительно 1,7 п.п. Прогноз EPS на третий квартал снижен с \$0,85–0,95 до \$0,2–0,3. Котировки AAL на этом фоне скорректировались от достигнутых ранее пиков на 30%. Оценки резко начали пересматриваться в сторону снижения. В этой ситуации Delta Airlines (DAL) выглядела более уверенно за счет наличия у нее ряда преимуществ перед конкурентом. Менеджмент этого перевозчика теперь прогнозирует операционную маржу на уровне 13%, что очень близко к изначальному ориентиру. За счет дочернего НПЗ компания способна частично компенсировать негативное влияние роста цен на топливо. Дополнительным плюсом для бизнеса стало то, что обновленный контракт Delta с основным персоналом уже давно вступил в силу. В стремлении достичь баланса между предложением и спросом после его прошлогоднего всплеска цены на авиабилеты, особенно внутри США, активно двинулись вниз. Международные перелеты остаются достаточно востребованными и продолжают тренд на восстановление к объемам 2019 года. На этом фоне цены в сегменте корректируются не так активно, а на некоторых маршрутах только растут. В то же время сохранение повышенной волатильности в ценах на углеводороды продолжит давить на котировки авиакомпаний, в первую очередь на лоукостеры. Обновленные гайденсы Spirit Airlines (SAVE) и Frontier (ULCC) наглядно демонстрируют сложившуюся ситуацию. Эти перевозчики работают на внутреннем рынке, где цены на авиабилеты начали корректироваться достаточно быстро. Из-за высокого операционного рычага доналоговая рентабельность этих компаний прогнозируется между –15,5% и –14,5% против предыдущего ориентира в диапазоне от –7,5 до –5,5%. Компании с экспозицией на международный рынок остаются достаточно недооцененными, хотя динамика их акций на данный момент диктуется общим сентиментом в отрасли.



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

moderna

13 сентября **Moderna (MRNA)** провела день R&D, на котором представила клинические обновления и планы по развитию пайплайна на горизонте ближайших лет. Эта публикация стала для инвесторов подробным ответом на вопрос о том, как компания собирается развиваться в постковидный период. В частности, представители Moderna объявили, что в течение пяти лет намерены запустить до 15 новых продуктов в онкологическом сегменте и в направлении терапии редких и инфекционных заболеваний. Для поддержания развития пайплайна с 2024-го по 2028 год планируется направить на R&D \$25 млрд. Новые разработки, по ожиданиям компании, смогут генерировать \$10-15 млрд выручки в год к 2028-му в дополнение к ожидаемым поступлениям в объеме \$8-15 млрд от франшизы средств от респираторных заболеваний, ожидаемой к этому периоду.

Особое внимание было уделено вакцине mRNA-1010 от сезонного гриппа. По итогам III фазы испытаний этого продукта были достигнуты основные конечные точки с доказанным в отдельном сравнительном исследовании преимуществом перед конкурирующим Fluzone HD от Sanofi. Данных тестирования на этапе P303 достаточно для подачи заявки на ускоренное одобрение препарата FDA. Вероятно, это будет сделано до конца текущего года. При этом компания намерена провести дополнительный набор участников для испытаний фазы P302, которые намечены на период сезонной вспышки заболеваемости гриппом. Полученные данные смогут обогатить уже поданную заявку и улучшить шансы на вывод продукта на рынок в 2024-2025 году.

Во время пандемии Moderna трансформировалась из малой биотехнологической компании в крупного игрока фарминдустрии и намерена далее вести бизнес как «большая фарма», реинвестируя полученную прибыль в создание новых продуктов. Возможность генерирования повторяющейся выручки на долгосрочном горизонте и стремление к валовой рентабельности на уровне ведущих конкурентов (75-80%) дает рынку четкий сигнал о переходе Moderna из статуса монобиотеха (с одним успешным продуктом) в разряд широко диверсифицированного фармацевтического бизнеса.



Инвестиционная идея

Fortinet – киберзащитник широкого профиля

Активное развитие в перспективной индустрии кибербезопасности и недооцененность по мультипликаторам делает привлекательными инвестиции в бумаги FTNT

Тикер	FTNT
Цена акций на момент анализа	\$63,10
Целевая цена акций	\$75,00
Потенциал роста	18,86%

Основанная в 2000 году Fortinet (FTNT) со штаб-квартирой в Саннивейле, Калифорния, специализируется на разработке и продвижении программного обеспечения, решений и сервисов в области информационной безопасности, таких как межсетевые экраны, антивирусные программы, системы предотвращения вторжений и обеспечения безопасности конечных точек. По объему выручки компания занимает четвертое место в своем секторе.

Ключевые инвестиционные тезисы:

- **Уверенное улучшение основных бизнес-метрик.** Хотя финансовые показатели Fortinet за последний отчетный квартал недотянули до ожиданий рынка, двузначные темпы роста удалось сохранить. Доходы от подписок и сервисов увеличились на 30,3% г/г (рост выше 30% фиксируется второй квартал подряд), главным образом за счет повышения цен. Доходы сегмента продукции поднялись на 17,9% г/г в результате остающегося сильным спроса со стороны малого и среднего бизнеса. Мы прогнозируем сохранение активного улучшения финансовых показателей эмитента в долгосрочной перспективе. Устойчивый рост бизнеса обеспечат перекрестные продажи в сетях и системах безопасности, повышение цен и цикличность продаж таких продуктов, как виртуальные брандмауэры и OT (опе-

рационные технологии). Fortinet ожидает дальнейшего прогресса по своему решению SASE, сосредоточив внимание на интеграции и универсальном решении Zero Trust.

- **Лидирующее положение в индустрии сетевой безопасности.** На протяжении последних трех лет Fortinet удается опережать ближайших конкурентов по темпам роста продуктовой выручки. Доходы этого направления у Fortinet за второй квартал увеличились на 17,9% г/г, тогда как Check Point Software Technologies зафиксировала их снижение на 6,8% г/г, а у Palo Alto Networks и Cisco Systems рост составил 10,8% и 17,4% г/г соответственно. При этом форвардный мультипликатор P/E 2024 у Fortinet равняется 37,7x при 44,9x у Palo Alto Networks, 50,8x у ServiceNow, 68,4x у Gitlab. Это сигнализирует о недооцененности эмитента.
- **Перспективы индустрии.** Согласно прогнозам независимых аналитических агентств, в 2023 году мировой рынок кибербезопасности может достичь оценки \$166 млрд (+10,7% г/г). Ориентир в отношении CAGR (средние показатели ежегодного роста) на 2023–2028 годы предполагает темп около +10,48% г/г. В случае реализации этого сценария к 2028 году индустрия будет оцениваться в \$274 млрд против \$150 млрд в 2022-м. Кибербезопасность остается одним из самых перспективных направлений в индустрии на фоне все повышающегося числа кибе-

