

Инвестиционный обзор



№246
19 мая 2022

Фондовый рынок США:

Время «ястребов»

Джером Пауэлл дал старт циклу количественного ужесточения по итогам майского заседания FOMC. В июне баланс ФРС будет уменьшен на \$47,5 млрд

Российский рынок: Майский подъем

Рынок Казахстана: В поисках дна

Рынок Узбекистана: Голубые фишки поставили на красное

Рынок Германии: Во власти волатильности

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

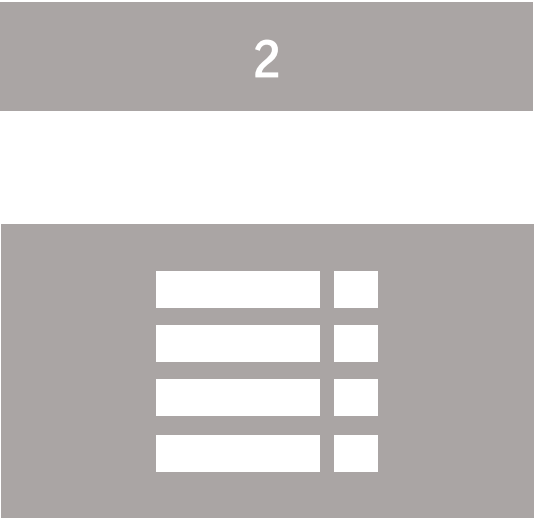


Содержание



Рынок США. Время «ястребов».....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Баллада о сильном американском потребителе.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 17 мая.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. Bank of America Corporation. Бенефициар повышения ставок.....	11-12
Опционная идея. BULL PUT SPREAD ON XLP.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. Aleph Group. В помощь рекламщику.....	15
Российский рынок. Майский подъем.....	16-18
Инвестиционная идея. МТС. Всегда на связи.....	19-20
Рынок Казахстана. В поисках дна.....	21-22
Инвестиционная идея. Народный банк. Укрепляем «фундамент».....	23
Рынок Узбекистана. Голубые фишки поставили на красное.....	24-25
Инвестиционная идея. Узпромстройбанк. Сочетая преимущества «роста» и «стоимости».....	26
Рынок Германии. Во власти волатильности.....	27-28
Среднесрочная идея. Siemens Healthineers AG. Уверенность в завтрашнем дне.....	29
Контакты.....	30

Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Фондовый рынок США

Время «ястребов»

Джером Пауэлл дал старт циклу количественного ужесточения по итогам майского заседания FOMC. В июне баланс ФРС будет уменьшен на \$47,5 млрд, из которых \$30 млрд составят гособлигации, а \$17,5 млрд – ипотечные бонды. С сентября объемы сокращения баланса достигнут \$95 млрд в месяц

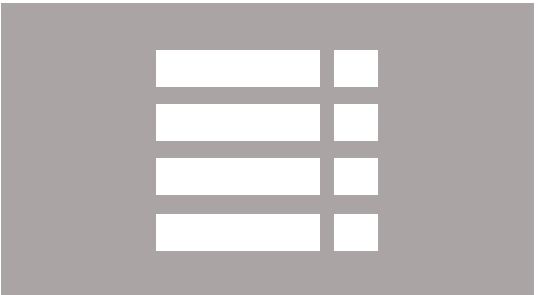


Новости одной строкой:

- 28.04.2022** ВВП США в первом квартале, по предварительной оценке, снизился на 1,4% кв/кв при консенсусе, предполагавшем рост на 1,1%
- 04.05.2022** ФРС подняла ключевую ставку на 0,5% и анонсировала сокращение баланса начиная с июня
- 06.05.2022** Индекс доллара DXY впервые с 2002 года достиг 104 пунктов
- 11.05.2022** Потребительская инфляция в США за апрель составила 8,3% г/г при прогнозе 8,1%

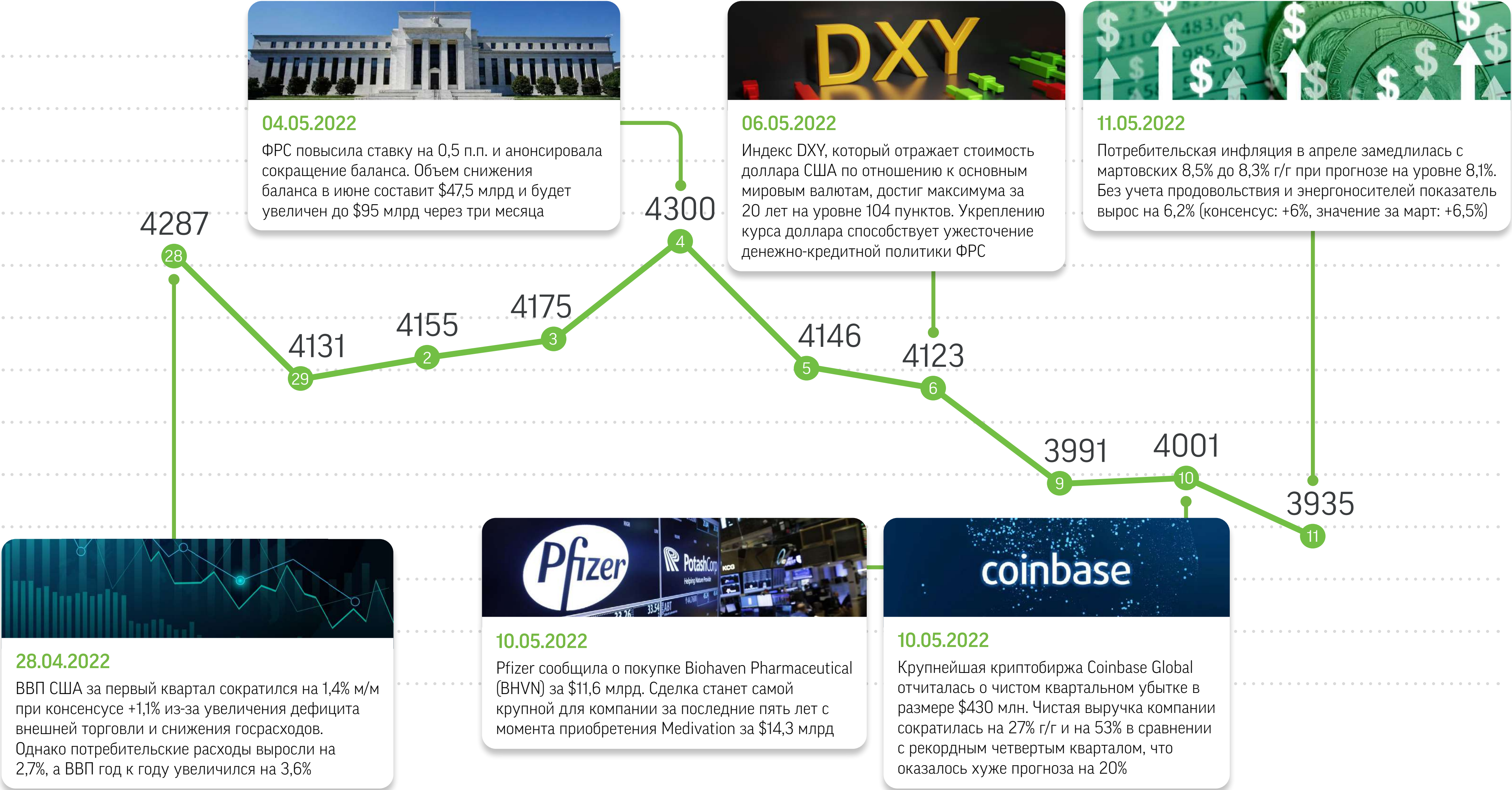
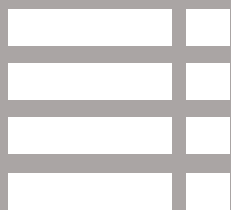
По состоянию на 17.05.2022

