

№282 2 ноября 2023 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Экономика на подъеме

Увеличение государственных и потребительских расходов обеспечило рост ВВП США в третьем квартале на впечатляющие 4,9% кв/кв

Казахстан

Пора обновить драйвера

Россия

Атака «медведей» отбита

Германия

Время выйти из минуса

Содержание



Рынок США. Экономика на подъеме.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Не рискуй – зарабатывай: изучаем активы с фиксированной доходностью.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 31 октября.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. Cross: выгодная покупка.....	12
Оptionная идея. PUT CREDIT SPREAD ON DKS.....	14
Обзор венчурных инвестиций.....	15
IPO PHI Group От винта!.....	16
Рынок Казахстана. Пора обновить драйвера.....	17
Инвестиционная идея. Kaspi.kz. Расширяя границы возможного.....	19
Российский рынок. Атака «медведей» отбита.....	20
Рынок Германии. Время выйти из минуса.....	25
Среднесрочная идея. SAP SE. Три слагаемых успеха.....	27
Новости Freedom Holding Corp.....	28
Контакты.....	29

Инвестиционный
обзор №282
2 ноября 2023
ffin.global

Фондовый рынок США

Экономика на подъеме

Увеличение государственных и потребительских расходов придает импульс американской экономике, рост которой в третьем квартале превзошел самые смелые ожидания рынка и достиг 4,9% кв/кв

По состоянию на 31.10.2023



Новости одной строкой:

- 19.10.2023** Количество проданных домов на вторичном рынке США в сентябре снизилось до минимума с октября 2010 года
- 19.10.2023** Недельное число первичных заявок на пособие по безработице достигло самой низкой отметки с января
- 24.10.2023** Баланс средств на счетах Минфина составил 870 млрд, увеличившись после поднятия потолка госдолга в начале июня на \$850 млрд
- 26.10.2023** Рост ВВП США в третьем квартале оказался равен 4,9% кв/кв, ускорившись более чем вдвое к значению за апрель-июнь

По состоянию на 31.10.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-2,50%	-3,61%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-2,62%	-2,74%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-2,11%	-3,35%
UUP	Доллар	0,44%	0,33%
FXE	Евро	-0,18%	0,63%
XLF	Финансовый сектор	-2,33%	-5,39%
XLE	Энергетический сектор	-6,24%	-8,16%
XLI	Промышленный сектор	-2,29%	-4,98%
XLK	Технологический сектор	-1,72%	-0,68%
XLU	Сектор коммунальных услуг	1,21%	-2,33%
XLV	Сектор здравоохранения	-3,84%	-4,62%
SLV	Серебро	-1,03%	2,32%
GLD	Золото	1,39%	6,92%
UNG	Газ	6,19%	7,14%
USO	Нефть	-2,90%	-5,48%
VXX	Индекс страха	2,34%	12,97%
EWJ	Япония	-0,53%	-5,26%
EWU	Великобритания	-1,95%	-4,10%
EWG	Германия	-1,67%	-4,22%
EWQ	Франция	-0,88%	-3,87%
EWI	Италия	-1,72%	-3,42%
GREK	Греция	1,16%	0,42%
EEM	Страны БРИК	-0,71%	-3,41%
EWZ	Бразилия	-0,03%	-0,43%
RTSI	Россия	4,35%	7,99%
INDA	Индия	-2,32%	-3,66%
FXI	Китай	2,56%	-2,80%

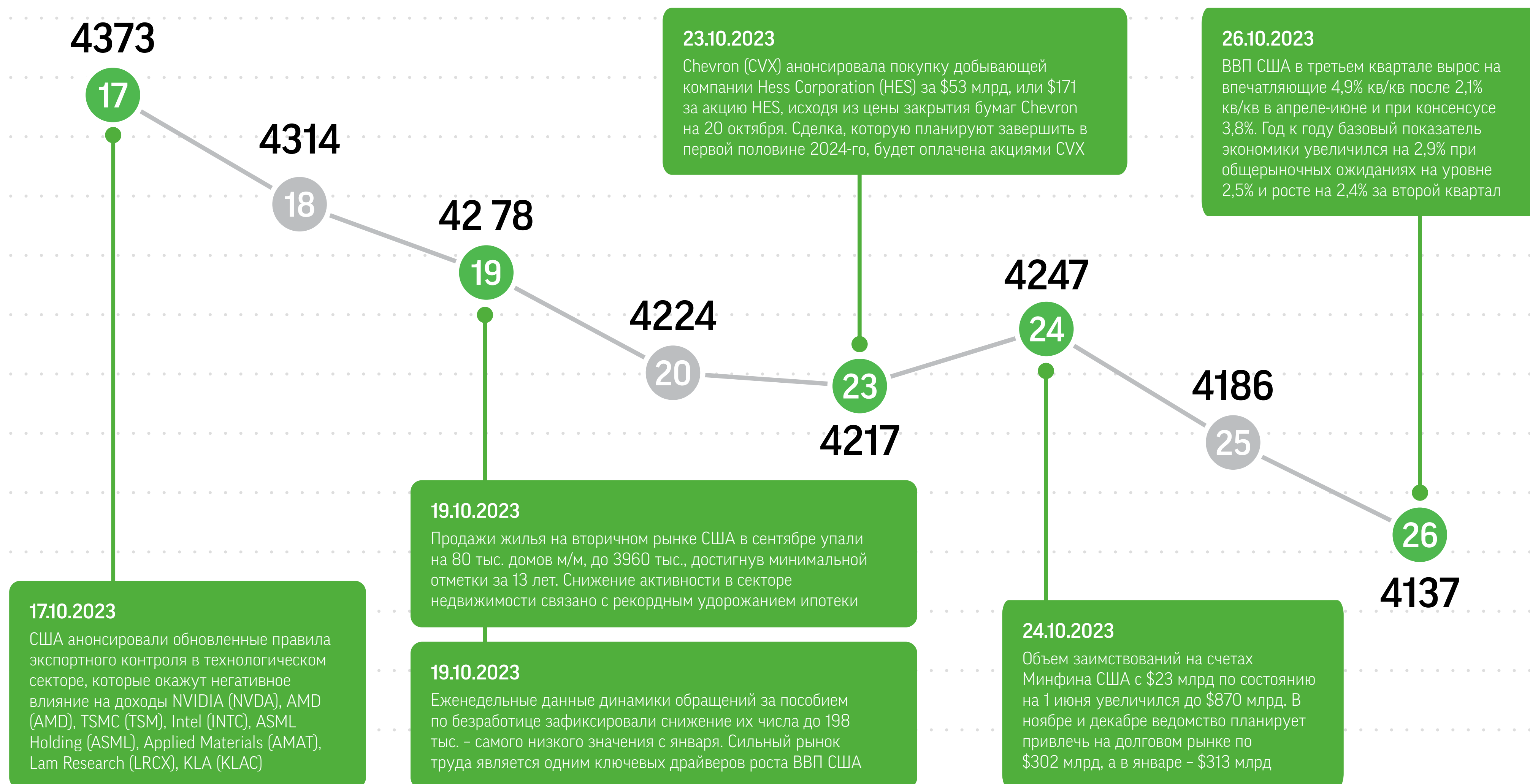


Инвестиционный
обзор №282
2 ноября 2023
ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (17.10.2023 – 26.10.2023)



Самое главное

Не рискуй – зарабатывай: изучаем активы с фиксированной доходностью

Начинающие инвесторы часто не до конца понимают термин «безрисковая доходность», хотя он является основополагающим в инвестиционной и финансовой сфере. Объясним на примере. Когда работник получает зарплату, это не совсем безрисковый доход, поскольку его могут уволить, а у компании есть ненулевая вероятность обанкротиться. В этом смысле банковский депозит менее рискован, так как застрахован регулятором. Например, в США сохранность средств гарантирует Федеральная корпорация по страхованию вкладов С (FDIC). Но непосредственное страхование вклада обеспечивает государство. То есть выходит, что лишь оно в состоянии обеспечить реальную безрисковую доходность.

На этой основе строится вся финансовая и инвестиционная теория: безрисковая доходность обеспечивается государством и активами, которые оно продает. В первую очередь это гособлигации (есть и другие, но для простоты сфокусируемся на них). Безусловно, государства бывают разные, поэтому индустрия определила, что безрисковую доходность дают лишь госбонды США, а остальные подобные инструменты более рискованны, и поэтому их доходности выше. Безрисковый статус получить непросто: нужно иметь идеальную историю без единого дефолта, также желательно, чтобы эмитируемая этим государством валюта входила в перечень резервных.

19 октября 2023-го доходность десятилетних трежерис США достигла 5% – максимума за последние 16 лет. Скорость ее роста удивляет, ведь еще в середине июля она была в районе 3,75%. Для казначейских бумаг это очень серьезное и быстрое изменение, ставшее следствием подъема ключевой ставки. Рынок наконец-то услышал слова руководителей ФРС о том, что ставка останется высокой надолго, и стал пересматривать свои ожидания. Это привело к распродаже «длинных» бондов.

Для рядовых инвесторов это означает, что при выборе активов нужно ориентироваться на доходность 5% годовых в долларах и что это должен быть депозит или похожий инструмент без риска. Поскольку речь идет о десятилетних облигациях, при вложении

в них инвестор зафиксирует 5% годовых на 10 лет. Отличная возможность для участников рынка с консервативным риск-профилем, ведь такой доходности не было на рынке с 2007-го. Для тех, кто готов к большему риску, подойдут корпоративные инструменты с фиксированной доходностью. И сейчас настал подходящий момент для вложений в них. Около года назад мы обсуждали, что рынок еврооблигаций пока не представляет высокого интереса. Тогда доходность «десятилеток» составляла 3,5–4%, а у высокодоходных бондов доходила до 8–8,5%. Сегодня у первых показатель достиг 5%, а у вторых превышает 10%. Спреды за 2023 год расширились, что позволяет инвестору выбирать корпоративные облигации с доходностью от 6,5% до 9,5% с разным уровнем риска. Конечно, можно найти и более доходные бумаги, но инвестировать в них без помощи инвестиционного консультанта я бы не советовал. У нас есть готовый инвестпортфель, который с момента его создания летом 2021-го стабильно обгоняет бенчмарк. О возможностях вложиться в этот продукт вы можете также узнать у инвестиционного консультанта.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 между уровнями 4150-4400 пунктов.

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global



Важные новости

В сентябре на вторичном рынке США было продано 3960 тыс. домов, что стало самым низким результатом с октября 2010 года. Давление на рынок оказывает превышение ставкой по ипотеке сроком на 30 лет с фиксированным процентом отметки 8%.

Рынок труда в Штатах остается сильным. Вышедшая 19 октября еженедельная статистика зафиксировала снижение числа первичных обращений за пособием по безработице до минимальных с января 2023-го 198 тыс.

По данным на 24 октября, Минфин США нарастил объем средств на счетах до \$870 млрд. С момента повышения потолка госдолга в начале июня баланс вырос на \$850 млрд. В ноябре Минфин планирует увеличить объем заимствований на \$21 млрд м/м, до \$302 млрд, столько же ведомство намерено занять и в декабре, а в январе объем привлеченных на долгом рынке средств повысится до \$313 млрд.