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



Инвестиционный
обзор №279

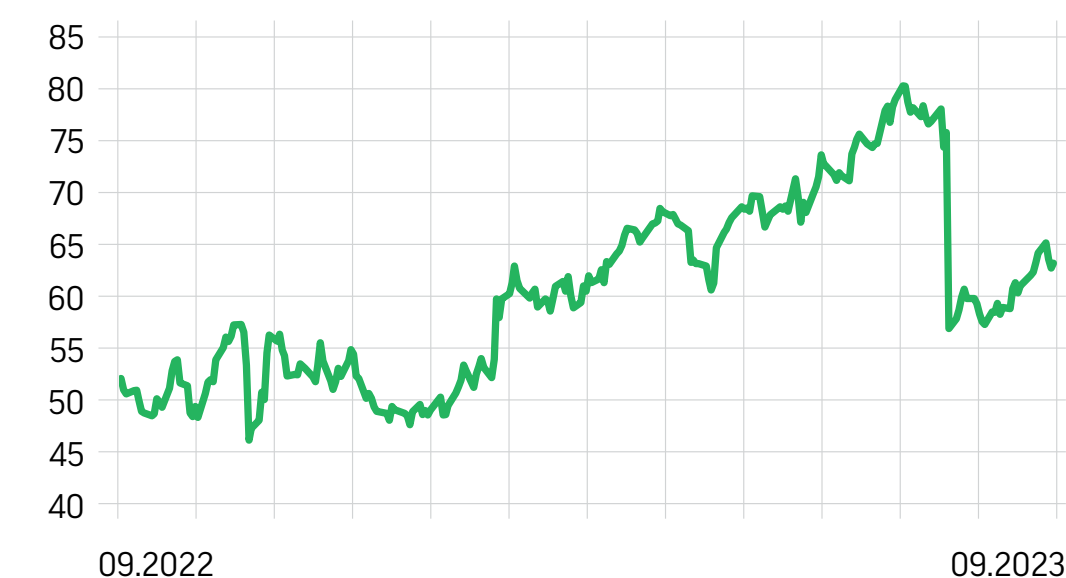
22 сентября 2023

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
FTNT	1,2%	(1,4%)	3,8%	22,5%	44,5%
S&P 500	0,8%	1,2%	0,3%	3,0%	14,2%
Russell 2000	1,5%	1,0%	(1,8%)	(1,1%)	4,1%
DJ Industrial Average	1,0%	1,2%	(1,1%)	2,7%	12,1%
NASDAQ Composite Index	0,8%	1,3%	1,0%	2,2%	18,8%

Динамика котировок FTNT, \$



Инвестиционная идея

ругроз. В 2022 году в мире было зафиксировано около 16,8 млн кибератак. Ущерб от них Statista оценила в \$7,1 трлн, а к 2028 году, по прогно-

зам экспертов, он может приблизиться к \$13,8 трлн.
 • Наш таргет по FTNT – \$75, рекомендация – «покупать».

Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Выручка	2 594	3 342	4 417	5 405	6 364	7 512	9 324	10 424	12 052
Основные расходы	546	753	1 047	1 295	1 515	1 753	1 890	2 118	2 334
Валовая прибыль	2 024	2 559	3 333	4 113	4 858	5 807	7 020	8 305	9 718
SG&A	1 258	1 599	2 020	2 584	3 034	3 576	4 153	4 992	5 897
EBITDA	767	960	1 312	1 530	1 824	2 231	2 867	3 313	3 822
Амортизация	69	84	104	126	160	206	225	240	138
EBIT	698	876	1 208	1 403	1 664	2 025	2 642	3 073	3 684
Процентные выплаты (доходы)	-14	22	14	-58	-59	-93	-271	-246	-227
EBT	712	854	1 194	1 462	1 723	2 118	2 913	3 320	3 912
Налоги	150	179	203	234	281	322	516	589	693
Чистая прибыль	563	666	962	1 201	1 411	1 730	2 396	2 731	3 218
Dilluted EPS	\$0,67	\$0,80	\$1,19	\$1,51	\$1,74	\$2,11	\$2,10	\$2,35	\$2,77
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-

Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global




Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	n/a	146%	96%	65%	33%	28%	26%
ROA	15%	14%	12%	12%	11%	11%	10%
ROCE	29%	26%	19%	16%	14%	12%	10%
Выручка/Активы	0,71x	0,62x	0,55x	0,51x	1,11x	1,13x	0,74x
Кэф. покрытия процентов	53,61x	65,53x	77,22x	91,39x	202,68x	209,50x	213,69x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Валовая маржа	78%	77%	75%	76%	76%	77%	75%	80%	81%
Маржа по EBITDA	30%	29%	30%	28%	29%	30%	31%	32%	32%
Маржа по чистой прибыли	22%	20%	22%	22%	22%	23%	26%	26%	27%