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-2,34%	-9,38%
QQQ	Индекс NASDAQ 100	-2,36%	-12,82%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-2,08%	-6,81%
UUP	Доллар	0,94%	4,72%
FXE	Евро	-1,37%	-4,51%
XLF	Финансовый сектор	-3,48%	-10,13%
XLE	Энергетический сектор	-2,58%	1,50%
XLI	Промышленный сектор	-2,53%	-6,95%
XLK	Технологический сектор	-3,35%	-9,60%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-1,08%	-6,07%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,91%	-7,69%
SLV	Серебро	-6,00%	-18,23%
GLD	Золото	-3,78%	-8,59%
UNG	Газ	-5,09%	6,70%
USO	Нефть	-1,03%	3,65%
VXX	Индекс страха	-4,06%	5,61%
EWJ	Япония	-0,65%	-3,83%
EWU	Великобритания	-0,19%	-7,48%
EWG	Германия	1,42%	-5,67%
EWQ	Франция	0,43%	-5,73%
EWI	Италия	0,41%	-7,16%
GREK	Греция	-1,61%	-10,18%
EEM	Страны БРИК	-1,08%	-9,64%
EWZ	Бразилия	1,75%	-15,19%
RSX	Россия	4,06%	13,56%
INDA	Индия	-3,87%	-10,09%
FXI	Китай	1,86%	-7,47%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (28.04.2022 – 11.05.2022)



Самое главное

Баллада о сильном американском потребителе

В этом году одним из самых популярных аргументов в пользу стабильного экономического развития и минимальной вероятности рецессии в США выступает состояние личного потребления. Выдвигающие этот тезис аналитики и эксперты полагают, что с учетом текущего роста зарплат не стоит беспокоиться о спросе даже на фоне рекордной инфляции. Однако, если проследить за динамикой акций сектора товаров второй необходимости (Consumer Discretionary ETF, XLY), то из 60 входящих в него компаний в плюсе с начала года только две – Newell Brands и Dollar Tree. А сектор в целом показывает худшую динамику, теряя более 25%. Ситуация в индустрии товаров первой необходимости выглядит лучше: снижаются только 37,5% акций из Consumer Staples (XLP). Ничего удивительного в этом нет, поскольку от товаров первой необходимости отказаться практически невозможно, этот сектор относится к контрциклическим, а входящие в него активы становятся привлекательными для инвестиций во времена экономической нестабильности. Этот тезис подтверждается динамикой XLP с начала года: он торгуется в нуле на фоне падения S&P 500 на 13,7%. Но даже в тихой гавани не все благополучно. Так, котировки Walmart заметно просели, так как отчетность ретейлера за первый квартал оказалась хуже ожиданий аналитиков из-за роста цен на топливо и сложностей с логистикой. В свою очередь, акции Target, одного из крупнейших конкурентов Walmart, на премаркете 18 мая опустились на 21%.

Чтобы разобраться, что происходит, полезно оценить статистику потребления в США, которая вышла 17 мая. В апреле американцы продолжали активно тратить деньги. Последние данные свидетельствуют о том, что потребительский спрос остается устойчивым, несмотря на повышение процентных ставок и ускорение инфляции. В связи с этим остается надежда, что замедление роста ВВП США в этом году будет умеренным.

- Розничные продажи в Штатах за апрель выросли на 0,9%, немного недотянув до консенсуса на уровне 1,0%
- Позитивным для апрельского результата стал пересмотр его динамики за март: в соответствии с пересчитанными данными объемы розницы увеличились не на 0,7%, а на 1,4%
- Снижение объема реализации бензина за апрель составило 2,7% при сокращении соответствующего компонента ИПЦ на 6,1%. Это сигнализирует о восстановлении продаж

- Объемы реализации контрольной группы товаров, из которой исключены такие компоненты, как транспортные средства, горючее, стройматериалы и услуги общепита, увеличились на 1,0% даже после пересмотра в сторону повышения результата за март
- Рост расходов физлиц на покупку товаров замедлился после резкого повышения, обусловленного активным стимулированием потребления за счет выплаты госсубсидий в 2021 году. Однако тенденции к снижению этот показатель не демонстрирует
- Общий объем розничных продаж в апреле увеличился на 9,9% в годовом исчислении. Даже при коррекции динамики показателя на инфляцию, по нашим оценкам, это означает его рост примерно на 2%

По данным ФРС, чтобы избежать негативного влияния роста цен, американские потребители активно пользуются кредитными картами. В марте объем заимствований увеличивался необычно высокими темпами. Из отчета ФРБ Нью-Йорка следует, что в первом квартале американцы открыли рекордные 537 млн кредитных карт. При этом доля невозврата по кредиткам остается крайне незначительной, то есть о проблемах со спросом на горизонте года речи не идет. Это отличные новости для Consumer Staples (XLP), который продолжит показывать положительную альфу против S&P 500 до конца года, хотя она может сократиться из-за перекупленности некоторых активов. В сегменте товаров вторичной необходимости Consumer Discretionary (XLY) ситуация складывается интереснее, поскольку, как мы уже убедились, потребительский спрос по-прежнему высок, а акции сектора остаются в числе аутсайдеров фондового рынка. Дело в том, что многие инвесторы в ожидании замедления экономики начинают продавать любые циклические активы без разбора. Так, Mohawk (МНК) показала сильные квартальные результаты и улучшила гайденс. И после публикации ее отчета инвестиционные дома также стали повышать прогнозы, указывая на очевидные сильные стороны бизнеса компании. Тем не менее ее котировки продолжили падать вслед за рынком и уже потеряли 22% с начала года. На этом фоне эмоциональный характер распродаж особенно явственен, а перспективы роста половины активов в XLY видны невооруженным глазом. Инвесторам стоит помнить, что в те времена, когда на рынках больше всего «крови», самые прозорливые начинают покупать.

Тимур Турлов,

глава инвестиционного комитета
ИК «Фридом Финанс»



Важные новости

28 апреля вышли предварительные данные о динамике ВВП США за первый квартал 2022 года, неожиданно зафиксировавшие сокращение показателя на 1,4% кв/кв при консенсусе, предполагавшем его рост на 1,1%. Давление на базовый экономический показатель обусловлено увеличением объемов импорта вкупе с сокращением экспорта и снижением госрасходов на 2,7%. В то же время личные потребительские расходы увеличились на 2,7%. В соотношении год к году ВВП США повысился на 3,6%.

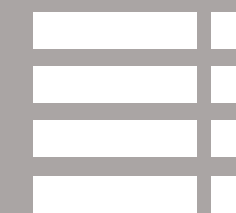
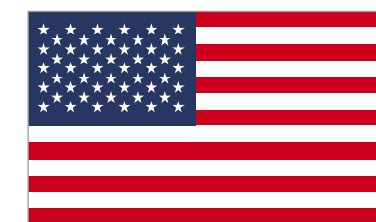
4 мая Комитет по открытым рынкам (FOMC) ФРС США по итогам планового заседания поднял ключевую ставку на 50 базисных пунктов, что стало ее максимальным разовым повышением с 2000 года. Федрезерв анонсировал дальнейшее повышение ставки в июне и июле (ориентировочно на те же 50 б.п.), а также старт сокращения баланса на \$47,5 млрд в месяц в течение лета с дальнейшим увеличением до \$95 млрд ежемесячно с сентября.

6 мая был зафиксирован рост индекса DXY, который отражает стоимость доллара США по отношению к основным мировым валютам, до 104 пунктов впервые с 2002 года. Укрепление доллара обусловлено ужесточением денежно-кредитной политики ФРС, которое сопровождается повышением доходности американских гособлигаций.