По предварительной оценке, ВВП США за третий квартал увеличился на 4,9% кв/кв, что оказалось гораздо выше консенсуса на уровне 3,8%, а также более чем вдвое превысило результат за предыдущий квартал. В сопоставлении год к году базовый показатель экономики вырос на 2,9% при среднем прогнозе 2,5%. Основными драйверами роста стали потребительские и государственные расходы.

Актуальные тренды

Обзор на 31 октября

Глобальная картина

С середины октября потери S&P 500 составили около 5%, NASDAQ 100 снизился на 5,4%, Dow Jones опустился на 3,7%. Рост доходностей гособлигаций и страхи относительно того, что процентные ставки в США могут оставаться повышенными в течение длительного периода, остаются ключевыми факторами давления на котировки акций. Поддержку доходностям трейдерис оказало и выступление Джерома Пауэлла на заседании Нью-Йоркского экономического клуба: инвесторы ожидали более мягкого тона, но в действительности риторика главы регулятора усилила неопределенность относительно будущих действий ФРС и опасения, что торопиться со снижением ставок монетарные власти не намерены. Сильные макроданные продолжают трактоваться участниками рынка как фактор риска ввиду проинфляционной природы высокой деловой активности. Это было одной из причин негативной динамики фондовых площадок.

Сезон квартальной отчетности пока не смог придать рынку ощутимый позитивный импульс. Релизы крупнейших по капитализации компаний вышли смешанными. Негативный эффект на акции банковского сектора оказывало ожидание ужесточения требований к капиталу, а также оценка роста процентной маржи как краткосрочного тренда. Слабый прогноз Boeing (BA), разочаровывающие квартальные отчеты авиаперевозчиков и транспортной корпорации United Parcel (UPS) отправили в минус промышленный сектор. Хотя телекомы и Netflix (NFLX) продемонстрировали сильные результаты, серьезное давление на сектор оказали распродажи акций Alphabet (GOOGL). Обострение вооруженного противостояния на Ближнем Востоке вызвало повышенное внимание к сектору энергетики, поэтому более слабые результаты входящих в него компаний стимулировало масштабную фиксацию позиций по их акциям. Успешный отчет Microsoft (MSFT) позволил ИТ-сектору продемонстрировать лучшую квартальную динамику по итогам последних двух недель. Несмотря на более сильные результаты последнего на сегодня отчетного периода (в кон-

сенсус Factset закладывался рост EPS на 2,4%, по состоянию на 12 октября ожидалось ее снижение на 0,4%), участники рынка рассчитывали на большее.

В ближайшие две недели в фокусе рынка будут отчеты Amgen (AMGN), Qualcomm (QCOM), Mondelez (MDLZ), Apple (AAPL), Eli Lilly (LLY), ConocoPhillips (COP), Berkshire Hathaway B (BRKb), Walt Disney (DIS).

Макроэкономическая статистика

Макростатистика, выходящая во второй половине октября, сигнализировала о сохранении сильного импульса в экономике США. Сентябрьские розничные продажи выросли на 0,7% м/м (консенсус: +0,3%), объемы промпроизводства увеличились на 0,3% м/м, хотя результат за август был пересмотрен с +0,4% до 0%. Несмотря на повышение ставок по кредитам, продажи новых домов в первом осеннем месяце выросли на 12,3% м/м. По предварительной оценке, ВВП США за третий квартал увеличился на 4,9% кв/кв (консенсус: +3,8%), чему способствовали активные расходы потребителей, рост инвестиций, экспорта и государственных расходов.

В ближайшие две недели инвесторы будут отслеживать данные деловой активности, рынка труда и инфляционные ожидания.

Монетарная политика ФРС

Выступление Джерома Пауэлла в рамках Нью-Йоркского экономического клуба оказались менее «голубиными», чем ожидал рынок. Глава ФРС признал прогресс в борьбе с инфляцией, но констатировал, что для достижения ее устойчивого замедления к таргету 2% необходимы рост экономики «ниже тренда» и дальнейшее ослабление рынка труда. Кроме того, было отмечено, что текущие параметры ДКП могут оказаться недостаточно ограничительными, а это указывает на повышенную неопределенность дальнейших действий регулятора.

Техническая картина

С технической точки зрения в течение последних двух недель реализовался неблагоприятный сценарий. S&P 500 закрепился под нижней границей восходящего канала, что стало дополнительным поводом для развития «медвежьего» тренда. С учетом реализации значительной части рисков мы полагаем, что индекс широкого рынка будет колебаться в диапазоне 4120-4160 пунктов, выступающем локальной зоной сопротивления, стремясь развить отскок от этих уровней. В перспективе ближайших двух недель ожидаем позитивную динамику S&P 500.

Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global



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



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
CROX	CROCS, INC.	Одежда и предметы роскоши	5 506	2023-10-27	89	131	2024-10-26	47%	Покупать
SBUX	STARBUCKS CORPORATION	Гостиницы, рестораны и досуг	105 652	2023-10-13	92	110	2024-10-12	19%	Покупать
KHC	THE KRAFT HEINZ COMPANY	Продукты питания	38 642	2023-09-29	31	44	2024-09-28	40%	Покупать
FTNT	FORTINET, INC.	Программное обеспечение	44 898	2023-09-15	57	75	2024-09-14	31%	Покупать
GOOGL	ALPHABET INC.	Интерактивные медиа и сервисы	1 451 648	2023-09-01	124	151	2024-08-31	22%	Покупать
BIDU	BAIDU	Информационные технологии	29 780	2023-08-18	105	180	2024-08-17	71%	Покупать
AMT	AMERICAN TOWER CORP.	Коммерческая недвижимость	83 066	2023-08-04	178	224	2024-08-03	26%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	34 401	2023-07-24	238	339	2024-07-23	43%	Покупать
AMD	ADVANCED MICRO DEVICES, INC.	Производство полупроводников	159 144	2023-08-01	99	145	2024-07-31	47%	Покупать
LTHM	LIVENT CORP.	Химическая промышленность	2 622	2023-05-15	15	33	2024-05-14	126%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	7 287	2023-10-03	11	18	2024-10-02	61%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	26 126	2023-06-01	119	152	2024-05-31	28%	Покупать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	1 805	2023-08-18	9	10	2024-08-17	13%	Покупать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	61 370	2023-08-18	107	134	2024-08-17	24%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 375 356	2023-08-03	133	180	2024-08-02	35%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	930	2023-08-18	3	11	2024-08-17	251%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	12 085	2023-07-25	54	82	2024-07-24	52%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	18 417	2023-08-18	80	107	2024-08-17	34%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	138 413	2023-08-18	89	115	2024-08-17	29%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	22 831	2023-08-18	27	38	2024-08-17	42%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	2 096	2023-08-03	10	28	2024-08-02	190%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	1 699	2023-08-18	5	7	2024-08-17	57%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	13 614	2023-08-18	99	115	2024-08-17	16%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	2 616	2023-08-18	5	11	2024-08-17	134%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	593	2023-08-18	2	5	2024-08-17	218%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	121 633	2023-08-02	109	135	2024-08-01	24%	Покупать

Инвестиционный
обзор №282
2 ноября 2023
ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



17 октября США анонсировали обновленные правила экспортного контроля в технологическом секторе, в которых существенно ужесточили требования к продукции допустимой для экспорта и расширили список стран, на поставку клиентам из которых нужна будет лицензия. В результате под запрет на экспорт в 40+ стран попадут многие чипы-ускорители вычислений, среди которых все современные ускорители **NVIDIA (NVDA)** (A100, H100, L40, L40S) и их «урезанные» версии для рынка Китая (A800, H800). Также США требуют отчитываться о поставках мощных потребительских графических карт, таких как NVIDIA GeForce RTX4090, и оставляют за собой право на блокировку любых поставок чипов, если сочтут необходимым.

Меры контроля должны были вступить в силу спустя 30 дней после 17 октября, но 23 октября стало известно, что они вступают в силу немедленно, о чем в своей форме 8-K сообщила NVIDIA. Новые ограничения США окажут негативное влияние на доходы компаний сегмента, в первую очередь на NVIDIA (NVDA), AMD (AMD), TSMC (TSM), Intel (INTC), ASML Holding (ASML), Applied Materials (AMAT), Lam Research (LRCX), KLA (KLAC) и другие. Тем не менее магнитуа этого эффекта будет сильно зависеть от итоговой версии документа, по которому еще в течение 30 дней принимаются комментарии и предложения, принятых мер со стороны китайских клиентов и производителей чипов и оборудования.

Наибольший негативный эффект ожидается для NVIDIA, у которой на рынок КНР приходится около 20–25% выручки сегмента Data Center, что соответствует 15–20% совокупной выручки в ближайшие годы. Компания одна из немногих участников рынка выпустила оперативный отчет о влиянии на бизнес (форма 8-K), в которой заверила, что не ожидает существенного эффекта на свои финансовые результаты в краткосрочной перспективе. Открытым остается вопрос, как NVIDIA и другие производители смогут минимизировать потери в будущих периодах, ведь китайский рынок ускорителей вычислений один из крупнейших в мире. Среди возможных опций минимизации ущерба для поставщиков чипов и оборудования можно выделить следующие:

1. Основным вероятным решением проблемы является выпуск еще более «урезанных» версий чипов, отвечающих новым требованиям США. Китайским и другим внесенным в список клиентам все также нужны ускорители, но других конкурентных предложений на рынке сейчас просто нет, а разработка собственных даже в среднесрочной перспективе маловероятна.
2. Создание дата-центров на базе чипов NVIDIA и других поставщиков в других странах и долгосрочная аренда данных мощностей китайскими клиентами. На данный момент США не запрещают это, но все еще изучают, как эта практика может повлиять на военный потен-

циал определенных стран. Тут стоит отметить, что не все клиенты смогут в принципе воспользоваться данной опцией из-за законов о хранении и обработке персональных данных, которые обязывают хранить эту информацию на серверах внутри страны.

3. Небольшие объемы теневых поставок через другие страны и компании, хотя США и делают особый акцент на контроле таких лазеек в новой редакции документа.

Новые меры экспортного контроля США будут иметь намного более слабый эффект на Intel и AMD, доля доходов которых от ИИ-ускорителей на данный момент довольно мала. Суммарные продажи ИИ-ускорителей AMD MI250 и Intel Gaudi2 не превышают 10% от объема всего рынка, но их доля на китайском рынке не раскрывается. Тем не менее стоит отметить, что AMD не готовила специальную усеченную версию своих ускорителей для рынка КНР, в то время как Intel в июле этого года объявила о начале поставок в Китай ускорителей, которые соответствуют актуальным ограничениям США в области экспортного контроля. В последние месяцы китайские компании скупали ИИ-ускорители, в том числе произведенные Intel. Тогда тайваньские источники, сообщали, что Intel даже пришлось заказывать дополнительное количество чипов у компании TSMC, чтобы удовлетворить спрос. В третьем квартале Intel в целом показала сильные результаты, но именно сегмент Data Center & AI продемонстрировал слабость и снижение выручки по сравнению с предыдущим кварталом. Менеджмент отмечает, что все еще ограничен в мощностях для производства своих ИИ-ускорителей, и не видит существенного эффекта в краткосрочной перспективе от новых торговых ограничений. Тем не менее потеря такого крупного рынка сбыта, как Китай, и ряда других стран, имеющих амбиции в сфере ИИ, ограничивает потенциал роста обеих компаний.