Опционная идея

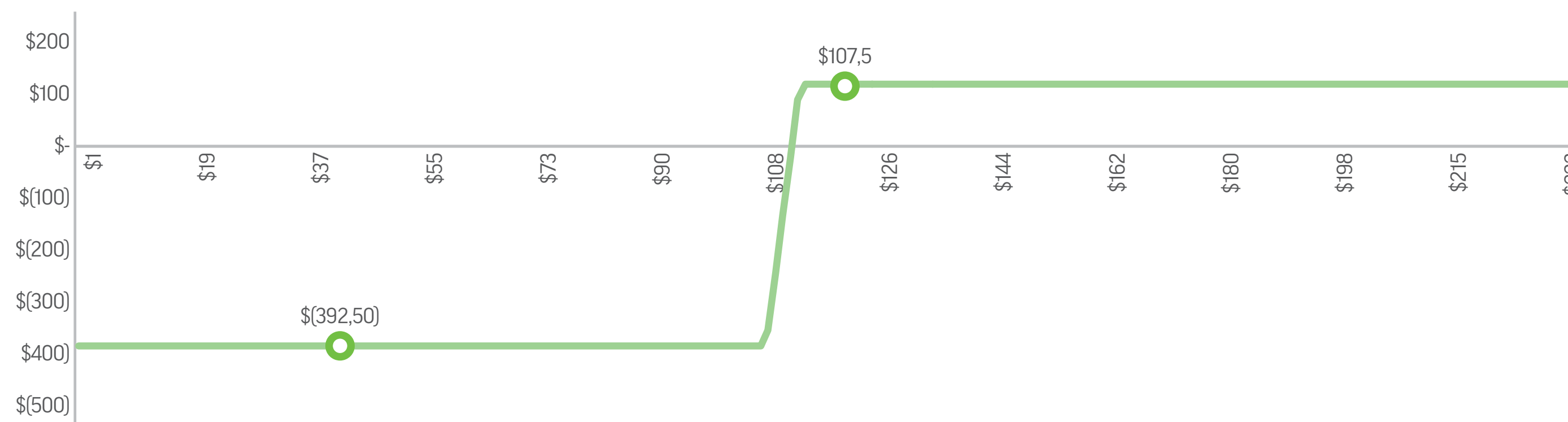
PUT CREDIT SPREAD ON DKS



Инвестиционный тезис

Dick's Sporting Goods (DKS) – крупнейшая сеть магазинов спортивных товаров в США, входящая в список Fortune 500. Акции DKS обвалились более чем на 20% сразу после публикации результатов за второй квартал. Основной причиной падения стало снижение прогнозов прибыли, главным образом связанное с участившимися случаями воровства, а также более слабым спросом, чем изначально ожидалось. Однако за исключением этих моментов квартальные результаты ретейлера нельзя назвать разочаровывающими. Компании удалось увеличить количество транзакций и расширить свою долю рынка. Сопоставимые продажи Dick's Sporting Goods превзошли консенсус, компания продолжила открытие новых магазинов. Общий объем продаж за квартал увеличился на 3,6% г/г, до \$3,2 млрд, однако оказался на \$20 млн ниже средних прогнозов. В то же время продажи в сопоставимых магазинах увеличились на 1,8%, что на 1,1% превзошло общерыночные ожидания. Валовая прибыль снизилась с прошлогодних 36% и 36,5% в первом квартале до 34,4%. Схожую динамику продемонстрировала и операционная прибыль розничной сети. Компания по-прежнему прогнозирует рост сопоставимых продаж на 2%, однако ориентир в отношении прибыли на акцию был пересмотрен с \$12,9–13,8 до \$11,5–12,3. По нашему мнению, основной негатив от отчетности второго квартала уже заложен в цену акции ретейлера. Мы рассчитываем, что к моменту экспирации опционов 20 октября 2023 года котировка DKS будет выше \$107.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Параметры сделки

Продажа	Put Credit Spread on DKS
Страйки	Long PUT 102; Short PUT 107
Покупка	+DKS*DAK102
Продажа	+DKS*DAK107
Дата экспирации	20.10.2023
Маржинальное обеспечение	\$500
Максимальная прибыль	\$108
Максимальный убыток	\$392
Ожидаемая прибыль	22%
Точка безубыточности	\$105,93

Управление позицией

Если в день экспирации 20 октября 2023-го цена базового актива будет выше страйк-цены проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$143. При цене базового актива в диапазоне \$102–107, убыток будет варьироваться, при этом необходимо продать эквивалентное количество лотов (100 акций) DKS для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$392. В позицию необходимо заходить до 2 октября 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
DKS	Покупать	PUT \$102	20.10.2023	0,850	\$ (107,50)	-0,160	0,025	0,074	-0,035	29,65%	88%	55%	44%	45%
	Продавать	PUT \$107	20.10.2023	1,925		-0,319	0,041	0,115	-0,045					

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global



Databricks

Databricks занимается аналитикой данных на основе ИИ. Эту компанию из Сан-Франциско в середине сентября признали одним из самых высоко оцененных стартапов. Databricks привлекла \$500 млн в рамках раунда финансирования серии I, который возглавила инвестиционная компания T. Rowe Price Associates. В результате сделки капитализация Databricks достигла \$43 млрд. Финансирование стартапу предоставила также NVIDIA. Databricks развивает продукты, позволяющие пользователям работать со структурированными данными в едином пространстве без привлечения дополнительных систем. В июне компания объявила, что ее годовая выручка перевалила за \$1 млрд, и достигла соглашения о приобретении MosaicML за \$1,3 млрд, что дополнило платформу компании по структурированию данных Lakehouse генеративным ИИ.



Lyten

Lyten занимается производством литий-серных батарей, которые, по ее подсчетам, требуют меньшего расхода материалов, но обеспечивают более высокую плотность энергии. Именно этот вид аккумуляторов может в дальнейшем сыграть важную роль в ускорении электрификации автомобильной и аэрокосмической отраслей. Сырье для литий-серных батарей можно добывать в Северной Америке или Европе, что повысит региональный суверенитет поставок. В июне Lyten открыла первый завод по производству батарей в Калифорнии и планирует представить свой коммерческий продукт в конце текущего года. Продажи батарей могут начаться в следующем году. 12 сентября стало известно о привлечении стартапом \$200 млн в инвестраунде серии B, который возглавила инвестиционная компания Prime Movers Lab. Также среди инвесторов отметился автоконцерн Stellantis, который намерен участвовать в тестировании батарей Lyten.

Ascend Elements

Ascend Elements производит экологически чистые материалы для аккумуляторов электромобилей путем переработки вторичного сырья. В число клиентов Ascend Elements входят Honda и SK Battery America. В этом году компания заключила ряд соглашений с производителями батарей и автоконцернами на поставку переработанного карбоната лития, которое используется в качестве сырья. 6 сентября Ascend Elements провела инвестраунд серии D, в котором привлекла \$460 млн, в первую очередь от Decarbonization Partners (совместное предприятие, созданное BlackRock и Temasek для финансирования компаний, работающих в области декарбонизации). Полученные средства Ascend Elements планирует направить на строительство предприятия по производству катодных материалов в Хопкинсвилле, штат Кентукки.



Stack AV

Stack AV – разработчик систем автономного вождения для грузовиков на базе ИИ. Менеджмент стартапа – это основатели закрытой в прошлом году компании Argo AI, которая также работала над технологиями автономного вождения. Этот бизнес пришлось свернуть из-за отказа от финансирования со стороны стратегических инвесторов Volkswagen и Ford. 7 сентября стало известно, что по итогам инвестраунда серии A компании удалось привлечь \$1 млрд от SoftBank. У Stack AV пока нет официальной штаб-квартиры, в ее штате 150 сотрудников. Стартап стремится разработать новые способы транспортировки грузов на предприятиях, развивая решения для преодоления актуальных для сектора грузоперевозок проблем, таких как высокие расходы на эксплуатацию транспортных средств, нехватка водителей и повышенный уровень вредных выбросов.