11 мая вышли данные о динамике потребительской инфляции в США за апрель, отразившие ее замедление с 8,5% в марте до 8,3% г/г. Тем не менее апрельский результат оказался выше консенсуса на уровне 8,1%. В соотношении месяц к месяцу инфляция составила 0,3% при общерыночном прогнозе 0,2%. Показатель за исключением цен на продовольствие и энергоносители увеличился на 6,2% после 6,5% в марте, хотя в консенсус закладывалось его замедление до 6%.

Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 между уровнями 3750 и 4150 пунктов



Актуальные тренды

Обзор на 17 мая

Глобальная картина

За последние две недели S&P 500 скорректировался на 6,17%, обновив минимумы марта 2021 года. NASDAQ Composite протестировал значения ноября 2020 года. «Медвежи» настроения усиливаются в условиях нормализации глобальных финансовых условий и одновременного роста доходностей гособлигаций. Ставка 10-летних бумаг в моменте достигала 3,2% впервые с 2018 года, но скорректировалась до 2,92% к концу прошедшей торговой недели. Показатель для «двухлеток» опустился до 2,58%. Реальная доходность 10-летних трежерис перешла на положительную территорию, что снижает аппетит инвесторов к приобретению активов с высоким уровнем риска. Укрепление доллара до 20-летнего максимума оказывает дополнительное давление на фондовый рынок. Большинство компаний скорректировали прогнозы на текущий год с учетом негативного влияния на прибыль со стороны валютного курса и инфляции.

По состоянию на 17 мая 2022 года финансовые результаты за первый квартал представили 91% компаний из индекса S&P 500. Выручка отчитавшихся эмитентов совокупно выросла на 13,4%, прибыль — на 9,1%. В среднем корпорации превысили консенсус-прогнозы продаж и прибыли на 2,8% и 4,9% соответственно. Лучшие результаты за последние две недели представили Occidental Petroleum (OXY), Pfizer (PFE), Emerson Electronic (EMR), Advanced Micro Devices (AMD), Moderna (MRNA), EPS которых превзошли среднерыночные оценки на 7,5%, 8,5%, 9,3%, 24,1% и 59,7% соответственно. Не оправдали ожиданий Electronic Arts (EA), The Walt Disney (DIS) и Biogen (BIIB), прибыль которых оказалась на 7,5%, 9,1% и 16,6% ниже прогнозов аналитиков. Under Armour (UA) и Coinbase (COIN) отчитались о чистом убытке за квартал. В течение следующих двух недель финансовые результаты представят Take-Two Interactive (TTWO), Cisco (CSCO), Analog Devices (ADI), Deere & Co. (DE), Dollar Tree (DLTR), Costco Wholesale (COST), отчеты которых отразят динамику потребительской активности и ситуацию в логистических цепочках.

Макроэкономическая статистика

Опубликованные за последние две недели макроданные носили разнонаправленный характер. По предварительной оценке, ВВП США

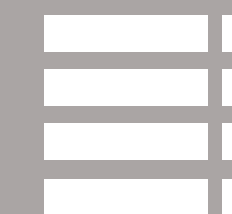
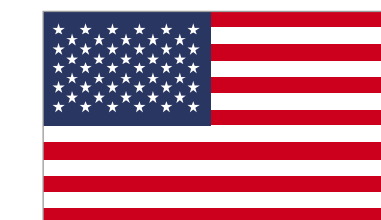
в январе-марте непредвиденно снизился на 1,4% кв/кв ввиду увеличения дефицита торгового баланса и сокращения инвестиций в запасы, тогда как ключевой компонент — потребительский спрос — сохранил устойчивость. В апреле число занятых вне сельского хозяйства выросло на 428 тыс., безработица осталась на уровне 3,6%. Потребительская инфляция опустилась с пиковых значений марта до 0,3% м/м и 8,3% г/г, но превысила ожидания экономистов. Базовый ИПЦ также превзошел консенсус-прогнозы, составив 0,6% м/м и 6,2% г/г. Производственная инфляция, как и ожидалось, замедлилась до 0,5% м/м и 11,0% г/г после 1,2% м/м и 11,2% г/г в марте. Индекс уверенности потребителей от Conference Board в апреле снизился лишь на 0,3 пункта, до 107,3, но не оправдал ожиданий на уровне 108. Предварительный индекс потребительских настроений от Мичиганского университета в мае упал на 6,1 пункта, до 59,1, тогда как эксперты ожидали снижения лишь до 64 пунктов. В течение следующих двух недель внимание рынка будет сосредоточено на динамике розничных продаж, личных доходов и расходов, а также показателях рынка недвижимости и производственной активности.

Монетарная политика ФРС

По итогам майского заседания ФРС ожидаемо повысила учетную ставку на 50 б. п., до диапазона 0,75–1%. Несмотря на высокую инфляцию в апреле, представители FOMC заявили, что продолжение планомерного повышения ставки на полпроцента является базовым ориентиром, а расширение целевого диапазона на 75 б.п. пока не рассматривается. Также регулятор планирует приступить к сокращению баланса с 1 июня. Первоначальный объем QT составит \$47,5 млрд и будет постепенно увеличен до \$95 млрд к 1 сентября. Таким образом, к концу 2022 года портфель ФРС уменьшится с текущих \$8,9 трлн примерно на 6%. Представители Федрезерва отмечают снижение экономической активности в первом квартале при сохранении высокой инфляции ввиду дисбаланса спроса и предложения, что наряду с нестабильностью поставок и геополитическими рисками будет учитываться в прогнозе ВВП и при определении дальнейшего курса монетарной политики.

Техническая картина

Протестировав ближайшую поддержку в зоне 3860–3900 пунктов, в конце прошлой недели бенчмарк ожидаемо продемонстрировал отскок от локальных минимумов. С учетом технической перепроданности акций возможно краткосрочное восстановление котировок. Индикаторы RSI и MACD подтверждают вероятность усиления позиций покупателей. Тем не менее в условиях постепенного ужесточения финансовых условий среднесрочная тенденция сохраняет нисходящую направленность. Следующий уровень сопротивления для индекса широкого рынка располагается на уровне 4200 пунктов, а ближайшей поддержкой выступает зона вблизи 3800 пунктов.



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков



Крупнейшая международная платежная система **Visa Inc. (V)** успешно отчиталась за первый квартал. Результаты компании превзошли ожидания рынка. Как и ее основной конкурент Mastercard (MA), Visa отметила устойчивость потребительских расходов, несмотря на высокую инфляцию в США и Европе. Кроме того, улучшению показателей бизнеса способствовало возобновление туристической активности. Объем платежей превысил уровни прошлого года на 17%, достигнув \$2,77 трлн, оборот трансграничных операций вырос на 38%. В результате доходы от обслуживания трансграничных операций (international transaction revenues) повысились на 48% г/г.

Чистая выручка Visa поднялась на 25,5% г/г и на 1,8% кв/кв – до \$7,06 млрд. Поскольку операционные расходы увеличивались медленнее, чем выручка, чистая прибыль компании выросла на 20,52% г/г, до \$3,65 млрд, а операционная маржа повысилась до 68,2%. EPS увеличилась на 23,2% г/г, до \$1,70.

Внимание инвесторов было сфокусировано на последствиях приостановки обслуживания российского рынка. Компания зафиксировала убыток в объеме \$60 млн после отказа от ведения бизнеса в РФ. В эти потери вошли общие и административные расходы на деконсолидацию российской дочерней компании, составившие \$35 млн, а также \$25 млн, которые были перечислены в качестве материальной поддержки сотрудникам в России и Украине. Помимо этого компания потеряла \$127 млн инвестиций в акционерный капитал и лишилась еще \$40 млн из-за амортизации нематериальных активов. Общие издержки в связи с уходом из РФ составили 6,4% чистой выручки Visa. Отчет также подтвердил, что за весь 2021 год и первую половину 2022 финансового года, который для компании начинается в октябре, доля РФ в ее выручке равнялась лишь 4%. Таким образом, ощутимого давления на прибыль приостановка деятельности в России не оказала.