Для производителей оборудования эффект должен оказаться не таким существенным и скорее приведет к перераспределению продаж в другие регионы, так как спрос на чипы из-за новых мер контроля не снизится и их производство придется наращивать в других странах. Так, производитель современного литографического оборудования ASML отмечает, что «не видит существенных рисков для своих финансовых результатов в 2023 году и долгосрочных финансовых целей». Applied Materials еще «проводит оценку влияния новых мер экспортного контроля». Lam Research и KLA также не высказывают опасений по поводу новых мер экспортного контроля.

Несмотря на новые ограничительные меры, мы все также ожидаем сильный отчет и гайденс NVIDIA и AMD в этом квартале. Мы считаем, что в целом американские компании пойдут по пути создания еще более «урезанных» версий ускорителей, а это ограничит падение их доходов.

Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

TESLA

18 октября после закрытия рынка крупнейший американский производитель электромобилей **Tesla Inc. (TSLA)** отчитался за третий квартал текущего года. Результаты неотянули до консенсуса, а маржинальность автомобильного сегмента в очередной раз продемонстрировала ухудшение. Рост продаж заметно замедлился. Выручка компании увеличилась на 8,8% г/г, до \$23,35 млрд, при консенсусе FactSet на уровне \$23,9 млрд. Для сравнения: за апрель-июнь показатель увеличился на 47,2% в годовом выражении. Рост выручки основного для корпорации автомобильного сегмента за отчетный период составил лишь 5% г/г, доходы от производства энергетического оборудования (солнечные панели и накопители) повысились на 40% г/г. Мы прогнозируем продолжение тенденции к замедлению роста выручки Tesla в четвертом квартале текущего года с началом восстановления в первом квартале следующего.

Поставки электромобилей за квартал оказались ниже ориентиров самой компании. За июль-сентябрь Tesla произвела 430 тыс. автомобилей (+17,6% г/г и -10% кв/кв) и поставила покупателям 435 тыс. (+26% г/г и -6,6% кв/кв) при консенсусе 461 тыс. Замедление роста производства сама компания объясняет плановой модернизацией сборочных линий в Китае под выпуск обновленного поколения электромобилей. Tesla подтвердила свой прогноз на текущий год, предполагающий поставку 1,8 млн электромобилей (+31% г/г). Для осуществления этого плана в текущем квартале компании необходимо вывести в продажу 475 тыс. авто. Мы прогнозируем, что объемы реализации в октябре-декабре составят около 490 тыс. единиц при поддержке появления на рынке обновленной Model 3 и дебюта Cybertruck.

Снижение маржинальности становится устойчивым трендом. По данным FactSet, средняя цена реализации электромобиля Tesla в отчетном периоде составила \$44,1 тыс. против примерно \$45,02 тыс. в апреле-июне. Средняя цена электромобиля снизилась на 2,1% квартал к кварталу, а по сравнению с уровнем на конец декабря 2022-го она упала на 14,2%. В результате операционная маржинальность опустилась с 9,6% во втором квартале до 7,6% в третьем. Последовательное падение операционной маржинальности продолжается четвертый квартал подряд. Глава компании Илон Маск, комментируя квартальный отчет, снова отметил, что продолжит повышать ценовую доступность продукции Tesla для потребителей.

Прибыль за квартал оказалась ниже ожиданий аналитиков. Чистая прибыль по GAAP за июль-сентябрь упала на 44% г/г, до \$1,85 млрд. Скорректированная EPS составила \$0,66 при консенсусе FactSet на уровне \$0,7. Свободный денежный поток сократился на 74% г/г, до \$0,84 млрд, против \$1 млрд кварталом ранее. Объем денежных средств на балансе компании увеличился на 24% г/г, до \$26 млрд.

Первые поставки Cybertruck могут начаться в этом году. Уже в ноябре в продаже могут появиться электропикапы Tesla. Текущие мощности, по заявлению менеджмента, способны обеспечить выпуск около 125 тыс. машин этой модели в год. В то же время Маск предостерег инвесторов от излишнего оптимизма. Глава Tesla прогнозирует, что в ближайшие 12-18 месяцев Cybertruck не принесет компании значительного положительного денежного потока. Также Маск достаточно осторожно высказался относительно строительства нового завода в Мексике, намекнув, что его мощности могут оказаться меньше, чем изначально планировалось. Это объясняется опасениями относительно повышения ставок по автокредитам, которые продолжают давить на спрос.

MERCK

19 октября **Merck (MRK)** объявила о заключении партнерства с японской компанией Daiichi по разработке трех противоонкологических препаратов. Merck продолжает расширять портфель противораковых лекарств, чтобы сохранить лидерство в сегменте. Эксклюзивные права на супер-блокбастер Keytruda в США истекают в 2028 году. Партнерство с Daiichi призвано компенсировать потенциальное снижение выручки. К 2028-му годовые продажи Keytruda могут превысить \$30 млрд с долей в совокупной выручке компании около 45%. Новое партнерство призвано гарантировать устойчивый и долгосрочный рост выручки. Партнеры будут совместно финансировать разработку трех препаратов, вошедших в сделку, и глобальную коммерциализацию. В Японии Daiichi сохранит эксклюзивные коммерческие права. Стоимость сделки оценивается \$22 млрд, эту сумму Merck может заплатить Daiichi по достижении всех клинических и коммерческих контрольных точек. \$5,5 млрд японская компания получит в текущем году.

Препараты, которые разрабатывают Merck и Daiichi, находятся в различных фазах клинических испытаний в качестве комбинированной или монотерапии. В наиболее продвинутой стадии находится patritumab deruxtecan (HER3-DXd). До конца марта 2024-го разработчики планируют подать заявку BLA для одобрения продукта в США для первой индикации, решение может быть принято к концу года. Коммерческие перспективы этих препаратов будут в центре внимания инвесторов Merck в ближайшие годы.

Мы позитивно оцениваем достижение соглашения с Daiichi. В Merck приняли решение совершить крупные инвестиции, которые негативно повлияют на финансовые результаты компании в текущем и следующем году. Однако в долгосрочном горизонте это обеспечит для Merck снижение риска patent cliff.

Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

Данная сделка указывает направление перераспределения средств, заработанных Merck на препаратах и вакцине от COVID-19. Так же, как Pfizer (PFE), инвестировавшая в расширение пайплайна и поглощение Seagen (SGEN), разработчика препаратов ADC, Merck сконцентрировалась на традиционно сильном для себя сегменте противораковых лекарств. После поглощения Seagen Pfizer, вероятнее всего, уменьшит активность на рынке M&A и сосредоточится на развитии приобретенных активов. Для Merck сделка с Daiichi служит эквивалентом крупного поглощения без привлечения нового долга и также может означать отказ от активного поиска целей для дальнейших поглощений.



23 октября одна из крупнейших нефтегазовых компаний мира **Chevron (CVX)** анонсировала заключение соглашения о покупке крупной американской добывающей компании Hess Corporation (HES). Сделка носит неденежный характер, покупка будет оплачена акциями CVX. Сумма сделки составляет \$53 млрд, или \$171 за акцию HES, исходя из цены бумаг на закрытие основной сессии 20 октября 2023 года. По условиям соглашения акционеры Hess получают 1,025 акции Chevron за каждую бумагу HES. Общая стоимость покупки, включая чистый долг, составит около \$60 млрд. Для ее оплаты CVX потребуется выпустить около 317 млн собственных акций (17% от текущего количества в обращении). Компании планируют завершить сделку в первой половине 2024 года. Hess Corporation занимается разведкой и разработкой нефтегазовых месторождений, добычей и реализацией сырой нефти и природного газа. Компания была основана в 1920 году, ее штаб-квартира находится в Нью-Йорке, штат Нью-Йорк. 64% выручки Hess генерирует в США, 23% – в Гайане. Основные добывающие активы компании в США сосредоточены в бассейне Bakken и в Мексиканском заливе. Компания также участвует в разработке перспективных месторождений в Гайане. В 2023 году Hess планирует нарастить объем добычи до 387,5 тыс. баррелей нефтяного эквивалента в сутки (ТБНЭС), что соответствует 13% производства Chevron. Ожидается, что капитальные затраты объединенной компании составят от \$19 млрд до \$22 млрд. После закрытия сделки Chevron рассчитывает увеличить объем продаж активов и получить от \$10 до \$15 млрд до уплаты налогов до 2028 года. В течение года после завершения сделки планируется достижение синергетического эффекта в размере около \$1 млрд до уплаты налогов. Цена акций CVX и оценка бумаг HES для целей сделки находятся близко к уровням наших целевых цен по акциям компаний, поэтому мы оцениваем сделку нейтрально. Однако стоит учитывать, что у Hess долговая нагрузка выше, как и ожидаемые темпы роста добычи. В этой связи

поглощение приведет к усилению волатильности в акциях CVX в зависимости от динамики цен на нефть.

27 октября Chevron представила результаты за третий квартал 2023 года. Прибыль компании недотянула до консенсуса, что стало поводом для распродажи в ее бумагах, которые обвалились на 6,7%. Мы считаем негативную реакцию рынка на отчетность чрезмерной и ожидаем восстановления котировок благодаря высокой дивидендной доходности (4% годовых) и значительному объему обратного выкупа.



С 23 по 27 октября за третий квартал отчитались ведущие представители индустрии облачных услуг **Amazon (AMZN)**, **Microsoft (MSFT)** и **Alphabet (GOOG)**. Мы рассчитывали, что июль-сентябрь станет последним периодом замедления роста выручки облачных сегментов бизнеса этих корпораций. Некоторые инвесторы прогнозировали более активную динамику доходов уже в отчетном квартале. Однако фактические результаты компаний и комментарии менеджмента о состоянии рынка оказались неоднозначными. Все компании отмечали, что клиенты стараются экономить, но постепенно наращивают расходы на ИИ-услуги. Microsoft за счет ИИ-продуктов удалось увеличить доходы облачного бизнеса Azure с +26% г/г до +29% г/г. Рост выручки Amazon с +12,2% г/г ускорился до +12,3% г/г. А доходы Google Cloud после повышения на 28% г/г в апреле-июне выросли лишь на 22% г/г в июле-сентябре, из-за чего котировки GOOG за следующий торговый день после публикации отчета обвалились на 9,5%.

24 октября Microsoft представила сильные квартальные результаты за второй квартал текущего финансового года и дала уверенный гайденс на третий. Высокие темпы роста бизнеса сопровождаются существенным улучшением рентабельности на всех уровнях, благодаря сильным продажам, жесткому контролю затрат и быстрому заполнению мощностей новых дата-центров. Поддержку бизнесу в этом квартале оказали восстановление рынка ПК, а также улучшение ситуации на рынке облачных услуг. Результаты сегмента Intelligent Cloud оказалась существенно выше ожиданий рынка и гайденса самого менеджмента, вклад ИИ-продуктов увеличивается, рентабельность улучшается. Выручка этого направления после роста на 16% г/г в предыдущем квартале увеличилась на 19,4% г/г, достигнув \$24,3 млрд при консенсусе \$23,8 млрд и верхней границе ориентиров самой корпорации \$23,6 млрд. Выручка от серверных услуг и облачных сервисов ускорила рост с 17% г/г до 21% г/г. Доходы от Azure и прочих облачных сервисов Microsoft повысились на 29% г/г (+28% г/г без эффекта ВК) после роста на 26% г/г (+27% г/г без эффекта ВК) с апреля по июнь. С июля по сентябрь число корпоративных пользователей Azure OpenAI выросло более чем на 60% кв/кв и превысило 18 тыс. Вклад ИИ-продуктов в рост выручки Azure

Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков



составил уже около 3 п.п. Расширению вклада ИИ-продуктов в общий результат способствовали как быстрый рост доступных мощностей, так и более высокая, чем ожидалось, загрузка. При этом в сегменте классических серверных продуктов и услуг также наблюдается разворот тренда: после снижения на 1% кварталом ранее доходы повысились на 2% г/г.