IPO Smith Douglas Homes Corp

Домострой по-американски

6 сентября заявку на IPO подал девелопер жилой недвижимости Smith Douglas Homes, оперирующий на Юго-Востоке США. Среди андеррайтеров размещения – JPMorgan, BofA Securities, RBC Capital



Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global

Чем интересна компания:

- **О компании.** Smith Douglas Home, которая специализируется на строительстве частного жилья на Юго-Востоке США, за свою 15-летнюю историю построила 10 тыс. домов. В 2022-м девелопер вывел на рынок 2,2 тыс. домов, заняв 38-е место в рейтинге Builder 100 на текущий год. Годом ранее компания получила в этом списке 43-ю строчку, предложив покупателям 1848 домов, а в 2014-м ей принадлежала в рейтинге 83-я позиция после вывода в продажу 472 домов. На данный момент компания намерена расширить бизнес в южных штатах США. В июле 2023 года Smith Douglas приобрела активы регионального девелопера Devon Street Homes, который в 2022-м построил 324 дома.
- **Конкурентные преимущества.** Smith Douglas отличает эффективная производственная платформа, которая обеспечивает сокращение строительного цикла и высокую валовую прибыль после сдачи готового объекта (база данных в режиме реального времени для управления производственным процессом). Девелопер работает по бизнес-модели Land-light, подразумевающей приобретение земельных участков посредством заключения контрактов с опционами на лоты. В результате потенциальный экономический риск неисполнения обязательств обычно ограничивается суммой депозита, что снижает риск и увеличивает прибыль. Еще одним плюсом Smith Douglas является экспансия в новые регионы США.
- **Потенциальный рынок.** По данным Mordor Intelligence, рынок жилищного строительства в Северной Америке в 2022-м оценивался в \$950 млрд, а к 2028-му прогнозируется его рост

до \$1,2 трлн. Осуществлению этих прогнозов будет способствовать реализация текущего отложенного спроса на жилую недвижимость, а также ожидаемое снижение ставок по кредитам.

- **Финансовые показатели.** Выручка Smith Douglas в 2022 году увеличилась на 45,5%, за первое полугодие 2023-го ее рост замедлился до 7,4%. Маржа EBIT с 12% в 2021 году повысилась до 18,59% по итогам 2022-го и составила 17,03% за первое полугодие 2023 года.



Обзор перед IPO

Эмитент	Smith Douglas Homes
Тикер	SDHC
Биржа	NYSE
Объем к размещению	\$100 млн
Андеррайтеры	J.P. Morgan, BofA Securities, RBC Capital, Wells Fargo, Wolfe Nomura Alliance.



KASE пора остыть

Появившиеся признаки перекупленности способна нивелировать пауза в развитии «бычьего» тренда

В последние две недели индекс KASE продолжал обновлять исторические максимумы. Ситуация на казахстанских фондовых площадках напоминает сценарий 2021 года, когда ралли августа-сентября подпитывалось мощным ростом цен на уран и на акции Казатомпрома. Однако статистически осень обычно не становится периодом активного развития восходящих трендов на рынке Казахстана. Довольно часто в одном из осенних месяцев наблюдается передышка после летнего ралли.

Абсолютным лидером роста в первой половине сентября стали акции Казатомпрома. Цены на уран вернулись на 12-летние максимумы, установленные перед аварией на Фукусиме в марте 2011 года. Спрос на металл был простимулирован рядом государств, в том числе США, Францией и Южной Кореей, которые нацелены на поддержание энергетической независимости путем продления срока службы существующего парка ядерных реакторов. Акции Казатомпрома достигли нашего фундаментального таргета на отметке 16 тыс. тенге, рассчитанного в конце августа по результатам анализа отчетности за второй квартал. Практически все наши предположения, которые мы высказывали в середине июня в идею на покупку акций KZAP, реализовались. Единственное, что активного роста в бумагах компании мы ожидали

чуть позже – в октябре. На 5% подорожали акции Казмунайгаза, в основном за счет корреляции с растущей нефтью, которая на момент написания обзора достигла отметки \$95.

Прошедшие две недели также отметились интересными корпоративными событиями. Инвесторы обратили внимание на гигантские объемы торгов в акциях Казахтелекома 11 сентября. Оборот составил 34 млрд тенге, и это третий по размеру результат для однодневных торгов за последние 10 лет. Позже стало известно о сделке купли/продажи 9% акций KZTK внутри группы Jusan. Затем появилась новость о том, что на 27 октября Казахтелеком назначил ВОСА, одним из пунктов повестки которого станет вопрос о выплате дивидендов за 2022 год, обсуждение которых было ранее отложено основным акционером Самрук-Казына. Интерес также вызывает планируемое SPO KEGOC, которое может состояться до конца текущего года.

На валютном рынке доллар в паре с тенге поднялся выше уровней сопротивления, несмотря на позитивную динамику в ценах на нефть и наши ожидания, предполагавшие благоприятное влияние анонсированного рекордно высокого для 2023 года объема продаж американской валюты из Нацфонда.

Ожидания и стратегия

В этом году летнее-осеннее ралли прошло по плану: индекс KASE обновил исторические максимумы. На рынке присутствуют признаки перекупленности, которые способна нивелировать небольшая пауза в развитии «бычьего» тренда. Это необязательно означает начало снижения. Мы больше склоняемся к сценарию замедления роста при сохранении позиций в восходящем канале. Исторически в осенний период KASE скорее склонен к умеренно позитивной динамике, нежели к глубоким падениям. Риски коррекции присутствуют в акциях Казатомпрома, хотя пока сильных сигналов графики не фиксируют. Мы полагаем, что большинство бумаг, входящих в индекс, в ближайшие две недели покажут боковую динамику.

чуть позже – в октябре. На 5% подорожали акции Казмунайгаза, в основном за счет корреляции с растущей нефтью, которая на момент написания обзора достигла отметки \$95.

Прошедшие две недели также отметились интересными корпоративными событиями. Инвесторы обратили внимание на гигантские объемы торгов в акциях Казахтелекома 11 сентября. Оборот составил 34 млрд тенге, и это третий по размеру результат для однодневных торгов за последние 10 лет. Позже стало известно о сделке купли/продажи 9% акций KZTK внутри группы Jusan. Затем появилась новость о том, что на 27 октября Казахтелеком назначил ВОСА, одним из пунктов повестки которого станет вопрос о выплате дивидендов за 2022 год, обсуждение которых было ранее отложено основным акционером Самрук-Казына. Интерес также вызывает планируемое SPO KEGOC, которое может состояться до конца текущего года.

На валютном рынке доллар в паре с тенге поднялся выше уровней сопротивления, несмотря на позитивную динамику в ценах на нефть и наши ожидания, предполагавшие благоприятное влияние анонсированного рекордно высокого для 2023 года объема продаж американской валюты из Нацфонда.

Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	04.09.23	18.09.23	
Индекс KASE	3 843,63	3 967,45	3,2%
Казатомпром (GDR)	32,45	36,90	13,7%
Казатомпром (KASE)	14 323,89	16 090,00	12,3%
Казмунайгаз (KASE)	11 350,00	11 920,00	5,0%
Халык Банк (KASE)	146,00	149,85	2,6%
Казахтелеком (KASE)	33 300,00	33 899,99	1,8%
Kcell (KASE)	1 971,00	1 993,80	1,2%
Банк ЦентрКредит (KASE)	686,34	693,51	1,0%
KEGOC (KASE)	1 575,10	1 575,00	0,0%
Kaspi (KASE)	46 650,00	45 992,00	-1,4%
Казтрансойл (KASE)	840,00	819,99	-2,4%
Kaspi (GDR)	99,00	96,40	-2,6%
Халык Банк (GDR)	14,00	13,50	-3,6%



- **С января по август ВВП Казахстана увеличился на 4,9%.** В реальном секторе рост базового показателя экономики составил 4,4%, в сфере услуг – 4,8%. Министерство национальной экономики подчеркивает, что положительная динамика была зафиксирована по всем основным отраслям экономики. Наилучшие показатели отмечены в строительстве, торговле, информационном и коммуникационном секторах.
- **KEGOC проведет допэмиссию в размере 6% в преддверии SPO.** Компания по управлению электрическими сетями KEGOC увеличит число объявленных обыкновенных акций на 15,3 млн штук. Согласно решению внеочередного собрания акционеров, допэмиссия составит 5,8% от общего количества бумаг эмитента, равного 260 млн.
- **АО First Heartland Jusan Bank сообщило о приобретении 9% обыкновенных акций Казахтелекома.** Объем сделок в акциях Казахтелекома 11 сентября составил примерно 9%, что соответствует релизу Jusan Bank о приобретении 983 тыс. обыкновенных бумаг компании на открытых торгах. Напомним, что банк также владеет 9,08% акций Kcell.

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

Инвестиционная идея

Netflix. История успеха: продолжение следует

Расширение аудитории Netflix и высокий потенциал роста доходов способствует достижению ее акциями таргета тенге к концу текущего года

Причины для покупки:

- **Расширение пользовательской базы.** Аудитория Netflix (NFLX) пополнилась почти 6 млн подписчиков, обеспечив максимальный для первого квартала прирост за три года. Менеджмент компании объясняет эту динамику запуском платного совместного использования стриминга. Компания отметила, что количество новых подписчиков уже превысило количество отмен от клиентов, которые были против этой меры. В письме акционерам Netflix прогнозирует ускорение роста доходов во втором полугодии 2023-го под влиянием позитивного эффекта платного совместного пользования сервисом и расширения аудитории с тарифом, включающим рекламу. Активное увеличение пользовательской базы, зафиксированное в июне, продолжилось и в следующем месяце, хотя и более умеренными темпами. При этом июльский результат оказался самым высоким среди всех стриминговых компаний. По статистике, собранной поставщиком рыночных данных Antenna, аудитория Netflix в июне пополнилась 3,5 млн подписчиков, в июле – 2,6 млн. Примерно 64% из них выбрали наиболее выгодные для компании премиальные или стандартные планы. Netflix больше не предлагает свой базовый план без рекламы новым или постоянным пользователям, что, вероятно, и обусловило выбор более высоких тарифов. Кроме того, по данным Antenna, стандартный план с рекламой предпочли 23% новых подписчиков сервиса.
- **Возобновление роста доходов Netflix.** В первом квартале Netflix зафиксировала увеличение средней выручки с подписчика по тарифу с рекламной поддержкой в США по сравнению с поступлениями от стандартного плана. По мере развития в рекламном сегменте его прибыль должна продолжить увеличиваться. Компания рассчитывает на существенное ускорение роста доходов в четвертом квартале за счет поступлений от рекламы и расши-

рения базы подписчиков. По данным Netflix, около 100 млн его зрителей во всем мире пользуются ее сервисом со стороннего аккаунта. Запрет на совместное пользование позволит компании существенно увеличить аудиторию и нарастить доход с подписчика.

- **Техническая картина.** С момента IPO акции NFLX движутся в восходящем канале. С 20 июля по 29 августа котировки консолидировались, а в начале сентября отскочили вверх, что стало стартом нового этапа среднесрочного ралли. Технические индикаторы сигнализируют о возможности продолжения роста до верхней границы канала на уровне 12 250 тенге с последующей коррекцией, за которой позитивная динамика возобновится. Это дает основание ожидать, что до конца текущего года акция на KASE достигнет фундаментальной цели на отметке 13 000 тенге.



NETFLIX

Netflix, Inc

Тикер на KASE	NFLX_KZ
Цена на момент анализа	415 USD
Целевая цена	507 USD
Потенциал роста	22 %

Динамика акций на KASE



Российский рынок

Равнение на облигации

Банк России повысил ключевую ставку до 13% годовых, что способствует перетоку инвестиций из долевых бумаг в долговые

Российские фондовые площадки после продолжавшегося в течение восьми месяцев восходящего тренда перешли к спокойной динамике. Сезон отчетов практически завершился. Новостной фон нейтрален. Заметных позитивных драйверов, за исключением информационного фона для отдельных секторов, не просматривается. При этом за август сделки на бирже заключило рекордное число частных инвесторов – 3,4 млн, а их общее количество достигло 26,8 млн (+1,5% м/м) с долей на рынке акций 82%.

Одна из причин охлаждения интереса к акциям в том, что Банк России повысил ключевую ставку на 100 б.п., до 13% годовых. Это решение оказалось в рамках ожиданий участников рынка, поэтому заметной реакции на валютном рынке оно не вызвало. В то же время после ужесточения монетарных условий вверх пошли доходности облигаций, что привело к ослаблению спроса на акции (за исключением отдельных бумаг), а также к перетоку средств в ОФЗ и наиболее надежные и ликвидные корпоративные бонды. Глава ЦБ Эльвира Набиуллина предупредила инвестсообщество, что жесткая денежно-кредитная политика может сохраниться надолго. В результате кривая доходности ОФЗ почти выпрямилась: на дальнем конце она превышает 11%, а ближние к погашению бумаги тор-

гуются с доходностью 11,75%.

Повышение ключевой ставки в сентябре с высокой вероятностью означает, что до конца года монетарная политика ужесточаться не будет. Инфляция в августе достигла 5,2% г/г, а к концу года ускорится до 6–7%. Облигации сейчас выглядят интереснее, чем депозиты. Дивидендная доходность на горизонте года к текущим котировкам также заметно ниже. Физлица наращивают покупки облигаций, их доля в торговых оборотах в этом сегменте достигла 36%. На рынке долевых бумаг интерес концентрируется преимущественно в отдельных эмитентах финансового сектора и в нефтегазе. Стимулом для покупки акций по широкому рынку может стать ослабление рубля. Пара USD/RUB торгуется преимущественно в диапазоне 95–98. Ситуация с ликвидностью на бирже в последние дни улучшилась, но подобное наблюдалось и ранее. Динамика рубля в среднесрочной перспективе будет зависеть от баланса внешней торговли и от государственной политики. В последнее время появились сигналы, указывающие на то, что планируется защищать рубль от резкого обесценения, сохранив при этом режим плавающего курса.

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



Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	01.09.23	15.09.23	
MOEX	3 228	3 153	-2,32%
PTC	1 054	1 029	-2,37%
Золото	1 943	1 926	-0,87%
Brent	88,54	94,31	6,52%
EUR/RUB	104,24	102,94	-1,25%
USD/RUB	96,42	96,50	0,08%
CNY/RUB	13,265	13,216	-0,37%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс Мосбиржи после небольшой коррекции колеблется в диапазоне 3100–3200 пунктов, PTC с начала сентября консолидируется в пределах 1000–1060 пунктов. Пара USD/RUB торговалась преимущественно в диапазоне 95–98.