Хотя макроэкономический и геополитический факторы не слишком затронули бизнес Visa в январе-марте, оптимизм инвесторов в отношении ее бумаг заметно ослаб. Котировки V скорректировались на 9,8% в течение двух недель со дня публикации отчетности. Схожую динамику продемонстрировали и бумаги Mastercard, потерявшие 13,4%. Подобная тенденция обусловлена опасениями по поводу возможной рецессии в Европе вследствие геополитической напряженности и высокой инфляции в совокупности с курсом центральных банков на нормализацию денежно-кредитной политики. ЕС – это второй по величине рынок для Visa. Его доля в общем объеме платежей составляет 19%. Охлаждение потребления и сокращение дискреционных расходов приведет к замедлению роста объема транзакций по картам и, соответственно, выручки платежных систем.

Обслуживание операций внутри одной страны (Service Revenues) и процессинг платежей (Data Processing Revenues) обеспечивают около двух третей валовой выручки Visa. Компания демонстрирует устойчивый рост доходов от предоставления и анализа данных, не связанных с обработкой транзакций, однако их доля в валовой выручке составляет лишь 5%. Хотя исторически инфляция способствовала номинальному увеличению доходов финансовых компаний, высокие темпы роста цен и текущее укрепление доллара ведут к увеличению расходов эмитентов, снижая маржинальность бизнеса.

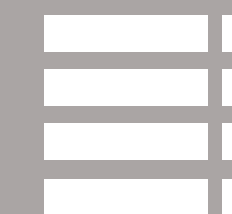
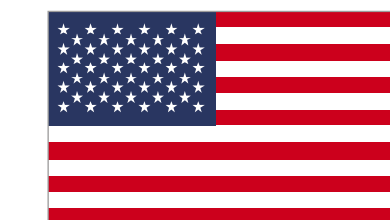
Диверсифицированная с точки зрения международного охвата бизнес-модель Visa способствует устойчивому росту ее доходов. Однако в текущем году прибыль компании зависит от общих для мировых рынков факторов – динамики инфляции и геополитической обстановки. Полагаем, что рецессия в США, ключевом для компании регионе, в ближайшие 12 месяцев маловероятна, поскольку рынок труда остается сильным, а доходы устойчивы. Геополитическая ситуация на сегодня выступает основным драйвером роста цен в Европе на товары и услуг первой необходимости, а также фактором повышения дискреционных расходов. На данный момент с учетом высоких показателей маржинальности и снижения мультипликаторов считаем акции Visa недооцененными, целевая цена по ним на горизонте года – \$240, рекомендация – «покупать».



Amazon (AMZN) впервые за семь лет стал убыточным по итогам первого квартала. В числе причин этого менеджмент называет макроэкономические тенденции, связанные со спадом онлайн-покупок, повышение издержек из-за инфляции, сбоев в цепочках поставок, а также потери, связанные с инвестициями в производителя электрокаров Rivian (RVN). Котировки компании после выхода квартального отчета упали на 20,62%, достигнув минимума за два года. Чистый убыток в размере \$3,8 млрд объясняется в первую очередь «бумажными» потерями из-за падения акций Rivian на общую сумму \$7,6 млрд. Amazon принадлежит около 20% компании. После выхода Rivian на IPO в ноябре 2021 года ее акции просели более чем на 70%. В прошлом году компания произвела около 1000 автомобилей, а в первом квартале 2022-го выпустила уже более 2500. Линейка продукции Rivian расширилась за счет выведенных на рынок внедорожников R1T и R1S, которые в базовой комплектации стоят \$67,6 тыс. и \$72,5 тыс. соответственно. Еще одной новинкой стал флагманский для компании продукт – электрофургон (EDV), который использует служба доставки Amazon.

Традиционные сегменты бизнеса Amazon показали смешанные результаты. Выручка компании выросла на 7% г/г, до \$116,4 млрд. Отрицательная курсовая разница в связи с реваль-

Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

вацией доллара составила \$1,8 млрд. Наибольшие потери компании принесло сокращение международных продаж, формирующих более 26% выручки, на 6% г/г без учета влияния курсовых разниц.

Операционная прибыль Amazon упала с прошлогодних \$8,9 млрд до \$3,7 млрд. Убыток от операционной деятельности в Америке компания показывает второй квартал подряд (\$1,6 млрд), а на зарубежных рынках эта тенденция развивается уже третий квартал подряд (\$1,3 млрд). Операционные расходы Amazon в Северной Америке росли быстрее, чем продажи. Компании пришлось потратить миллиарды, чтобы поддерживать работу своих предприятий в периоды карантинных ограничений. Также эмитент отметил эффект инфляционного давления, который был оценен в \$2 млрд.

В марте впервые с начала пандемии было зафиксировано снижение онлайн-продаж в сопоставлении год к году, а офлайн-объемы реализации повысились.

В условиях нестабильности рынков успешно проявляет себя бизнес-модель Amazon, отличающаяся устойчивостью к непредвиденным шокам благодаря диверсификации сервисов. В первом квартале за счет наиболее маржинального сегмента Amazon Web Services (AWS) компания смогла компенсировать операционные убытки других направлений.

Квартальные результаты Amazon соответствуют гайденсу руководства, представленному в конце 2021 года. Тем не менее собственные прогнозы операционной прибыли и других показателей на апрель-июнь были заметно понижены. Из-за ожидаемого усиления неопределенности на рынке руководство Amazon закладывает операционный результат в диапазоне от убытка в \$1 млрд до прибыли \$3 млрд.

Johnson & Johnson

FDA ограничивает использование для взрослых вакцины от COVID-19, разработанной **Johnson & Johnson (JNJ)**, из-за риска развития редкой разновидности тромбоза. Ранее подобные симптомы встречались после вакцинации препаратом компании AstraZeneca, относящимся к тому же классу, что и вакцина J&J.

До этого ограничения вакцина J&J могла применяться в тех случаях, когда аналоги от Moderna (mRNA) или Pfizer (PFE) были недоступны или не устраивали пациента. В декабре 2021 года CDC рекомендовало предпочитать мРНК-вакцины из-за их большей безопасности для пациента. В странах с высоким уровнем дохода вакцина J&J не пользуется большой популярностью из-за, пусть и незначительной, угрозы развития тромбоза, проблем с производством и неоднозначной эффективности. В апреле J&J отменила данный ранее годовой прогноз про-

даж вакцины от COVID-19, ссылаясь на избыток предложения и неопределенность спроса. На текущий момент, по данным CDC, вакцину J&J получили около 18,7 млн американцев, в то время как препаратом Moderna были привиты 217,5 млн, а Pfizer – 340,6 млн. В первом квартале продажи вакцины принесли J&J \$457 млн, и лишь 16% этой суммы было заработано в США. Доля вакцин в структуре выручки J&J не превышает 2%. Решение об ограничении использования антиковидного препарата J&J в США негативно для компании. Риск развития тромбоза указан в описании препарата, а FDA допускает его применение только в том случае, когда мРНК-вакцины недоступны или противопоказаны пациенту.

coinbase

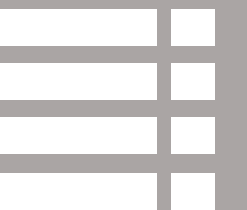
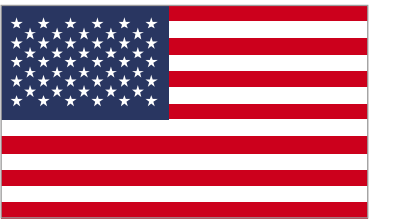
Крупнейшая криптобиржа **Coinbase Global (COIN)** отчиталась о значительном падении доходов за первый квартал 2022 года. Причиной этого стало ослабление активности инвесторов, сокращение объема торгов ввиду коррекции стоимости криптовалют и уменьшения волатильности рынка. Чистый квартальный убыток Coinbase за январь-март составил \$430 млн (разводненный убыток на акцию: \$1,98), тогда как годом ранее компания сгенерировала чистую прибыль в размере \$840 млн (EPS: \$3,05).