Менеджмент Microsoft прогнозирует увеличение выручки от Intellectual Cloud по итогам октября-декабря на 16,7–18,1% г/г при консенсусе 16% г/г. Ориентир в отношении роста показателя Azure на текущий квартал и второе полугодие в целом: 26–27% в фиксированной валюте. Отсутствие в планах ускорения выручки разочаровало инвесторов, а компания объяснила это сохраняющейся тенденцией партнеров к экономии расходов. Также руководство корпорации рассчитывает, что вклад новых ИИ-продуктов в общий результат продолжит увеличиваться. Рост выручки Azure будет обеспечен перераспределением бюджетов клиентов на ИИ-продукты и технологии. В целом спрос на ИИ-мощности стимулирует востребованность традиционных серверных услуг, но ожидать бурного роста в данном направлении преждевременно. Мы считаем оценки менеджмента чрезмерно осторожными, так как они учитывают неопределенность макрофакторов, а также предполагаем, что фактические результаты могут вновь превзойти ожидания.

Alphabet, которая отчиталась в тот же день, что и Microsoft, удалось превзойти ожидания рынка, а также продемонстрировать рентабельность на уровне консенсуса, хотя мы предполагали ее уменьшение из-за сокращения доли desktop-рекламы. В то же время темп роста выручки Google Cloud оказался хуже ожиданий: он составил 22% г/г после 28% двумя кварталами ранее. Тем не менее мы не прослеживаем в этом устойчивой негативной тенденции. Выручка сегмента продолжает повышаться двузначными темпами. Ввиду активного развития индустрии ИИ волатильность показателей может быть высокой.

26 октября был опубликован отчет Amazon за третий квартал. Результаты корпорации снова смогли всех приятно удивить, гайденс на октябрь-декабрь в целом оказался на уровне ожиданий рынка. Более слабый прогноз выручки был компенсирован более уверенным ориентиром в отношении прибыли. Компании удалось значительно увеличить выручку сегменте e-commerce, а также доходы высокомаржинального рекламного бизнеса. Выручка облачного сегмента Amazon (AWS)

повысилась на 12,3% г/г (на 0,1 п.п. выше, чем в предыдущем квартале). Это немного лучше наших ожиданий, но ниже консенсуса, предполагавшего рост на 13%. Клиенты компании продолжают оптимизировать использование серверов, но она прослеживает позитивный тренд в инвестициях в инновационные направления и фиксирует увеличение используемых мощностей. Все большее число клиентов переходит на долгосрочные планы обслуживания с более выгодными для них тарифами. Менеджмент Amazon заявил, что, несмотря на все макроэкономические трудности, ситуация в сегменте стабильно улучшается от месяца к месяцу. В октябре компания открыла для всех доступ на ИИ-платформу Amazon Bedrock, которая использует решения крупных партнеров и собственные разработки компании. В ее планах инвестировать до \$4 млрд в ИИ-стартап Anthropic, один из ключевых конкурентов OpenAI. Anthropic будет использовать для обучения и работы ИИ-моделей чипы Amazon Trainium и Inferentia, а также облачную инфраструктуру AWS. Технологии Anthropic будут интегрированы в продукты и сервисы Amazon. Будет предоставлен расширенный доступ к ИИ-моделям компании в рамках платформы Amazon Bedrock.

Помимо Anthropic массово использовать чипы Amazon (Graviton, Trainium и Inferentia) планирует ИИ-стартап Perplexity.ai. Корпорация отмечает существенное усиление спроса на Graviton, который, по оценке самой Amazon, на 40% эффективнее, чем аналогичные решения AMD и Intel. По данным Synergy Research Group, доля AWS на облачном рынке в третьем квартале осталась около отметки 32%, Microsoft Azure занимал на нем 23%, Google Cloud – 11%. Динамика частично объясняется спецификой клиентской базы компаний, сроками бюджетирования и сезонностью бизнеса. Развитие облачных ИИ-продуктов «большой тройки» в долгосрочной перспективе может привести к дальнейшей консолидации облачного рынка в их пользу. На данный момент смена провайдера облачных услуг происходит довольно редко, но с увеличением преимуществ использования AWS, Azure и Google Cloud за счет ИИ-сервисов конкурентные позиции малых игроков серьезно ослабнут. Аналитическое агентство IDC на данный момент прогнозирует среднегодовые темпы роста рынка облачных услуг в 2023–2027 годах на уровне 19,9%.

Мы рекомендуем покупать акции MSFT, AMZN и GOOG с таргетами \$400, \$180 и \$151 соответственно.

Инвестиционная идея

Crocs: выгодная покупка

Акции CROX интересны для среднесрочных инвестиций с целью \$131

Тикер	CROX
Цена акций на момент анализа	\$87,70
Целевая цена акций	\$131,00
Потенциал роста	52,36%

О компании

Crocs, Inc. (CROX) – американская обувная компания, базирующаяся в Брумфилде, штат Колорадо, и реализующая свою продукцию примерно в 85 странах через оптовые базы, розничные магазины, сторонние торговые площадки и на онлайн-платформах. 70% выручки Crocs генерирует в США и Канаде. В феврале 2022 года компания приобрела итальянского производителя обуви Neudude за \$2,3 млрд.

Факторы инвестиционной привлекательности:

- **Популярный бренд.** Ключевое конкурентное преимущество Crocs – известность среди широкого круга потребителей. Усиление бренда оказалось для компании эффективной маркетинговой стратегией. Для повышения популярности своей продукции Crocs опирается на различные партнерские отношения, в частности, создавая ограниченные серии сабо в сотрудничестве с такими звездами, как Джастин Бибер и Bad Bunny, а также с модным домом Balenciaga. В высококонкурентном мире моды наличие сильного бренда – залог успеха бизнеса, так как у потребителей в этой индустрии огромный выбор.
- **Финансовые результаты.** Crocs успешно отчиталась за второй квартал. Ее выручка и чистая

прибыль превысили общерыночные ожидания и собственный гайденс. Прогноз выручки на текущий год был повышен с 10–12% до 13,5%, ориентир для EPS пересмотрен с \$11,17–11,73 до \$11,83–12,22. Тем не менее инвесторы были немного разочарованы, поскольку закладывали более уверенное улучшение гайденса в отношении прибыли. После публикации отчетности фиксация прибыли продолжилась. В то же время компания демонстрирует высокие двузначные темпы роста выручки, а по валовой и операционной марже находится среди лидеров отрасли с результатами 53,2% и 25,7%. Для сравнения: у Nike показатели равны 42,8% и 11,2, у Lululemon – 55,3% и 21,4% соответственно. Улучшение годового прогноза и недооцененность по мультипликаторам, на наш взгляд, сигнализирует о том, что текущие факторы (внешние и внутренние) уже учтены в цене CROX. С учетом осторожных прогнозов и вероятности неглубокой рецессии в текущем квартале можно предположить, что котировки эмитента в краткосрочной перспективе будут под давлением.

Основные риски для компании заключаются в молодости бренда и невысокой по сравнению с ближайшими конкурентами капитализации. Большая долговая нагрузка с учетом высоких ставок будет оказывать давление на акции CROX. Тем не менее полагаем, что Crocs под силу обслужива-

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



Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
CROX	(0,4%)	0,5%	1,7%	(16,0%)	17,2%
S&P 500	(0,5%)	(2,5%)	(3,7%)	(9,3%)	8,1%
Russell 2000	(1,6%)	(2,5%)	(7,8%)	(16,4%)	(9,4%)
DJ Industrial Average	(1,1%)	(2,1%)	(3,4%)	(8,1%)	1,2%
NASDAQ Composite Index	0,4%	(2,6%)	(3,4%)	(10,0%)	17,1%

Динамика котировок КНС, \$



crocs

Инвестиционная идея

ние долга, так как коэффициент текущей ликвидности компании составляет 1,76x. Таким образом, за счет текущих активов эмитент может погасить краткосрочные обязательства без необходимости привлечения дополнительного финансирования.

Компания оценена по форвардному мультипликатору P/E в 8,3x против 14,4x и 18x за три и пять лет соответственно. Это создает удачную возможность для среднесрочных инвестиций. Справедливым считаем значение этого соотношения в пределах 10–13x. Рекомендация по акции CROX – «покупать», целевая цена – \$131.

**Инвестиционный
обзор №282**

2 ноября 2023

ffin.global

Финансовые показатели, \$ млн	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Выручка	1 386	2 313	3 557	4 009	4 294	4 638	5 069	5 539	6 053
Основные расходы	656	914	1 722	1 940	2 078	2 245	2 352	2 560	2 879
Валовая прибыль	730	1 399	1 835	2 069	2 215	2 393	2 717	2 979	3 174
SG&A	491	709	956	1 078	1 154	1 247	914	828	731
EBITDA	267	722	917	2 181	2 027	1 994	1 803	2 151	2 443
Амортизация	28	32	39	1 192	968	850	575	732	944
EBIT	239	690	877	989	1 059	1 144	1 227	1 418	1 499
Процентные выплаты (доходы)	7	21	135	99	37	7	116	126	152
EBT	207	664	719	890	1 013	1 121	1 111	1 292	1 347
Налоги	-106	-62	178	187	213	235	44	142	219
Чистая прибыль	313	726	540	703	800	886	1 068	1 150	1 128
Dilluted EPS	\$4,56	\$11,39	\$8,71	\$11,27	\$13,01	\$14,60	\$14,96	\$15,19	\$15,38
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-



Анализ коэффициентов	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
ROE	130%	91%	71%	45%	34%	28%	23%
ROA	18%	15%	17%	18%	18%	18%	19%
ROCE	35%	25%	24%	25%	24%	21%	25%
Выручка/Активы (x)	0,79x	0,87x	0,85x	0,95x	3,12x	1,75x	0,74x
Кэф. покрытия процентов (x)	6,44x	9,88x	12,19x	13,17x	47,55x	49,18x	50,06x

Маржинальность, в %	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Валовая маржа	53%	60%	52%	52%	52%	52%	54%	54%	52%
Маржа по EBITDA	19%	31%	26%	54%	47%	43%	36%	39%	40%
Маржа по чистой прибыли	23%	31%	15%	18%	19%	19%	21%	21%	19%