Российский рынок

Ожидаем

Предполагаем, что динамика на фондовом рынке будет смешанной. Лидерами роста могут стать отдельные бумаги финансового и нефтегазового сегмента, но их потенциал ограничен уже продемонстрированным уверенным повышением котировок. Эффект от увеличения цен на нефть сдерживается боковой динамикой рубля. Наиболее привлекательными инструментами на горизонте нескольких недель, а возможно, и месяцев, будут облигации, особенно с фиксированным купоном. Ориентир для индекса МосБиржи: коридор 3000–3100 пунктов. Прогноз для пары USD/RUB: диапазон 95–100.

Наша стратегия

Продолжаем рекомендовать ситуативную торговлю бумагами первого-второго эшелона с учетом новостной и технической картины, а также внешнего фона. Интерес может сместиться с акций в сторону облигаций с фиксированной доходностью, драйвером роста которой является повышение ключевой ставки.

**Инвестиционный
обзор №279**

22 сентября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Татнефть отчиталась за первое полугодие по МСФО сокращением выручки на 21% г/г, до 623,9 млрд руб., со снижением операционной прибыли на 38% г/г, до 157,4 млрд руб. При этом компания получила прибыль по курсовым разницам в размере 29,6 млрд руб. против убытка 61,9 млрд руб. годом ранее. Чистая прибыль увеличилась на 6% г/г, достигнув 147,7 млрд руб.



Выручка **Fix Price** за январь-июнь по МСФО повысилась на 3% г/г, до 135,7 млрд руб. Операционная прибыль сократилась на 16% г/г, до 16,3 млрд руб. Скорректированная EBITDA (IFRS 16) составила 24,1 млрд руб. Чистая прибыль ретейлера увеличилась в 3,5 раза, достигнув 19,5 млрд руб. Сопоставимые продажи сократились на 7,9% г/г на фоне эффекта высокой базы прошлого года. Число магазинов сети достигло 6,04 тыс. Торговая площадь расширилась на 15% г/г, до 1,3 млн кв. м.



Казаньоргсинтез представил отдельные результаты по международным стандартам за первые шесть месяцев 2023-го. Выручка компании оказалась равна 51 460 млн руб. при операционной прибыли 11 594 млн и чистой прибыли 9876 млн руб. Показатели за сопоставимый период в прошлом году не раскрывались.



Сбербанк представил отчетность за январь-август по РСБУ. За этот период лидер российского финансового сектора сгенерировал 999 млрд руб. прибыли, выдал 819 тыс. жилищных кредитов на сумму 2,7 трлн руб. (+6% г/г), нарастил портфель кредитных карт на 25,8%, 1,4 трлн руб., а также расширил розничный и корпоративный кредитные портфели на 18% и 17,6% – до 14,2 трлн и 22,1 трлн руб. соответственно.



Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global



Акция	01.09.2023	15.09.2023	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1428,4	1307,2	-8,49%
НЛМК	203,12	192,82	-5,07%
ММК	55,365	52,1	-5,90%
ГМК Норникель	16808	16440	-2,19%
Распадская	362,35	349,9	-3,44%
АЛРОСА	82	77,35	-5,67%
Полюс	11801	11609	-1,63%
Мечел, ао	205,33	195	-5,03%
Мечел, ап	235,7	226,25	-4,01%
Русал	41,97	42,555	1,39%
Polymetal	557,3	557,3	0,00%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	265	260,89	-1,55%
Сбербанк, ап	264,76	260,24	-1,71%
ВТБ	0,028905	0,027015	-6,54%
ТКС, гдр	3650	3514	-3,73%
МКБ	7,063	6,831	-3,28%
МосБиржа	168,81	176,3	4,44%
СПБ Биржа	180,5	173	-4,16%
QIWI plc	678,5	640	-5,67%
ЭсЭфАй	534	503,8	-5,66%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	178,85	174,3	-2,54%
НОВАТЭК	1695	1656,4	-2,28%
Роснефть	558,9	562	0,55%
Сургут, ао	31,45	30,495	-3,04%
Сургут, ап	49,65	49,67	0,04%
ЛУКОЙЛ	6823	6561,5	-3,83%
Башнефть, ао	1926,5	1954	1,43%
Башнефть, ап	1453,5	1457,5	0,28%
Газпром нефть	657,2	665,5	1,26%
Татнефть, ао	594	612,4	3,10%
Татнефть, ап	586,3	594,9	1,47%
Прочие компании			
Yandex N.V.	2691	2588	-3,83%
VK	742	655	-11,73%
HeadHunter	3692	3485	-5,61%
Группа Позитив	2365	2415,6	2,14%
Whoosh	242,81	222,36	-8,42%
АФК Система	18,4	17,593	-4,39%
CIAN	910	769,2	-15,47%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	01.09.2023	15.09.2023	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,19	4,2915	2,42%
РусГидро	0,994	0,9104	-8,41%
ОГК-2	0,678	0,6415	-5,38%
Юнипро	2,531	2,441	-3,56%
ТГК-1	0,01272	0,011074	-12,94%
Эл5 Энерго	0,782	0,771	-1,41%
Мосэнерго	3,0485	3,082	1,10%
Россети - ФСК	0,132	0,1266	-4,09%
Потребительский сектор			
Магнит	6090	5808	-4,63%
X5	2322	2414,5	3,98%
Лента	782,5	757,5	-3,19%
Детский мир	68,16	66,1	-3,02%
М.видео	196,9	199,5	1,32%
OZON, адр	2832	2795	-1,31%
Fix Price	435	408,4	-6,11%
O'Key Group	38,11	38,94	2,18%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	283,45	277,75	-2,01%
Ростелеком, ао	75,96	74,42	-2,03%
Ростелеком, ап	72,15	70,45	-2,36%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	44,06	41,43	-5,97%
НМТП	15,72	13,785	-12,31%
ДВМП	109,95	105,14	-4,37%
GLTR, гдр	717,25	680,9	-5,07%
Совкомфлот	114,2	111	-2,80%
Строительство			
ГК ПИК	823,8	782,9	-4,96%
Группа ЛСР	756,8	725	-4,20%
Самолет	3816	3774	-1,10%
InGrad	1762	1686	-4,31%
Эталон	93,9	88,7	-5,54%

В течение последних двух недель на российских фондовых площадках преобладала негативная динамика. Скорректировалось большинство акций металлургического сектора, банков, транспорта, телекомов, девелоперов и ИТ-компаний. Расписки CIAN без новостей просели более чем на 15%. Лидерами роста стали акции МосБиржи, Татнефти и X5.