Чистая выручка компании сократилась на 27% г/г и на 53% кв/кв – до \$1,17 млрд, что оказалось хуже консенсус-прогноза на 20%. В сравнении с рекордными значениями последнего квартала 2021 года комиссионные доходы за обслуживание транзакций сократились на 55%, доходы от подписок упали на 29%. Число ежемесячно активных пользователей уменьшилось на 19%, до 9,2 млн, а общий объем торгов на платформе снизился на 43,5%, до \$309 млрд. Совокупный объем капитализации криптовалют, торгуемых на платформе, за квартал потерял около 8%. Это отражает общую тенденцию к ослаблению интереса инвесторов к рисковому активу в условиях ужесточения глобальных финансовых условий.

Давление на прибыль оказывает и рост операционных расходов более чем вдвое. Впервые с начала публикации финансовой отчетности Coinbase зафиксировала опережение ростом этого показателя темпы повышения выручки. Компания направляет около половины прибыли на инвестиции в развитие и технологии. Эти затраты по итогам января-марта были увеличены на 18% кв/кв. Общие и административные расходы ввиду активного расширения штата повысились на 39%.

Coinbase продолжает расширять перечень инструментов на платформе. В отчетном периоде на ней было представлено 27 новых активов, доступных для торгов, и 40 токенов для кастодиального обслуживания стейкинга, предлагаемого институциональным клиентам. Стейкинг – это способ пассивного заработка за счет хранения монет на биржевом счете и поддержания работо-

Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

способности блокчейн-сетей с алгоритмом доказательства доли (Proof-of-Stake). Примечательно, что за январь-март число пользователей, использующих стейкинг для повышения доходности, увеличилось с 3,6 млн в четвертом квартале до 5,8 млн. В целом же доля сделок институциональных инвесторов заметно увеличилась с 68% в прошлом квартале до 76% в начале 2022 года. В то же время объем сделок, проведенных розничными инвесторами, упал на 58%.

Coinbase сохраняет устойчивый баланс. По итогам отчетного квартала компания располагала \$6,2 млрд денежных средств и их эквивалентов при долгосрочном долге в объеме \$3,4 млрд, или 16% в отношении к активам. Это позволяет эмитенту делать инвестиции в долгосрочное развитие. В апреле корпорация запустила бета-версию собственного NFT-маркетплейса и кошелька Coinbase Pay.

Однако на среднесрочном горизонте инвесторам необходимо учитывать риск дальнейшего снижения прибыли биржи, поскольку уже по итогам апреля Coinbase оценила падение капитализации криптоактивов на платформе в 18% м/м и заявила, что число активных пользователей сократилось на 300 тыс. С учетом этого менеджмент ожидает снижения как комиссионных поступлений, так и дохода от подписок и платных услуг, при сохранении операционных расходов на прежнем уровне.

С конца марта акции компании потеряли 67% своей стоимости. С учетом текущей динамики основных бизнес-показателей мы понизили целевую цену акции COIN с \$240 до \$170.



Pfizer (PFE) сообщила о намерении приобрести биофарм-компанию Biohaven Pharmaceutical (BHVN) за \$11,6 млрд. В рамках сделки акционеры Biohaven получают по \$148,5 за акцию BHVN и по 0,5 акции новой публичной компании New Biohaven на каждую долевую бумагу, которой они уже владеют. Pfizer инвестировала \$350 млн в Biohaven в прошлом году, приобретая пакет из 2,6% бумаг компании по \$173 за акцию.

Эта сделка будет самой крупной для Pfizer за последние пять лет, с момента приобретения Medivation за \$14,3 млрд. Покупка Biohaven укладывается в рамки стратегии Pfizer на расширение пайплайна. Ранее корпорация приобрела Trillium Therapeutics за \$2,2 млрд и Arena Pharmaceuticals за \$6,7 млрд. Повышение M&A-активности обусловлено стремлением компании компенсировать потенциальное снижение выручки от препаратов для лечения и профилактики COVID-19. Pfizer стремится воспользоваться благоприятной рыночной конъюнктурой, характеризующейся оттоком капитала из высокодоходных инструментов и снижением оценок высокорисковых биотехнологических компаний.

Biohaven, основанная в 2013 году, специализируется на препаратах для лечения неврологических заболеваний и редких расстройств. Самый известный одобренный регуляторами продукт компании – Nurtec ODT для лечения и профилактики мигрени у взрослых. Ожидается, что на пике продаж препарат будет приносить до \$2 млрд выручки в год. Это средство, как и другие лекарства на основе пептида, связанного с геном кальцитонина (CGRP), перейдет к Pfizer, а New Biohaven будет получать роялти с продаж.

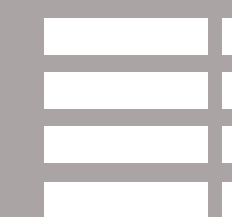
По итогам первого квартала выручка Biohaven составила \$319 млн, из которых \$123,6 млн компания заработала на продажах продуктов. Прогноз по итогам года предполагает продуктовую выручку в диапазоне \$825-900 млн. Эта сумма будет сгенерирована преимущественно за счет реализации Nurtec.

У Pfizer и Biohaven есть успешный опыт совместной разработки препарата для лечения мигрени VYDURA, поэтому расширение портфеля препаратов в существующем сегменте способно обеспечить эффект синергии в части затрат. Также Biohaven разрабатывает назальный препарат от головной боли. Новое поколение этих лекарств более эффективно, что обеспечивает их производителя конкурентным преимуществом.

В пайплайне Biohaven есть перспективные разработки на поздних фазах клинических испытаний. Среди них находящийся на третьей стадии исследований препарат Troriluzole от ОКР и спиноцеребеллярной атаксии, а также Verdiperstat от бокового амиотрофического склероза. Оба этих продукта после сделки отойдут New Biohaven.

Мы рассчитываем, что Pfizer продолжит направлять прибыль от продажи продуктов, связанных с COVID-19, на приобретение перспективных биотехнологических компаний. Прогноз Pfizer на текущий год предполагает выручку от этого направления на уровне \$54 млрд.

Мы сохраняем цель по акции PFE на отметке \$54 с рекомендацией «покупать».



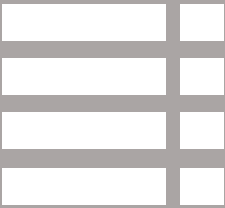
Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки



Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



10



Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

Компании Arch Resources (ARCH) и Merck (MRK) исключены из списка в связи с реализацией потенциала роста.

Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
BAC	BANK OF AMERICA CORP.	Банковская деятельность	280 460	2022-05-13	35	46	2023-05-13	32%	Покупать
BMRN	BIOMARIN PHARMACEUTICAL INC.	Производство фармацевтической продукции	14 304	2022-04-08	77	99	2023-04-08	28%	Покупать
CRM	SALESFORCE INC.	Производство программного обеспечения	163 122	2022-03-29	164	294	2023-03-29	79%	Покупать
MA	MASTERCARD INC.	Услуги в сфере информационных технологий	318 163	2022-01-25	330	410	2023-01-25	24%	Покупать
ADBE	ADOBE INC	Программное обеспечение	190 351	2022-01-11	403	618,5	2023-01-11	54%	Покупать
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	54 355	2021-12-21	210	277	2022-12-21	32%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	164 169	2021-10-25	106	120	2022-10-25	13%	Покупать
CRWD	CROWDSTRIKE HOLDINGS INC	Производство программного обеспечения	30 750	2021-12-02	146	276	2022-12-02	89%	Покупать
GPS	GAP INC	Специализированная розничная торговля	4 630	2022-02-22	13	18	2023-02-22	44%	Покупать
NFLX	NETFLIX INC	Развлечения	82 862	2022-04-20	187	300	2023-04-20	61%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	452 501	2022-01-14	90	149	2023-01-14	65%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	13 475	2021-08-09	11	18	2022-08-09	62%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	29 730	2022-01-27	35	46	2023-01-27	32%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	4 333	2022-02-18	21	50	2023-02-18	142%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	15 483	2021-12-18	96	193	2022-12-18	100%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	191 494	2022-02-10	105	205	2022-06-08	95%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	15 086	2022-02-10	125	200	2023-02-10	60%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	46 310	2021-10-08	249	292	2022-10-08	17%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	5 156	2022-01-11	15	72	2023-01-11	368%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	12 713	2021-11-05	110	220	2022-11-05	100%	Покупать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	2 918	2022-01-11	30	60	2023-01-11	98%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	2 358	2021-11-03	19	55	2022-11-03	194%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	14 104	2021-11-02	103	115	2022-11-02	11%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	10 860	2021-08-09	20	50	2022-08-09	144%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	38 323	2021-10-21	23	80	2022-10-21	242%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	3 218	2021-06-05	8	48	2022-06-05	469%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	149 979	2022-02-03	134	231	2023-02-03	73%	Покупать

Инвестиционная идея

Bank of America Corporation.

Бенефициар повышения ставок

Диверсифицированная бизнес-модель и активное развитие цифрового банкинга будут способствовать достижению котировками BAC таргета \$46 на горизонте года

Тикер	BAC
Цена акций на момент анализа	\$35,17
Целевая цена акций	\$46
Текущий потенциал роста	30,79%



Bank of America Corporation (BAC) – второй по размеру банковский холдинг США. Располагая \$3,24 трлн активов на балансе, эмитент занимает лидирующие позиции как в сегменте привлечения депозитов, так и в кредитовании. BAC осуществляет деятельность по четырем основным направлениям. Потребительский банкинг обслуживает депозиты и кредиты около 67 млн физических лиц и предприятий малого бизнеса, а также примерно 3,3 млн частных брокерских счетов, обеспечивая 37% чистой выручки. Сегмент управления благосостоянием и инвестициями занимает 23% в объеме выручки, оказывая услуги состоятельным клиентам. Совокупный объем активов под управлением бизнес-линии оценивается в \$3,7 трлн. Третьим по доходности подразделением (22% общей выручки) является глобальный банкинг, обслуживающий более 44 тыс. корпораций в 35 странах мира. В число клиентов этого дивизиона входят 74% компаний из списка Global Fortune 500. Подразделение глобальных рынков осуществляет торговлю на фондовых, валютных и товарно-сырьевых биржах 55 стран, а также предоставляет услуги консультирования для институциональных инвесторов и правительственных организаций. С одной стороны, доходы BAC более чувствительны к изменениям процентных ставок, чем у конкурентов. С другой – его бизнес-модель в мень-

шей степени зависит от динамики рынка капиталов. Эта особенность обеспечила прирост годовой выручки и менее значительное снижение прибыли в первом квартале в сравнении с крупнейшими сопоставимыми компаниями. В начале 2022 года в ситуации ужесточения финансовых условий и усиления рыночной волатильности активность компаний в IPO- и M&A-сегментах заметно сократилась, что привело к снижению комиссионных доходов от инвестиционно-банковской деятельности. Однако влияние этого негативного фактора было компенсировано повышением чистого процентного дохода, который, по данным последнего квартального отчета BofA, вырос на 13,5% и начиная с октября-декабря обеспечивает более половины выручки эмитента. Приток средств на депозиты и наличие избыточной ликвидности позволяют банку реинвестировать средства в расширение кредитного портфеля, объем которого превысил уровень прошлого года на 10%. Более активный рост наблюдается в сфере коммерческого кредитования с увеличением на 16% г/г как за счет новых заимствований, так и благодаря расширению действующих кредитных линий. Также банк подтверждает устойчивость потребления: расходы по картам превысили уровень прошлого года на 15%, объем потребительских займов – на 6%. Поскольку риск рецессии оценивается как невысокий в ближайшие 12-18

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
BAC	0,3%	(6,1%)	(9,4%)	(26,6%)	(15,9%)
S&P 500	2,4%	(2,4%)	(9,5%)	(8,9%)	(2,2%)
Russell 2000	0,0%	(2,5%)	(11,5%)	(11,7%)	(17,4%)
DJ Industrial Average	0,0%	(2,1%)	(6,9%)	(7,3%)	(5,4%)
NASDAQ Composite Index	3,8%	(2,8%)	(13,5%)	(14,4%)	(10,1%)



Вадим Меркулов,

директор аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Инвестиционная идея

месяцев, ожидается, что темпы потребительских расходов и кредитования будут поддерживаться в 2022 году на текущем уровне. Увеличению процентного дохода способствует сохранение высокого качества кредитного портфеля, доля чистых списаний в котором сохраняется на исторически низком уровне 0,16% за счет устойчивого финансового состояния потребителей и бизнеса. Чистая процентная маржа в начале 2022 года составляла 1,69%, что по-прежнему ниже среднего значения за последние пять лет (2,33%). Однако повышение учетной ставки ФРС и нормализация кривой доходностей будут способствовать повышению процентных доходов. В частности, по оценке банка, увеличение ставки на 100 б.п. предполагает прирост поступлений на \$5,4 млрд. Согласно базовому прогнозу, в этом году чистый процентный доход ВАС вырастет на 17%.

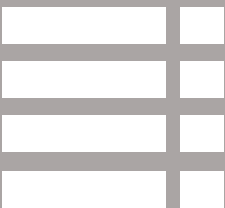
Важно отметить, что риски, связанные с экспозицией на российский рынок, оцениваются руководством банка как несущественные – около \$700 млн, или 3% средней квартальной выручки за последние три года. Кроме того, если в условиях инфляции большинство конкурентов в отрасли ожидают увеличения расходов в текущем году, менеджмент ВАС прогнозирует поддержание затрат на уровне 2021 года, что позволит снизить давление на прибыль. С учетом этого фактора форвардный мультипликатор P/E составляет около 12,9х к концу года. За счет диверсифицированной бизнес-модели и активного развития цифрового банкинга эмитент сохраняет лидирующие позиции в индустрии кредитования и рассматривается как основной бенефициар нормализации процентных ставок. Целевая цена акции ВАС – \$46 на горизонте года.