Опционная идея

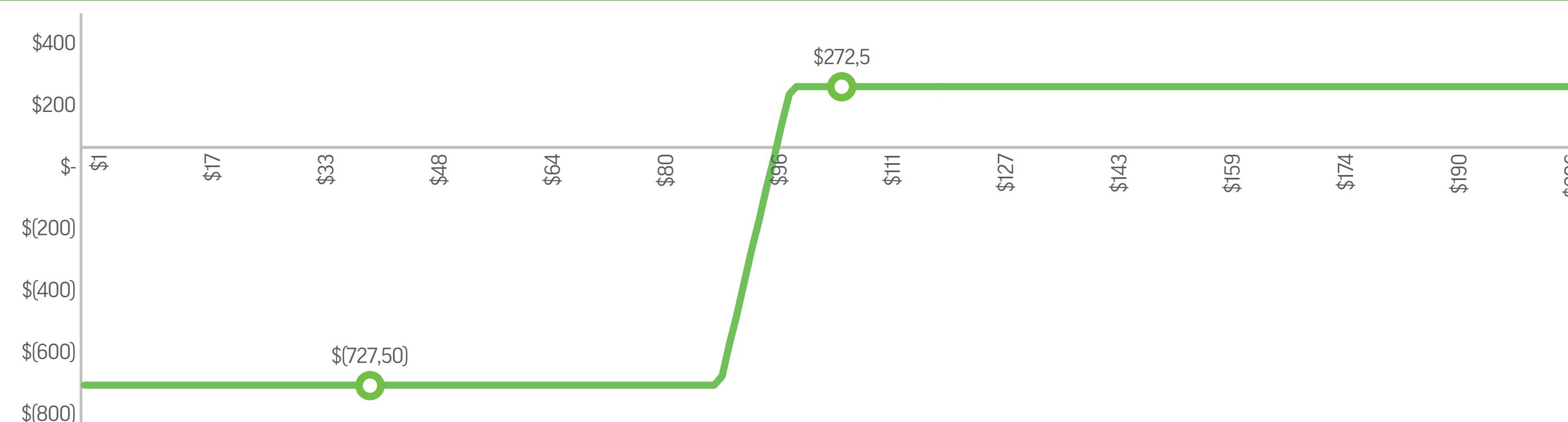
PUT CREDIT SPREAD ON DKS



Инвестиционный тезис

Dick's Sporting Goods, Inc. (DKS) – крупнейшая в США сеть магазинов спортивных товаров, входящая в список Fortune 500. Акции DKS обвалились более чем на 20% сразу после публикации результатов за второй квартал. Основной причиной падения котировок стало снижение прогнозов прибыли, главным образом связанное с участвовавшими случаями краж из магазинов, а также с более слабым спросом, чем изначально ожидалось. В остальном отчет ретейлера не выглядел разочаровывающим. Компании удалось увеличить количество транзакций и расширить долю рынка. Сопоставимые продажи сети оказались выше ожиданий аналитиков, было открыто некоторое число новых магазинов. Общий объем продаж во втором квартале увеличился на 3,6% г/г, до \$3,2 млрд, недотянув до средних прогнозов на \$20 млн. В то же время продажи в сопоставимых магазинах выросли на 1,8%, что оказалось выше общерыночных ожиданий на 1,1%. Валовая прибыль сократилась с прошлогодних 36% до 34,4% после 36,5% кварталом ранее. Схожую динамику продемонстрировала и операционная прибыль. Менеджмент DKS оставил без изменений ориентир в отношении сопоставимых продаж, предполагающий их увеличение на 2%. В то же время гайденс по прибыли на акцию был снижен с \$11,33 до \$12,13. По нашему мнению, основной негатив от отчетности ретейлера за второй квартал уже заложен в цене его акций. Мы ожидаем, что к моменту экспирации опционов 12 декабря 2023 года котировки DKS поднимутся выше \$100.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Параметры сделки

Продажа	Put Credit Spread on DKS
Страйки	Long PUT 90; Short PUT 100
Покупка	+DKS*DCF90
Продажа	+DKS*DCF100
Дата экспирации	15.12.2023
Маржинальное обеспечение	\$1000
Максимальная прибыль	\$273
Максимальный убыток	\$727
Ожидаемая прибыль	27%
Точка безубыточности	\$97,28

Управление позицией

Если в день экспирации 15 декабря 2023-го базовый актив будет стоить выше страйк-цены проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$273. При цене базового актива в диапазоне \$90–100 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 \$727. В позицию необходимо заходить до 2 декабря включительно, иначе Theta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение прибыль/убыток ухудшится.

Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
DKS	Покупать	PUT \$90	15.12.2023	2,175	\$ (272,50)	-0,183	0,013	0,104	-0,054	53,47%	34%	56%	45%	44%
	Продавать	SPUT \$100	15.12.2023	4,900		-0,359	0,021	0,142	-0,069	49,14%				

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global

Aiolos Bio

Aiolos Bio, биотехнологический стартап из Сан-Франциско и Лондона, привлек в инвестраунде серии А финансирование объемом \$245 млн от Atlas Venture, Bain Capital Life Sciences, Forbion Capital Partners и Sofinnova Investments. Полученные средства компания планирует направить на проведение второй фазы клинических испытаний препарата AIO-001, предназначенного для лечения пациентов со средней и тяжелой формой астмы. На сегодняшний день FDA одобрило более 30 продуктов Aiolos Bio, предназначенных для лечения астмы, ревматоидного артрита, идиопатического легочного фиброза и ряда других заболеваний. В настоящее время компания занимается разработкой принципиально нового препарата против тимического стромального лимфопоэтина, который позволяет значительно сократить частоту приемов лекарства по сравнению с существующими стандартами терапии.

Island

Island, пионер на рынке корпоративных браузеров, объявила о привлечении \$100 млн в рамках раунда финансирования серии С, который возглавила Prysm Capital при участии Canapi Ventures, Insight Partners, Stripes, Sequoia, Cyberstarts и Georgian. В результате компания была оценена в \$1,5 млрд, а общий объем внешних инвестиций в ее бизнес превысил \$325 млн. На сегодняшний день Island активно развивается, ее клиентам, многие из которых входят в первую двадцатку рейтинга Fortune 100, было поставлено более 2 млн браузеров. Не ограничиваясь вопросами безопасности, компания также создает продукты для повышения производительности труда и улучшения качества работы пользователей, предоставляя клиентам комплексные наборы решений, охватывающие различные операционные системы и типы приложений.

Pony.ai

Калифорнийская компания Pony.ai, которая занимается разработкой безопасных и надежных технологий автономного вождения, объявила о получении \$100 млн от инвестиционного фонда Neom Investment Fund. В результате сделки будет создано совместное предприятие по разработке и внедрению автономных транспортных средств в регионе Неом в Саудовской Аравии и других странах Ближнего Востока и Северной Африки. По данным Crunchbase, компания была основана в 2016 году и с тех пор привлекла финансирование в объеме \$1,3 млрд. Pony.ai сосредоточена на разработке технологии «виртуальный водитель» и развивает три направления бизнеса: Robotaxi, Robotruck и Personally Owned Vehicles (POV). Новость о привлечении стартапом инвестиций появилась после приостановки работы сервиса такси без водителя Cruise в Сан-Франциско.

MangoBoost

MangoBoost – компания из Сиэтла, которая специализируется на разработке устройств обработки данных (DPU), – привлекла \$55 млн от IMM Investment и Shinhan Venture Investment и в результате была оценена примерно в \$300 млн. Блок обработки данных (DPU) MangoBoost позволяет создавать более быстрые и масштабируемые центры обработки данных, а также значительно повышает производительность приложений, сокращая затраты на процессоры и серверы. Компания предлагает полностью программируемые решения для многих критически важных для рынка сервисов. Комплект инструментов для разработки программного обеспечения (SDK) MangoBoost максимально раскрывает потенциал DPU. С помощью такого SDK разработчики могут легко и быстро разгрузить ЦОД и ускорить их рабочие нагрузки, используя DPU. SDK предоставляет удобные API, библиотеки и стандартную среду исполнения. Основанная в 2022 году компания, по данным Crunchbase, за свою недолгую историю привлекла финансирование в объеме около \$66 млн.



IPO PHI Group

От винта!

4 октября заявку на IPO подал авиаперевозчик PHI Group, предоставляющий услуги вертолетного транспорта для нефтяной и медицинской индустрии. Андеррайтерами размещения выступили Barclays, Goldman Sachs, Evercore ISI и другие



Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global

Чем интересна компания:

- **О компании.** Вертолетный перевозчик PHI Group, основанный в 1949 году, на сегодняшний день сотрудничает с компаниями, специализирующимися на разведке месторождений нефти и газа и добыче этих ископаемых, а также с медицинской индустрией. Регионы присутствия компании – Мексиканский залив, Австралия, Канада, Тринидад и Тобаго, Новая Зеландия, Филиппины, Западная Африка и Средиземноморье. По состоянию на 30 июня 2023 года флот компании насчитывал 216 вертолетов, 107 из которых обслуживают нефтегазовую индустрию. Бизнес компании разделяется на сегменты PHI Americas, PHI International и PHI Health. В 2019 году она вышла из-под защиты от банкротства.
- **Потенциальный рынок.** По данным SkyQuest Technology, рынок вертолетов для обслуживания различных отраслей в 2021 году оценивался в \$2,1 млрд, а к 2030-му прогнозировалось его увеличение до \$4,4 млрд. Драйверами роста этого рынка служит усиление спроса на морские ветроэнергетические установки, так как вертолетные службы играют решающую роль в транспортировке персонала и оборудования.
- **Финансовые показатели.** В 2022 году выручка PHI Group увеличилась на 10%, за первое полугодие 2023-го ее рост ускорился до 20%. EBIT-маржа с 13% в 2021 году повысилась до 14% в январе-июне текущего года. Наличность на балансе компании составляла 85 млн (11 от всех активов).



Обзор перед IPO

Эмитент	PHI Group
Тикер	ROTR
Биржа	NYSE
Объем к размещению	
Андеррайтеры	Barclays, Goldman Sachs, Evercore ISI, Piper Sandler, Raymond James, BMO Capital.



Пора обновить драйвера

Триггером к выходу из режима консолидации для казахстанских акций способен стать стартовавший сезон корпоративной отчетности

Во второй половине октября KASE продолжил развивать боковой тренд, консолидируясь в диапазоне 4030–4080 пунктов по результатам закрытия большинства сессий. Максимальная амплитуда колебаний составила 4014–4112 пунктов. Мы по-прежнему расцениваем эту динамику как сезонную паузу после летнего ралли. Несмотря на относительно спокойные торги, новостная картина была достаточно насыщенной.

В лидеры роста вновь вышли акции Банка ЦентрКредит, продемонстрировав повышение котировок на 11%. Однако после 20 октября бумаги перешли в режим консолидации. На момент написания обзора котировки банка находятся на максимумах с декабря 2009 года.

Самой интересной новостью стало объявление о начале официальных мероприятий Kaspi.kz по организации листинга своих акций на американском фондовом рынке. Компания подала заявление на регистрацию публичного размещения в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC). Помимо этого были анонсированы планы очередного этапа выкупа ГДР, утвержден размер квартальных дивидендов на уровне 850 тенге и назначена дата ВОСА (20 ноября). Kaspi.kz открыл сезон отчетов за третий квартал 2023 года. Но, как это ни парадоксально, ни одна из этих новостей не оказала сильного влияния на динамику бумаг эмитента.