Красный сентябрь

Снижение большинства локальных акций открывает возможности для входа в позиции по привлекательным ценам

За первые две недели осени основной фондовый индекс локальной биржи Egre Blue упал на 4,44%, до 1740 пунктов.

В красный сектор переместились все эмитенты в нашем покрытии, кроме товарно-сырьевой биржи (URTS) и автопроизводителя УзАвто Моторс (UZMT).

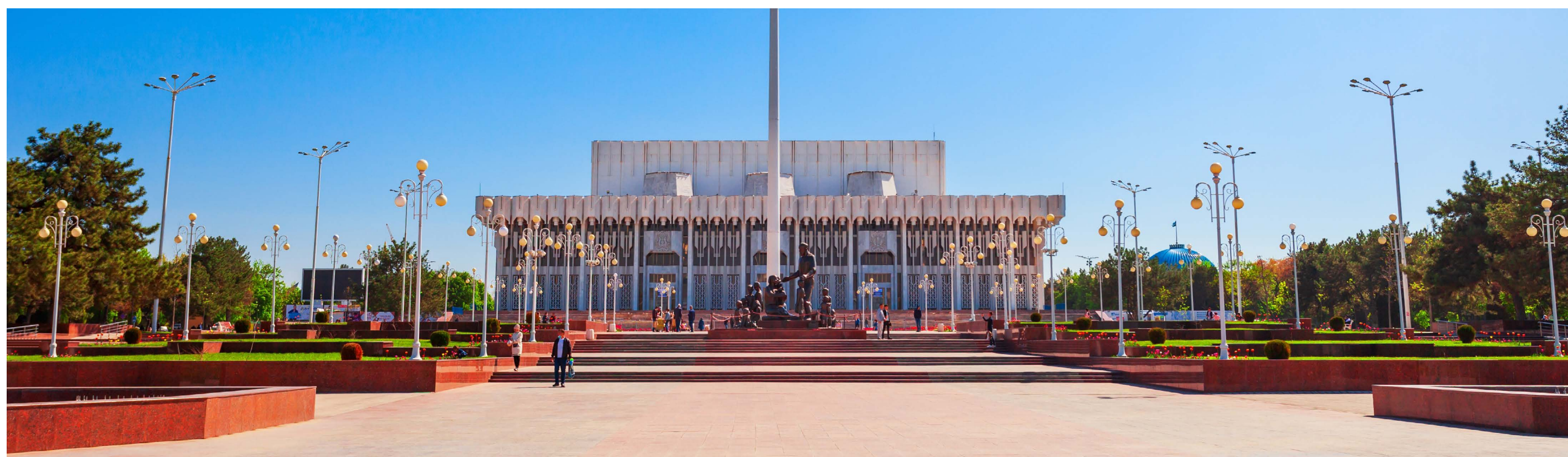
Лидерами падения за рассматриваемый период стали бумаги Кува-сайцемента (-16,05%), Кизилкумцемента (-14,97%) и Узметкомбината (-8,74%).

Из важных экономических новостей выделим решение ЦБ оставить ключевую ставку на уровне 14% годовых. В Нацбанке отметили, что, несмотря на замедление инфляционных процессов в экономике,

цены на некоторые группы товаров продолжают расти. В этой связи, по мнению регулятора, для удержания инфляции в рамках годового прогноза необходимо сохранить текущие монетарные условия, способствующие также устранению влияния внешних факторов на цены. По данным Статагентства, вышедшим в середине сентября, годовая инфляция в августе составила 9%. С учетом складывающихся внутренних и внешних экономических условий к концу года ЦБ ожидает показатель в пределах 8,5–9,5%. Ощущаемая населением инфляция в августе после шестимесячного падения увеличилась сразу на 1,7 процентных пункта – до 14,5%.

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 (НМКВ).



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	31.08.2023	15.09.2023	
Egre Blue	1 820,46	1 739,66	-4,44%
KVTS	1 939,58	1 803,00	-7,04%
QZSM	2 999,00	2 550,00	-14,97%
SQBN	10,29	10,10	-1,85%
URTS	18 120,00	18 450,00	1,82%
UZMK	8 000,00	7 301,00	-8,74%
KSCM	270 000,00	226 666,00	-16,05%
НМКВ	53,00	50,00	-5,66%
IPTB	0,93	0,91	-2,15%
UIRM	5 500,00	5 500,00	0,00%
UZMT	69 900,00	70 999,99	1,57%

Новости экономики

- 14 сентября правление ЦБ республики оставило ключевую ставку на уровне 14% годовых.
- Минэкономфину предложено до конца ноября представить правительству проект закона, предусматривающего освобождение от взимания налога на доходы физических лиц со средств, направляемых на индивидуальный инвестиционный счет для приобретения ценных бумаг, эмитированных на узбекистанском фондовом рынке, до 31 декабря 2028-го.
- С 1 октября правительство обязывает компании с долей госучастия от 50% и более после проведения IPO направлять на дивиденд не менее 30% чистой прибыли в течение не менее семи лет. Исключения из этого постановления регулируются отдельными правительственными актами.

Важные новости

- Годовое общее собрание акционеров Хамкорбанка (НМКВ) утвердило увеличение уставного капитала со 107,77 млрд до 323,32 млрд сумов, которое осуществлено за счет выпуска дополнительных акций. Эти бумаги считаются объектом налогообложения, однако владеющие ими физлица освобождены от уплаты данного налога. Средства, высвобожденные от уплаты налогов, будут выплачены акционерам-физлицам, зарегистрированным в реестре по состоянию на 16 августа 2023 года.
- Азиатский банк инфраструктурных инвестиций (АБИИ) купил зеленые еврооблигации Узпромстройбанка (SQBN). Объем размещения составлял \$100 млн, \$25 млн из которых инвестировал АБИИ. Привлеченные средства направят на финансовую поддержку природоохранных проектов.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global



DAX готовится к рывку

Сигнал от ЕЦБ о готовности поставить на паузу цикл повышения ставок может способствовать выходу основного бенчмарка из боковика вверх

Торговая неделя с 4 по 8 сентября для основного немецкого фондового индекса DAX прошла достаточно спокойно, завершившись снижением на 0,63%, до 15 740 пунктов. Слабонегативную динамику рынок демонстрировал в течение всей пятинедельки, причем в пятницу, несмотря на позитивное открытие торгов, в моменте опускался до 0,9%. Впрочем, это снижение было в тот же день откуплено. Главным инфоповодом начала недели стала статистика деловой активности (PMI) в сфере услуг Китая по версии Caixin/S&P за август, зафиксировавшая снижение показателя с июльских 54,1 пункта до 51,8. Это значение соответствует минимуму с декабря прошлого года, когда в КНР регулярно объявлялись масштабные локдауны. Еще одной негативной новостью для немецких рынков стали данные заказов в промышленности за июль, оказавшиеся хуже консенсуса аналитиков. На фоне статистики из Китая выраженное падение продемонстрировали производители предметов роскоши, добычные компании и эмитенты из технологического сектора. На котировки последних повлияли также сообщения о запрете на использование китайскими госслужащими iPhone. Эти же новости негативно отразились на акциях немецких поставщиков, например Infineon. Среди лидеров роста отметим химическую компанию Covestro, акции которой 8 сентября прибавили сразу 7,8% на новости о планируемом собрании совета директоров, посвященном переговорам о поглощении со стороны Abu Dhabi National Oil Company.