Финансовые показатели, \$ млн	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	91 244	85 528	89 113	94 539	102 310	107 530	112 700	117 853
Чистый процентный доход	48 891	43 360	42 934	50 598	57 198	60 141	65 500	68 120
Основные расходы	54 900	55 213	59 731	59 902	61 255	62 739	64 500	67 725
Операционная прибыль	36 344	30 315	29 382	34 638	41 055	44 791	48 200	50 128
Резервы на покрытие возможных убытков	3 590	11 320	-4 594	2 214	4 165	4 324	4 600	4 922
Доналоговая прибыль	32 754	18 995	33 976	32 424	36 890	40 467	43 600	45 281
Налоги	5 324	1 101	1 998	6 433	7 669	8 381	9 135	9 476
Чистая прибыль	27 430	17 894	31 978	25 991	29 221	32 086	34 365	35 805
Dilluted EPS	\$2,75	\$1,87	\$3,57	\$3,33	\$3,79	\$4,30	\$4,33	\$4,46
DPS	\$0,66	\$0,72	\$0,78	\$0,89	\$1,04	\$1,16	\$1,30	\$1,34

Анализ коэффициентов	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	12%	11%	11%	12%	12%	12%
ROA	1%	1%	1%	1%	1%	1%
ROCE	13%	2%	2%	2%	2%	2%
Выручка/Активы	0,03х	0,03х	0,03х	0,03х	0,03х	0,03х
Козэф. покрытия процентов	11,11х	10,97х	11,87х	12,47х	13,07х	13,63х

Маржинальность, в %	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Валовая маржа	40%	35%	33%	37%	40%	42%	43%	43%
Маржа по EBITDA	36%	22%	38%	32%	36%	37%	39%	38%
Маржа по чистой прибыли	24%	19%	33%	26%	28%	29%	30%	30%

Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Опционная идея

BULL PUT SPREAD ON XLP

Инвестиционный тезис

Consumer Staples Select Sector SPDR Fund (XLP) – биржевой фонд под управлением SSGA Funds Management, Inc. Он был запущен State Street Global Advisors, Inc. и инвестирует в акции компаний, работающих в секторе потребительских товаров и характеризующихся диверсифицированной рыночной капитализацией. Фонд отслеживает движение индекса потребительских товаров Select Sector Index и S&P 500, используя метод полной репликации. На фоне глобального разгона инфляции, а также усиления геополитической напряженности котировки многих компаний потребсектора значительно скорректировались, однако мы полагаем, что у этой отрасли остаются хорошие возможности для дальнейшего роста, так как ее эмитенты удовлетворяет базовые потребности населения и имеют возможность переносить инфляцию на конечных потребителей. Как следствие, мы считаем, что стоимость акций фонда к 17 июня будет превышать \$74.

Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



Стратегия	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
Bull Put Spread	XLP	Покупать	PUT \$73	17.06.2020	1,140	\$ (27,00)	-0,345	0,068	0,078	-0,030	25,27%	20,44%	15,30%	13,51%	11,86%
		Продавать	PUT \$74	17.06.2020	1,410		-0,410	0,079	0,085	-0,028	22,75%				

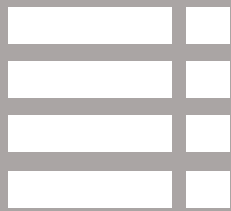
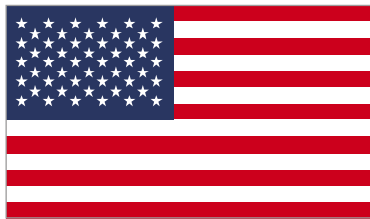
Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on XLP
Страйки	Long PUT 73; Short PUT 74
Покупка	+XLP*C6H73
Продажа	+XLP*C6H74
Дата экспирации	17 июня 2022 г.
Маржинальное обеспечение	\$100,00
Максимальная прибыль	\$27
Максимальный убыток	\$73,0
Ожидаемая прибыль	27%
Точка безубыточности	\$73,73

Управление позицией

Если цена базового актива на дату экспирации будет выше страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$27. В случае если цена базового актива будет в диапазоне \$73-74, убыток будет варьироваться, при этом придется продать эквивалентное количество лотов (100 акций) XLP для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$73. В позицию необходимо заходить до 28.05.2022 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

Abnormal Security

Команда Abnormal Security разработала платформу, которая с помощью искусственного интеллекта позволяет защитить электронную почту от киберопасностей, включая спам, вредоносные обновления и доступ посторонних лиц к конфиденциальной информации. В рамках раунда финансирования С стартап привлек \$210 млн от Insight Partners и других инвесторов. Всего Abnormal Security Corporation получила \$300 млн в ходе всех проведенных инвестраундов. Привлеченные средства планируется потратить на усовершенствование систем кибербезопасности, а также повышение узнаваемости среди крупных организаций и предприятий. В число клиентов компании входят Xerox, Groupon, The Auto Club Group, Urban Outfitters и др. Основные инвесторы стартапа – Greylock, Menlo Ventures и Insight Partners.

Abnormal

Group14 Technologies

Компания Group14 Technologies была основана в 2015 году в штате Вашингтон. За семь раундов финансирования она привлекла \$442,2 млн, включая \$400 млн в ходе последнего из них. Компания выпускает компоненты для литий-кремниевых батарей, которые используются в производстве электрокаров. Porsche AG заинтересовалась разработками Group14 Technologies и стала одним из основных инвесторов стартапа. Фонды Yaletown Partners и Washington State Department of Commerce также финансируют молодую компанию. Привлеченные средства менеджмент планирует потратить на расширение производства, наем сотрудников и усовершенствование технологий.

GROUP14

Roofstock

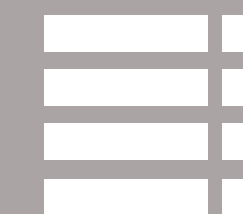
Ключевая разработка Roofstock – платформа для купли-продажи инвестиционной недвижимости. Продукт компании, основанной в 2015 году, позволяет ее клиентам удобно управлять капиталом, инвестированным в недвижимость, а также подбирать новые предложения в зависимости от индивидуальных потребностей. За 10 раундов финансирования Roofstock привлекла \$365,3 млн, войдя в список Entrepreneur «360 лучших предпринимательских компаний Америки», а также Forbes Fintech «50 самых инновационных компаний». В 2019 году Roofstock стала победителем премии HW Tech 100. Стартап финансируют Lightspeed Venture Partners, SVB Capital, SoftBank Vision Fund, SoftBank Vision Fund, Canvas Ventures и другие.

 **roofstock**

Genies

Genies занимается созданием аватаров на базе NFT-технологий. За 12 раундов финансирования стартап привлек почти \$270 млн, получив статус «единорога». В числе основных инвесторов компании – Bond, New Enterprise Associates, Breyer Capital, Joe Montana и другие. В 2021 году Genies заключила с крупными музыкальными агентствами Warner Music Group и Universal Music Group договор на отрисовку «виртуальных личностей» некоторых из их артистов. Также разработки стартапа позволяют создавать вещи, одежду и уникальные аксессуары для фанатов знаменитостей, таких как Джастин Бибер, Рианна и Шон Мендес.

Genies ✨



IPO Aleph Group

В помощь рекламщику

7 февраля заявку на IPO подала компания Aleph Group, разработавшая платформу для распространения рекламы в развивающихся странах. Андеррайтеры размещения – J.P. Morgan, Citigroup, Goldman Sachs, BofA Securities, UBS, Deutsche Bank, BNP PARIBAS, Macquarie Capital

Чем интересна компания?

1.

О компании. Продукт Aleph Group объединяет крупнейшие цифровые платформы с тысячами рекламодателей и миллиардами потребителей в странах с развивающейся экономикой и недостаточно высоким уровнем обслуживания. У Aleph заключены эксклюзивные соглашения с более чем 30 ведущими цифровыми платформами, включая Twitter, Facebook*, Microsoft, Snapchat, TikTok, Spotify и Twitch. Компания предоставляет комплексные решения для рекламщиков в 90 странах с почти 3 млрд потребителей. Aleph Group была создана в июле 2021 года путем объединения Httpool, IMS, Wise.Blue и Social Snac, а инвесторами проекта стали CVC Capital Partners, Sony Pictures Entertainment, MercadoLibre, Twitter и Snap. В 2021 году компания была оценена в \$2 млрд.
2.

Потенциальный рынок. По данным eMarketer, мировой рынок рекламы в 2017 году составлял \$230,3 млрд, а к 2021-му расширился до \$455,3 млрд. В 2022 году компания оценивает свой потенциальный рынок в \$88 млрд с возможным ростом до \$113 млрд к 2025-му.
3.