В лидерах падения оказался Казахтелеком. Причиной этого стало утверждение перенесенных весной дивидендов на ВОСА, состоявшемся 27 октября. Размер выплаты на акцию составил 3038

тенге, что предполагает доходность около 9,5% к цене закрытия перед датой фиксации реестра (в ночь на 29 октября). Выплаты стартовали 30 октября и будут проведены в течение месяца.

Некоторые краткосрочные прогнозы не удалось оправдать Казатомпрому. На торгах 25-26 октября на LSE котировки показывали позитивную динамику, но она не получила дальнейшего развития. Основными драйверами для продолжения роста, по нашим расчетам, должны были стать новости о том, что президент США Джозеф Байден запросил у Конгресса выделение \$2,2 млрд на расширение возможностей по обогащению урана для снятия зависимости от российского сырья. Дополнительный позитивный импульс котировкам эмитента должно было придать ралли в ценах на уран к максимумам с апреля 2008 года.

На валютном рынке тенге демонстрировал непрерывное укрепление с 20 октября и достиг отметки 468 в паре с долларом. В течение последних нескольких месяцев в котировках нацвалюты прослеживается тенденция к укреплению в конце периода и коррекции в начале следующего.



Ожидания и стратегия

KASE остается в локальном боковом тренде, который, вероятно, продолжится в первой половине ноября. Акции, входящие в состав индекса, сохраняют потенциал роста, и ни одна из компаний, кроме БЦК, не находится на стадии локального подъема, а тем более в зоне перекупленности. В случае отскока рынка данный факт позволит более эффективно реализовать появляющиеся инвестиционные возможности бумаг.



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	16.10.23	30.10.23	
Индекс KASE	4 043,11	4 032,90	-0,3%
Банк ЦентрКредит (KASE)	761,18	846,00	11,1%
Халык Банк (GDR)	12,46	12,70	1,9%
KEGOC (KASE)	1 516,00	1 530,00	0,9%
Kaspi (KASE)	44 591,48	44 995,50	0,9%
Казатомпром (GDR)	38,70	39,05	0,9%
Халык Банк (KASE)	148,80	149,79	0,7%
Kaspi (GDR)	92,10	92,10	0,0%
Kcell (KASE)	1 948,87	1 947,00	-0,1%
Казтрансойл (KASE)	874,42	869,25	-0,6%
Казатомпром (KASE)	18 221,01	18 050,00	-0,9%
Казмунайгаз (KASE)	11 783,10	11 420,00	-3,1%
Казахтелеком (KASE)	34 506,66	31 800,00	-7,8%

- **ЕАБР прогнозирует дальнейшее замедление инфляции в Казахстане.** Аналитики Евразийского банка развития (ЕАБР) рассчитывают, что рост цен в республике по итогам текущего года составит 7,9%. За январь-сентябрь инфляция составила 11,8% в годовом выражении, тогда как за восемь месяцев она равнялась 13,1%.
- **Kaspi.kz запускает новый этап выкупа своих ГДР.** Казахстанский финтех-холдинг Kaspi.kz после удачного отчета за третий квартал планирует старт пятой программ buy back объемом \$100 млн.
- **Казмунайгаз представил производственный отчет за январь-сентябрь.** Согласно документу, компания нарастила добычу нефти и газового конденсата на 9%, до 17 508 тыс. тонн. Объем транспортировки нефти увеличился на 7,8% и составил 59 371 тыс. тонн. Переработка углеводородного сырья на казахстанских и румынских НПЗ выросла с предыдущих 14 896 тыс. тонн до 14 901 тыс.



Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционная идея

Kaspi.kz. Расширяя границы возможного

Операционные показатели финтех-компании улучшаются с превышением собственных гайденсов, обеспечивая мощным драйвером роста ее акции

Причины для покупки:

- **Успешная квартальная отчетность.** Основные финансовые показатели Kaspi.kz продолжают расти с опережением собственных прогнозов эмитента. Чистая прибыль финтеха за третий квартал обновила очередной рекорд. Процентные доходы финансовой корпорации увеличились на 42% г/г и на 8,5% кв/кв, достигнув 217 млрд тенге. Чистый объем комиссионных и транзакционных доходов повысился на 46% г/г и 17% кв/кв. Лидером роста валового дохода стал сегмент Marketplace с результатом +84,5% г/г и +72% кв/кв. На фоне высокой базовой ставки процентные расходы достигли 124 млрд тенге (+65% г/г и +9,2% кв/кв). Непроцентные расходы увеличились на 51% г/г и 2,1% кв/кв, чему во многом способствовало повышение себестоимости проданных товаров по каналам e-commerce в партнерстве с Magnum. Затраты на технологические новации поднялись на 47% г/г, издержки, связанные с продажами и маркетингом, увеличились на 26% г/г. В то же время за счет интенсивного роста комиссионных доходов квартальная чистая прибыль Kaspi.kz составила рекордные 233 млрд тенге (+40% г/г и +17,5% кв/кв).
- **Рост с опережением гайденсов.** Операционные показатели за отчетный квартал оказались выше, чем прогнозировало руководство Kaspi.kz. Объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 43% г/г и 15% кв/кв при собственном ориентире финтеха на текущий год «около 40%». За девять месяцев доходы этого направления увеличились на 49% г/г, таким образом, прогноз на год, вероятнее всего, окажется заметно превышен. Основным позитивным драйвером финансовых результатов эмитента остается продукт Kaspi Pay. Количество проведенных посредством этой платформы транзакций увеличилось на 41% г/г, число активных продавцов выросло на 15% г/г. Суммар-

ная стоимость проданных товаров в сегменте Marketplace повысилась на 49% г/г и 40% кв/кв. За три квартала 2023 года рост составил 74% г/г при гайденсе менеджмента лишь на уровне 40%. Доходы e-commerce выросли на 56% г/г, m-commerce – на 47% г/г, Kaspi Travel – на 45% (продажи билетов увеличились на 35% г/г). Направление Fintech зафиксировало повышение объема выданных кредитов на 38% г/г и 29% кв/кв за третий квартал и на 47% г/г – с января по сентябрь, тогда как руководство ориентировалось на рост в пределах 40%. Кредитный портфель компании увеличился на 35% г/г, а средняя доходность снизилась с 26,6% до 25,3% в пересчете на год. Ежедневная аудитория приложения Kaspi.kz расширилась на 2,3% кв/кв, достигнув 8,8 млн человек, число ежемесячно активных пользователей повысилось на столько же и составило 13,5 млн.

- **Техническая картина.** На KASE котировки Kaspi.kz формируют «треугольник», сигнализирующий о переходе в консолидацию. Учитывая, что акция остается в восходящем тренде, у нее есть шансы на выход из боковика вверх.



АО Kaspi.kz

Тикер на KASE	KSPI
Цена на момент анализа	44 995 KZT
Целевая цена	56 620 KZT
Потенциал роста	26 %

Динамика акций на KASE



Российский рынок

Атака «медведей» отбита

Повышение ключевой ставки ЦБ РФ не вызвало масштабной коррекции в котировках акций

Банк России на предпоследнем в этом году заседании по монетарной политике неожиданно для большинства участников рынка поднял ключевую ставку сразу на 2 п.п., до 15% годовых (прогнозировалось ее повышение только на 1. п.п.). Практически не изменился «ястребиный» тон пресс-релиза. Хотя упоминания о возможном повышении ставки на одном из следующих заседаний в итоговом заявлении регулятора не содержалось, глава Банка России на пресс-конференции указала на возможность такого сценария. Первоначальная реакция рынка акций на решение ЦБ оказалась негативной. Восстановившийся после коррекции Индекс МосБиржи снова пошел вниз. Однако уже через несколько часов участники торгов начали откупать бумаги, благодаря чему рублевый бенчмарк вернулся на уровень, достигнутый две недели назад. Доходность

«коротких» облигаций подскочила на 150 б.п., доходность бумаг с погашением свыше двух с половиной лет изменилась слабо. Хотя регулятор повысил прогноз ставки на два ближайших года, инвесторы пока не верят в долгий период жесткой денежно-кредитной политики.

Индекс РТС оказался на максимуме с декабря прошлого года на фоне положительной динамики MOEX и укрепления рубля, обусловленного главным образом решением государства обязать компании продавать экспортную выручку. Прогноз по счету текущих операций повышен с \$45 млрд до \$60 млрд. Новостной фон умеренно позитивен. Тарифы на интернет могут вырасти на 10–15%, производство стали в сентябре увеличилось почти на 10%, а экспорт нефти достиг максимума за четыре месяца.

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



Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

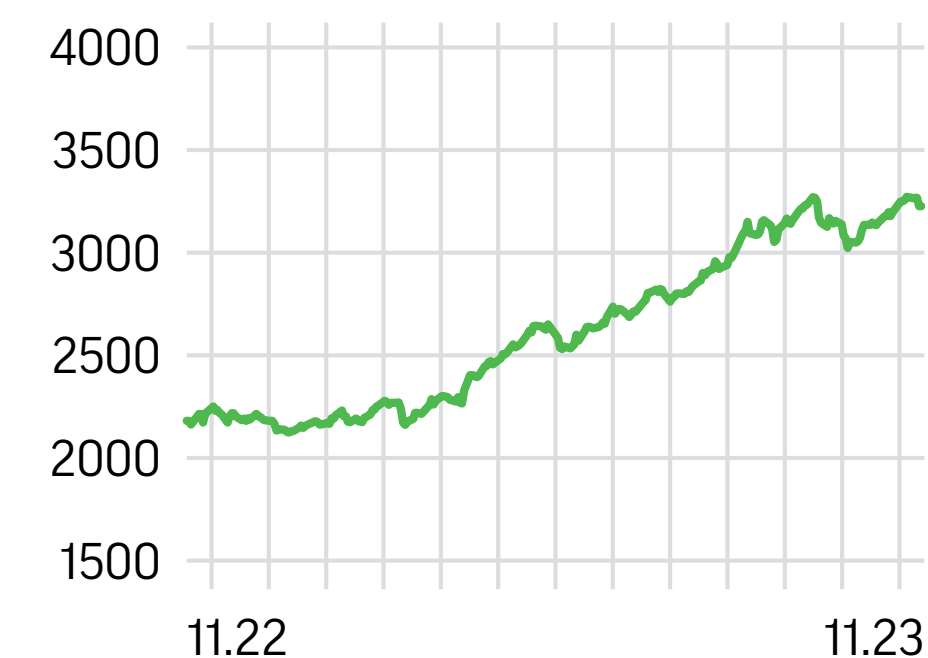
ffin.global

Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	13.10.23	27.10.23	
MOEX	3 192	3 224	1,00%
РТС	1 034	1 079	4,35%
Золото	1 919	1 999	4,17%
Brent	90,97	89,37	-1,76%
EUR/RUB	102,77	99,46	-3,22%
USD/RUB	97,58	94,16	-3,50%
CNY/RUB	13,329	12,830	-3,75%



Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи вернулся к 3200 пунктам, РТС поднялся выше психологически значимой отметки 1000. Пара USD/RUB опустилась в район 97.