Ожидания и стратегия

За прошедшие две недели DAX не удалось преодолеть локальное сопротивление на отметке 16 050 пунктов. Тем не менее индекс сумел удержаться у поддержки в районе 15 650 пунктов, что повышает его шансы на отскок вверх и пробой указанного сопротивления с дальнейшим ростом к 16 300 пунктам. Тем не менее важно следить и за поддержкой: выход из боковика и вверх, и вниз, вероятнее всего, окажется резким.

С 11 по 15 сентября DAX поднялся почти на 1%, достигнув 15 894 пунктов. Основной рост пришелся на последние два дня этой недели. Он был обусловлен сигналами ЕЦБ о завершении текущего цикла ужесточения монетарных условий. На плановом заседании 14 сентября регулятор ожидаемо поднял базовую ставку до рекордных 4,5%. В то же время глава ЕЦБ Кристин Лагард явно намекнула на предстоящую паузу в этом цикле. Позитивной динамике рынка способствовали статданные из Китая за август, зафиксировавшие рост промпроизводства на 4,5% г/г после 3,7% в июле и при прогнозах на уровне 3,9%, а также увеличение розничных продаж на 4,6% против июльских 2,5%. Макростатистика из КНР способствовала восстановлению снизившихся недель ранее котировок эмитентов, связанных с Китаем. Давление на рост немецкого рынка оказали данные промпроизводства в ЕС, отразившие его снижение. Перед заседанием ЕЦБ был опубликован отчет по инфляции в США, достигшей максимума с июля 2022 года. Эта публикация вызвала опасения у участников торгов в преддверии решения европейского регулятора по ставке. Котировки ИТ-гиганта SAP 12 сентября просели почти на 2% на фоне более осторожных, чем ожидали аналитики, прогнозов американского конкурента Oracle в отношении квартальной выручки.

Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	01.09.23	15.09.23	
DAX Index	15 840,34	15 893,53	0,3%
UTDI GR Equity	17,71	19,48	10,0%
AT1 GR Equity	1,51	1,64	8,4%
HNR1 GR Equity	196,30	212,10	8,0%
1COV GR Equity	48,96	52,80	7,8%
VNA GR Equity	21,82	23,41	7,3%
LEG GR Equity	66,30	70,96	7,0%
MUV2 GR Equity	357,20	374,10	4,7%
RHM GR Equity	248,50	259,60	4,5%
DTE GR Equity	19,74	20,56	4,2%
BMW3 GR Equity	86,90	90,20	3,8%
DTG GR Equity	32,09	33,26	3,6%
ALV GR Equity	224,45	232,25	3,5%
BMW GR Equity	94,20	97,18	3,2%



Рынок Германии

Важные новости

- **Немецкий институт экономических исследований DIW и институт Ifo обновили прогнозы ВВП Германии на 2023 год.** В обоих случаях ожидается снижение базового показателя экономики на 0,4%, притом что предыдущий ориентир DIW предполагал спад лишь на 0,2%. Основными причинами ухудшения этих ожиданий стали низкое потребление домохозяйств и слабый экспорт вкупе с неблагоприятными тенденциями в экономике Китая.
- **Bloomberg узнал о планах властей ФРГ снизить экономические прогнозы.** Как сообщило агентство, правительство Германии пересмотрит ориентир в отношении динамики ВВП на 2023 год с роста на 0,4% (прогноз апреля) до снижения на 0,3%.
- **В Германии фиксируется спад заказов в промышленности.** В июле этот показатель упал сразу на 11,7% м/м, хотя консенсус предполагал снижение лишь на 4%. Тем не менее динамика за три последних месяца сигнализирует об увеличении объема заказов на 3,1% относительно февраля-апреля.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

RWE AG. На зеленой волне

Уверенные прогнозы прибыли, отсутствие долгов и стратегическая ориентация на устойчивое развитие обеспечивают привлекательность акций RWE для долгосрочных инвестиций

Причины для покупки:

- **Лидирующий производитель и поставщик электроэнергии и газа в ЕС.** Основанная около века назад RWE на сегодня стала ведущим игроком на европейском энергетическом рынке, особенно в Германии. Это обеспечивает ей стабильный долгосрочный потенциал роста. Курс развитых стран на достижение углеродной нейтральности к 2050 году улучшает перспективы компании, которая активно отказывается от использования традиционных ископаемых энергоносителей в пользу возобновляемых источников энергии, позиционируя себя как ключевой участник глобального энергетического перехода. Компания расширяет портфель возобновляемых источников энергии и планирует отказаться от использования на своих предприятиях угля в течение следующих семи лет.
- **Улучшение прогноза на 2023 год и финансовая устойчивость.** Компания пересмотрела ориентир по EBITDA с 5,8–6,4 млрд евро до 7,1–7,7 млрд на фоне высокой рентабельности газовых электростанций и превышения гайденса по прибыли торгового сегмента. Среднегодовой темп повышения выручки RWE за последние три года составляет 37,5%, что свидетельствует о стабильном спросе на ее услуги. Валовая прибыль компании увеличивается на 23,53%, чистая прибыль растет на 7,09%. При этом у RWE нет долговых обязательств, что обеспечивает финансовую стабильность и снижает риски для инвесторов. Возвратность собственного капитала (ROE) на уровне 13,35% указывает на эффективное использование капитала и привлекательность акций эмитента в глазах долгосрочных инвесторов, для которых первостепенное значение имеют стабильность и надежность вложений.

- **Привлекательные оценки.** Апсайд к средней целевой цене акции RWE на уровне 52,52 евро составляет около 45%. Показатель P/E Ratio на уровне 10,39 обеспечивает эмитенту статус одного из самых привлекательных для инвестиций в секторе коммунальных услуг: по этому мультипликатору RWE превосходит 70% сопоставимых компаний. Bernstein подтверждает рейтинг outperform с целевой ценой 48,50 евро, Goldman Sachs пересмотрел таргет до 54 евро, но подтверждает рекомендацию «покупать».



Среднесрочная идея

RWE AG

Тикер на Xetra	RWE
Текущая цена	41 евро
Целевая цена	75,4 евро
Потенциал роста	12,6%

Динамика акций RWE на Xetra





Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №279

22 сентября 2023

ffin.global

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

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев
capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов
vadim.merkulov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина
prglobal@ffin.kz

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

+7 7172 727 555, info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

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

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