Российский рынок

Ожидаем

По нашим предположениям, в ближайшие недели динамика на фондовом рынке будет смешанной. Инвесторы не видят долгосрочной альтернативы акциям и продолжают покупать их, даже несмотря на то, что облигации на фоне ужесточения денежно-кредитной политики сейчас выглядят очень привлекательными. По-прежнему считаем возможным достижение в ноябре отметки 3300 пунктов по индексу МосБиржи, если новостной фон и конъюнктура на сырьевом рынке не ухудшатся. В лидеры роста способны выйти акции золото- и газодобывающих компаний, черной металлургии, ретейла. Аутсайдерами могут оказаться девелоперы. Пара USD/RUB, на наш взгляд, будет торговаться в диапазоне 90–95. Эффект от введения обязательной продажи валютной выручки для экспортеров полностью проявится в течение месяца, но, вероятнее всего, значительного укрепления рубля эта мера не вызовет.

Наша стратегия

Продолжаем рекомендовать ситуативную торговлю бумагами первого-второго эшелона с учетом новостей, технической картины и внешнего фона. Краткосрочно облигации с фиксированным купоном будут выглядеть привлекательнее акций.

**Инвестиционный
обзор №282**

2 ноября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Объем реализованной **Группой ЛСР** недвижимости в третьем квартале увеличился в 6,5 раза по сравнению с результатом того же периода 2022-го и достиг 394 тыс. кв. м. Объем новых контрактов вырос в семь раз и составил 78 млрд руб. 61% площадей пришелся на Санкт-Петербург.



Общие продажи **X5 Retail Group** с июля по сентябрь увеличились на 22,7% г/г, до 794,5 млрд руб., онлайн-продажи выросли на 98% г/г, до 29,2 млрд руб., показатель на сопоставимой основе повысился на 10,2% г/г, в том числе за счет роста трафика на 5,7% и цен на 4,3%. Средний чек по группе составил 463,3 руб. (+4,1% г/г). Количество покупок увеличилось на 18%, до 1951 млн. Количество магазинов сети выросло на 10,1% г/г, до 23,466 тыс., при расширении торговой площади на 8,3% г/г, до 9,86 млн кв. м.



ММК отчитался за третий квартал увеличением объема выплавки чугуна на 1,7% г/г, до 2612 тыс. тонн, при снижении выпуска стали на 3% кв/кв, до 3354 тыс. тонн. Динамика последнего показателя была обусловлена особенностями производственного процесса и ремонтом оборудования. Продажи металлопродукции остались примерно на уровне предыдущего квартала 3067 тыс. тонн. Объем реализации премиальной продукции составил 1340 тыс. тонн. Компания отмечает благоприятную конъюнктуру на рынках сбыта.



Добыча руды у **Селигдара** за июль-сентябрь текущего года снизилась с прошлогодних 10,5 млн тонн до 9,2 млн тонн. Одновременно компания зафиксировала рост добычи песков на 80% г/г, до 1,6 млн куб. м, в связи с выходом на полную мощность месторождения Орто-Сала. Производство золота повысилось на 10% г/г, достигнув 6,253 тонны. Объем реализации этого драгметалла увеличился на 50% г/г, до 6,270 тонны, включая 4,947 тонны (+18% г/г) собственной продукции. Выручка от реализации золота выросла на 115% г/г, до 32,9 млрд руб. Общая выручка с продаж поднялась на 88% г/г, до 37,5 млрд руб.



Выработка электроэнергии на станциях **ОГК-2** за январь-сентябрь текущего года увеличилась на 7,5% г/г, до 38,5 млрд кВт*ч. Отпуск тепловой энергии повысился на 1,2% г/г, до 3,513 млн Гкал, на фоне усиления спроса со стороны потребителей.

Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Северсталь отчиталась за третий квартал снижением выпуска чугуна на 7% г/г, до 2708 тыс. тонн, при сокращении выплавки стали на 9% г/г, до 2696 тыс. тонн. Продажи стальной продукции, как и в предыдущем отчетном периоде, составили 2965 тыс. тонн. Реализация продукции с высокой добавленной стоимостью увеличилась на 8% г/г, до 1416 тыс. тонн. Основная причина снижения производства чугуна и стали – проведение плановых ремонтных и модернизационных работ на площадках группы.



Выручка **Русагро** в третьем квартале поднялась на 35% г/г, до 78 716 млн руб. Объем реализации зерновых увеличился в 3,5 раза к прошлогоднему значению, достигнув 436 тыс. тонн. Продажи масличных культур повысились в 1,4 раза, до 70 тыс. тонн. Выручка от реализации сельхозкультур удвоилась, достигнув 12 230 млн руб. Значительные изменения обусловлены переносом цикла продаж с четвертого квартала на третий и ослаблением рубля. Объем продаж свиноводческой продукции сократился на 5% г/г, до 68 тыс. тонн. Объем реализации сахара повысился на 5% г/г, до 208 тыс. тонн. Продажи масложировой продукции выросли на 11% г/г, до 370 тыс. тонн.



Производство никеля на предприятиях **ГМК** за третий квартал увеличилось на 21% г/г, до 53 945 тонн, что было обусловлено преимущественно сезонными факторами разового характера. Выплавка меди выросла на 6% кв/кв, до 100,5 тыс. тонн. Производство палладия и платины сократилось на 13% и 14% кв/кв – до 663 тыс. и 160 тыс. тройских унций соответственно. Руководство Норникеля подтвердило ориентиры в отношении производственных результатов за год. Другой новостью стало открытие дочерней структурой ГМК первой газовой автозаправочной станции в Норильске.



Выработка электроэнергии на станциях **Русгидро** в июле-сентябре увеличилась на 9,5% г/г, до 34,4 млрд кВт*ч. Объемы производства на ГЭС и ГАЭС составили 28,7 млрд кВт*ч (+9,5% г/г), на ТЭС – 5,6 млрд кВт*ч (+10,7% г/г). Отпуск тепла сократился на 8,4% г/г, до 1,9 млн Гкал, а полезный отпуск электроэнергии бытовыми компаниями вырос на 4,1% г/г, до 9,7 млрд кВт*ч.



Выручка **Яндекса** по итогам третьего квартала текущего года поднялась на 54% г/г и составила 204,8 млрд руб., EBITDA оказалась на отметке 26,5 млрд руб. с маржей 13%. Скорректированная чистая прибыль уменьшилась на 33% г/г, до 3336 млн руб. Остаток денежных средств составил 85,4 млрд руб. Доля компании на поисковом рынке на конец сентября равнялась 62,6%. Товарооборот маркетплейса вырос на 67% г/г с 17,6 млн активных покупателей. Число подписчиков сервисов Яндекс Плюс достигло 25,8 млн.

Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global





Акция	13.10.2023	27.10.2023	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1380	1363	-1,23%
НЛМК	197,42	191,72	-2,89%
ММК	52,7	53,275	1,09%
ГМК Норникель	16306	17598	7,92%
Распадская	349,4	360,3	3,12%
АЛРОСА	76,68	70,71	-7,79%
Полюс	11700	11613	-0,74%
Мечел, ао	236,5	285	20,51%
Мечел, ап	245,75	283,35	15,30%
Русал	39,655	39,96	0,77%
Polymetal	546	540,3	-1,04%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	263,7	270,01	2,39%
Сбербанк, ап	263,6	269,51	2,24%
ВТБ	0,025375	0,025325	-0,20%
ТКС, гдр	3497,5	3447	-1,44%
МКБ	7,023	7,214	2,72%
МосБиржа	185,56	191,68	3,30%
СПБ Биржа	169,2	161,7	-4,43%
QIWI plc	622,5	623	0,08%
ЭсЭфАй	512,4	556	8,51%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	169,72	167,71	-1,18%
НОВАТЭК	1705,4	1680	-1,49%
Роснефть	554,35	586,2	5,75%
Сургут, ао	32,495	32,365	-0,40%
Сургут, ап	53	55,8	5,28%
ЛУКОЙЛ	7193	7245	0,72%
Башнефть, ао	2017,5	2061	2,16%
Башнефть, ап	1551	1626	4,84%
Газпром нефть	744,7	794,95	6,75%
Татнефть, ао	623,7	619,1	-0,74%
Татнефть, ап	627,9	614,2	-2,18%
Прочие компании			
Yandex N.V.	2511	2676	6,57%
VK	665,2	585	-12,06%
HeadHunter	3644	3665	0,58%
Группа Позитив	2540	2200	-13,39%
Whoosh	217,19	212,1	-2,34%
АФК Система	17,395	17,475	0,46%
CIAN	746	724,2	-2,92%
Астра ао	466,2	499,1	7,06%

Акция	13.10.2023	27.10.2023	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,439	4,3725	-1,50%
РусГидро	0,8428	0,8464	0,43%
ОГК-2	0,5896	0,6013	1,98%
Юнипро	2,295	2,376	3,53%
ТГК-1	0,010742	0,010822	0,74%
Эл5 Энерго	0,716	0,7828	9,33%
Мосэнерго	3,0305	3,1925	5,35%
Россети - ФСК	0,11554	0,13076	13,17%
Потребительский сектор			
Магнит	5611	6023	7,34%
X5	2324	2380,5	2,43%
Лента	728	745	2,34%
Детский мир	71,42	71,42	0,00%
М.видео	191,3	193,5	1,15%
OZON, адр	2738,5	2686	-1,92%
Fix Price	359	365,8	1,89%
O'Key Group	36,52	36,57	0,14%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	272,95	280,85	2,89%
Ростелеком, ао	75,8	76,23	0,57%
Ростелеком, ап	66,25	72,6	9,58%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	40,39	40,22	-0,42%
НМТП	12,635	12,62	-0,12%
ДВМП	95,38	94	-1,45%
GLTR, гдр	650	607,95	-6,47%
Совкомфлот	120,7	120,8	0,08%
Строительство			
ГК ПИК	756	723,9	-4,25%
Группа ЛСР	721,4	709	-1,72%
Самолет	3980	4025	1,13%
InGrad	1772	1764	-0,45%
Эталон	89,52	86,22	-3,69%

Преимущественно положительная динамика сложилась в акциях электроэнергетики, телекомов, потребительского сектора. Лидерами роста на новостях стали бумаги Мечела. Скорректировались акции девелоперов и транспортных компаний. Аутсайдерами стали акции представителей ИТ-сегмента: Группы Позитив и VK - в одном из случаев поводом для этого послужили новости.

Рост под вопросом

На смену коррекции DAX под влиянием неоднозначного внешнего фона и слабых квартальных отчетов некоторых крупных эмитентов может прийти отскок

С 16 по 20 октября DAX опустился почти на 2,6%, до 15 798 пунктов, завершив в минусе пятую неделю подряд. За первые два торговых дня этой пятидневки индекс показал небольшой рост, но затем достаточно резко развернулся вниз, в среду и пятницу теряя более 1% за сессию. Первоначально негативный импульс фондовым площадкам придал европейский сектор полупроводников, на публикации неудачного отчета ASML Holding скорректировавшийся на 2,2%. В пятницу давление на рынок акций оказало приближение доходностей гособлигаций США к рекордным с 2007 года 5%. Эту динамику спровоцировали намеки главы ФРС Джерома Пауэлла на планы длительного сохранения жесткой монетарной политики. В то же время на суверенные облигации Германии динамика трежерис значительного влияния не оказала: доходности не превысили максимумов начала октября. Вероятнее всего, падение на рынке акций спровоцировала также эскалация конфликта на Ближнем Востоке. Дополнительным негативом послужила квартальная отчетность нескольких европейских компаний, которым не удалось оправдать ожидания рынка. Эти релизы вызвали снижение котировок отчитавшихся эмитентов и целых секторов. С позитивной стороны отметим результаты SAP и Adidas, оказавшиеся выше консенсуса. Котировки Adidas на торгах 18 октября поднялись на 3,2%, так как ее менеджмент улучшил прогноз выручки и чистого убытка. В свою очередь, акции SAP 19-го числа подорожали на 5,1% после подтверждения ори-

ентиров в отношении выручки облачного сегмента в диапазоне 14-14,2 млрд евро после ее увеличения на 16% в третьем квартале. С 23 по 27 октября DAX продолжил снижение, хотя оно было более умеренным: индекс опустился на 0,75%, до 14 687 пунктов. Тем не менее неделя прошла не без нервов. За первые два часа торгов понедельника немецкий рынок ушел на минимумы с 20 марта, но это падение было откуплено, что позволило завершить день в незначительном плюсе. Во вторник и среду DAX вырос более чем на 0,6% на фоне коррекционного снижения доходностей и позитивной динамики в секторе добычи, поддержанной удорожанием металлов. Положительно рынок отреагировал и на отчетность Puma, акции которой 25 октября выросли на 7,6% благодаря сохранению прогноза чистой прибыли на 2023 год. Днем позже DAX скорректировался сразу на 1,1%, попав под давление в связи с падением акций ряда представителей банковского сектора, компаний из индустрии здравоохранения и автопрома на фоне слабых отчетов за третий квартал. Котировки Siemens Energy на торгах 26 октября обвалились на 35,5% на новости о переговорах по поводу государственных гарантий в связи с проблемами в сегменте производства ветряных турбин. В последний день рассматриваемой торговой недели давление на европейские фондовые площадки оказало падение акций французской Sanofi на 19% на фоне отзыва прогноза операционной маржи, предполагавшего ее значение на отметке 32%.

Ожидания и стратегия

Индекс DAX в последние дни держится у отметки 14 700 пунктов, несмотря на продолжавшееся несколько недель снижение. Наиболее вероятным сценарием на ближайшее время считаем коррекционное движение вверх до 15 200 пунктов, где проходит верхняя граница нисходящего тренда. Однако в среднесрочной перспективе бенчмарк продолжит двигаться вниз.

Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	13.10.23	27.10.23	
DAX Index	15 186,66	14 687,41	-3,3%
NEM GR Equity	62,12	66,68	7,3%
MTX GR Equity	167,40	175,30	4,7%
DBK GR Equity	9,91	10,33	4,3%
RWE GR Equity	33,93	35,35	4,2%
4GLD GR Equity	58,95	61,04	3,6%
PUM GR Equity	50,92	52,58	3,3%
SY1 GR Equity	92,58	94,28	1,8%
SAP GR Equity	122,04	124,14	1,7%
EOAN GR Equity	10,96	11,04	0,7%
VTWR GR Equity	35,52	35,74	0,6%
EVD GR Equity	55,65	55,75	0,2%
HEN3 GR Equity	66,80	66,90	0,1%
HLE GR Equity	71,60	71,60	0,0%



Рынок Германии

Важные новости

- **Индекс деловой активности (PMI) Германии продемонстрировал четвертое снижение подряд.** В октябре показатель, по предварительной оценке, упал с сентябрьских 46,4 пункта до 45,8 при консенсусе 46,7 пункта.
- **Бизнес-настроения в Германии улучшаются.** Согласно расчетам института Ifo, соответствующий индекс за октябрь вырос с 85,8 пункта в сентябре до 86,9 при средних ожиданиях, не предполагавших изменений. Особенно выраженную положительную динамику показали ожидания бизнеса.
- **Министерство экономики Германии планирует налоговые льготы.** Объем обсуждаемой программы, которая будет действовать в течение следующих четырех лет, оценивается в 50 млрд евро. Льготное налогообложение может затронуть компании, для которых особенно острой стала проблема высоких цен на энергоносители.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

SAP SE. Три слагаемых успеха

Уверенные квартальные результаты, трансформация бизнес-модели и перспективы развития в области ИИ повышают инвестпривлекательность акций SAP

Причины для покупки:

- **Прибыль SAP за третий квартал превзошла ожидания рынка, прогнозы в отношении развития облачных технологий были подтверждены.** Прибыль SAP за июль-сентябрь увеличилась на 40%, до \$1,53 млрд, превысив консенсус на 6%, хотя выручка, поднимаясь на 12%, до 8,187 млрд, недотянула до средних прогнозов на 1%. SAP переходит от продажи лицензий на программное обеспечение к предоставлению услуг на основе подписки, поскольку эта схема более прибыльна и приносит стабильный регулярный доход. Прогнозы результатов по итогам текущего года менеджмент подтвердил. У компании есть перспективы в области развития инструментов искусственного интеллекта. SAP инвестировала в проекты, занимающиеся генеративным ИИ, расширила партнерство с Google Cloud. Не исключаются приобретения бизнесов, работающих в сфере искусственного интеллекта. За последние несколько месяцев SAP инвестировала в такие компании этого сектора, как Aleph Alpha, Anthropic и Cohere.
- **Рекомендации ведущих инвестдомов.** Средний таргет по бумаге SAP – 137,61 евро. Всего на текущий момент компанию покрывает 31 инвестбанков, 21 дают по ее акции рекомендацию «покупать». Среди них Societe Generale с целью 152 евро, Stifel – 145 евро, Bernstein – 162 евро, Morgan Stanley и HSBC – 150 евро, а Goldman Sachs – 160 евро. Остальные 10 инвестдомов советуют держать бумаги SAP.
- **Техническая картина.** Акции SAP отскочили от поддержки на отметке 120 евро и движутся вверх к сопротивлению на отметке 127 евро. В случае пробоя этого уровня и закрепления выше возможен рост котировки до 132 евро.

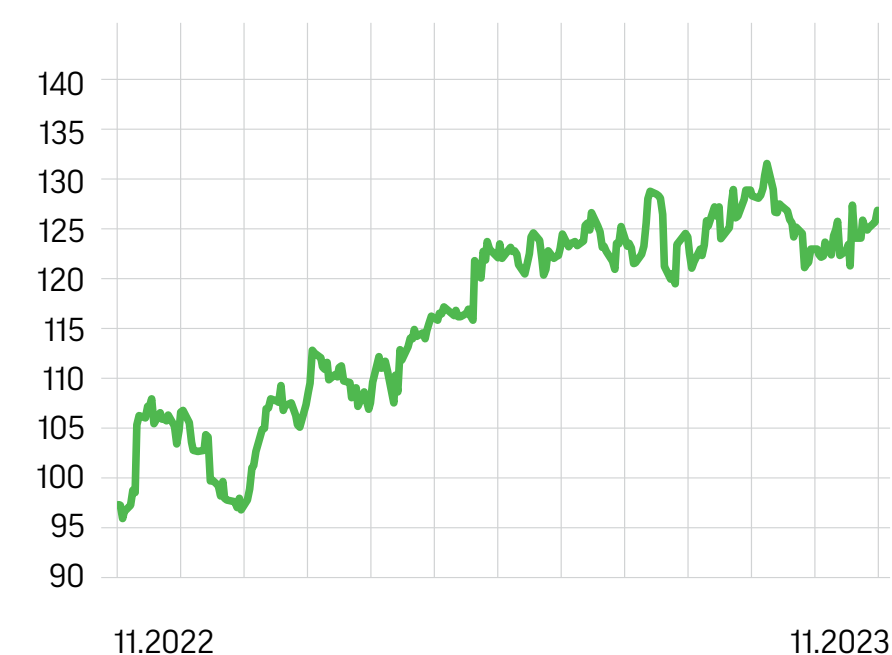


Среднесрочная идея

SAP SE

Тикер на Xetra	SAP
Текущая цена	126,74 евро
Целевая цена	143 евро
Потенциал роста	12,83%

Динамика акций SAP на Xetra



Подтверждены рейтинги Freedom Holding Corp. и ее 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» по национальной шкале подтверждены на уровне «kzBB+».

Рейтинги Freedom Holding Corp. и ее дочерних компаний выведены из списка CreditWatch Negative («рейтинги на пересмотре с негативными ожиданиями»), в который они были помещены 24 августа 2023 года.

«Наши рейтинги Freedom Holding Corp. и ключевых дочерних компаний группы отражают, с одной стороны, ее сильные стороны как организации, предоставляющей финансовые услуги, бизнес которой растет, приносит прибыль, и его диверсификация продолжает повышаться, а с другой – присущие компании высокие риски, связанные с рынками, на которых она работает, и ее организационной структурой», – констатируется в отчете S&P Global Ratings.

Участники рынка, в том числе брокеры, клиринговые палаты и фондовые биржи, сохранили деловые отношения с группой в течение последних трех месяцев. Клиентская база FRHC состоит главным образом из граждан Казахстана, Украины, России и российской диаспоры, на которых не распространяются санкции, а также растущего числа граждан ЕС. С августа по октябрь 2023 года розничные и корпоративные депозиты в АО «Банк Фридом Финанс Казахстан» оставались стабильными.

Агентство ожидает, что в ближайшие 24 месяца Freedom Holding Corp. продолжит получать большую часть своих доходов от деятельности в Казахстане. На бизнес в нашей стране приходится более половины общих доходов группы за 15 месяцев, завершившихся 30 июня 2023 года. В то же время доля кипрской Freedom Finance Europe Ltd сократилась примерно до 15% общих доходов за тот же период.

К холдингу будет применяться базовый уровень рейтинга для казахстанских брокеров, который на две степени ниже базового уровня рейтингов банков, ведущих бизнес в РК.

Пересмотр прогноза по рейтингу холдинга и его дочерних компаний с «негативного» на «стабильный» в ближайшие 12 месяцев произойдет, если в S&P Global Ratings убедятся в том, что меры по укреплению практики корпоративного управления и риск-менеджмента будут долгосрочными.

Freedom Finance Global расширила клиентам доступ к торгам на ITS

Freedom Finance Global PLC предоставляет всем клиентам доступ к заключению сделок на международной площадке ITS через торговую платформу Tradernet. Эти сделки доступны с понедельника по пятницу с 11:00 до 03:00 по времени Астаны. Таким образом, инвесторы могут торговать американскими бумагами в дневное время, когда биржи США закрыты. Качественное котирование и ликвидность инструментов в этот период обеспечат маркет-мейкеры, участники торгов ITS и их клиенты. С начала премаркета на ITS начинает действовать принцип best execution (наилучшее исполнение). Когда инвестор выставляет в заявку, например, на покупку акций, торговая система ITS ищет лучшие условия для ее исполнения (цену и объем), сравнивает собственные условия и доступные заявки на международных площадках (NYSE, NASDAQ и др.). В итоге заявка исполнится по наилучшим условиям из возможных в этот момент. Время начала торгов по разным инструментам на ITS может отличаться, поэтому стоит ознакомиться с [расписанием](#).



Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 2023

ffin.global



Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №282

2 ноября 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.