Финансовые показатели. В прошлом году темпы роста выручки компании составили 87%, EBIT маржа увеличилась с 25% в 2020-м до 28% в 2021-м. На конец года на балансе Aleph было \$113,053 млн денежных средств при нулевом долге.

*Деятельность Meta Platforms Inc. по реализации продуктов Facebook и Instagram на территории Российской Федерации запрещена по основаниям осуществления экстремистской деятельности.



Обзор перед IPO	
Эмитент:	Aleph Group.
Тикер:	ALEF
Биржа:	NYSE
Диапазон на IPO:	\$-
Объем к размещению:	\$100 млн
Андеррайтеры:	J.P. Morgan, Citigroup, Goldman Sachs, BofA Securities, UBS, Deutsche Bank, BNP PARIBAS, Macquarie Capital



Российский фондовый рынок возобновил рост, хотя на более длительном отрезке движение пока не выходит за рамки бокового тренда. Торговые объемы относительно низкие. Порой отыгрывается ситуация на зарубежных площадках, но в основном динамика отечественных биржевых активов остается независимой от внешних трендов. За последние три недели ведущий американский индекс S&P 500 потерял около 5%, тогда как номинированный в рублях индекс Мосбиржи вырос примерно на 9%, а долларový РТС поднялся почти на 25%.

В центре внимания остается укрепление рубля. Банк России смягчил требования к продаже валютной выручки и разрешил физическим лицам – резидентам ежемесячно выводить за границу не \$10 тыс., как предписывалось изначально, а \$50 тыс. На наш взгляд, это послабление не способно ликвидировать дисбаланс между спросом и предложением на бирже. По прогнозу ЦБ, профицит счета текущих операций в этом году может составить около \$140 млрд.

У рынка пока отсутствуют драйверы для активного стабильного роста. Новостной фон нейтрален. В фокусе нет важных корпора-

тивных событий. Отчетность за первый квартал мало интересует инвесторов. Отток средств из ПИФов акций в апреле составил 3,3 млрд руб. против 2,5 млрд руб. в марте. Тем не менее развитие «бычьего» тренда по-прежнему более вероятно, чем коррекция. Банк России снизил ключевую ставку до 14%, а это означает, что доходность облигаций и новых депозитов не компенсирует инфляцию, которая достигла 17,8%. В нынешней ситуации единственным активом, способным обогнать рост цен, остаются акции.



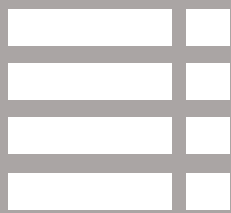
Ожидаем

Мы предполагаем, что акции продолжат демонстрировать восходящую динамику. Целью для индекса Мосбиржи выглядит уровень 2700 пунктов. Лидерами роста, на наш взгляд, способны стать представители нефтегазового и финансового секторов. Смешанная динамика сохранится в бумагах металлургов и ретейлеров, в аутсайдерах может оказаться сектор строительства. Ориентир для пары USD/RUB: диапазон 60–65.

Наша стратегия

Мы пока рекомендуем воздерживаться от поиска долгосрочных точек входа. Также советуем ограничиться операциями с бумагами первого-второго эшелона и не удерживать длинные позиции более двух-трех дней. Есть смысл отыгрывать новости, ожидания, технические факторы и сильные движения на рынке.

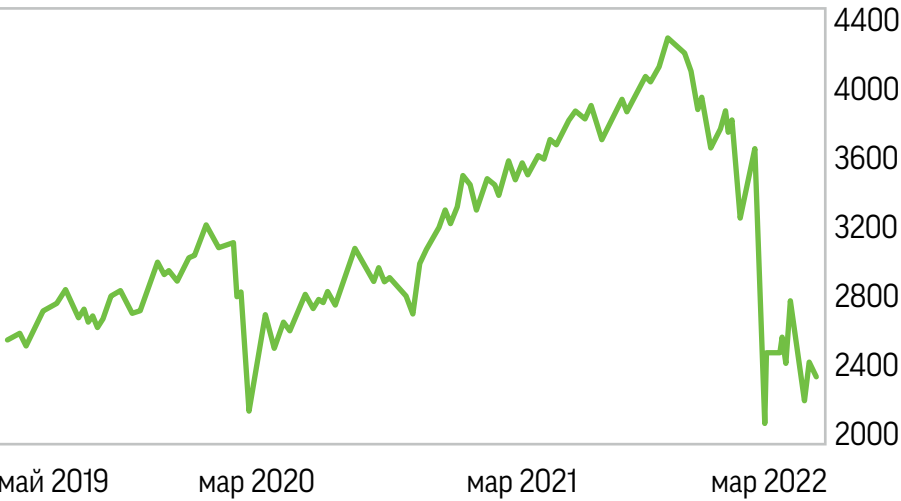
Георгий Ващенко,
заместитель директора
аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение, %
	25.04.22	16.05.22	
MOEX	2 186	2 364	8,14%
РТС	941	1 174	24,76%
Золото	1 902	1 813	-4,68%
Brent	103,35	112,23	8,59%
EUR/RUB	77,18	66,04	-14,43%
USD/RUB	73,14	63,59	-13,06%
EUR/USD	1,0724	1,0399	-3,03%

Индекс Мосбиржи дневной



Российский рынок перешел от снижения к росту. Индекс Московской биржи прибавил более 8%, а РТС поднялся почти на 25%.



Выручка холдинга **Русagro** за январь-март увеличилась на 23% г/г, до 61 506 млн руб. (\$715 млн). Скорректированная EBITDA поднялась на 51% г/г и составила 16 687 млн руб. (\$196 млн), что соответствует рентабельности 22%. Чистая прибыль сократилась на 66% г/г, до 2240 млн руб. (\$26 млн). Долговая нагрузка составила 1,7x EBITDA.

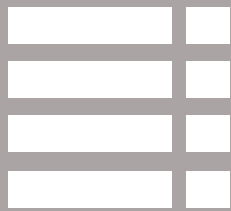


Чистая розничная выручка **Магнита** в первом квартале увеличилась на 37% г/г, до 547,7 млрд руб. Доходы от онлайн-продаж повысились в 10,6 раза к уровню за аналогичный период 2021-го и достигли 9,2 млрд руб. EBITDA составила 37,7 млрд руб., что соответствует рентабельности 6,9%. Чистая прибыль осталась на уровне прошлого года 10,9 млрд руб. Сопоставимые продажи увеличились на 12% г/г. Средний чек вырос на 11,9%, до 394 руб. Количество магазинов достигло 26,6 тыс., торговая площадь была расширена на 21% г/г, до 9,24 млн кв. м.



Выручка **X5 Group** за первые три месяца текущего года поднялась на 19,1% г/г, до 604,2 млрд руб. Скорректированная EBITDA по стандартам IAS 16 выросла на 13,8% г/г и составила 70,18 млрд руб., что соответствует рентабельности 11,6%. Чистая прибыль сократилась с 7,6 млрд до 2,5 млрд руб., чистая маржа закрепились на отметке 0,4%. Сопоставимые продажи увеличились на 11,7% на фоне роста трафика и среднего чека на 3,7% и 7,8% соответственно. Долговая нагрузка составила 2,89x EBITDA.

Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Акция	Значение на 25.04.2022	Значение на 16.05.2022	Изменение, %
-------	------------------------	------------------------	--------------

Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1055	1105,4	4,78%
НЛМК	152,78	160	4,73%
ММК	41,5	43,535	4,90%
ГМК Норникель	19900	21364	7,36%
Распадская	385	375,15	-2,56%
Алроса	79,64	75	-5,83%
Полюс	12789	12335	-3,55%
Мечел, ао	122,25	134,9	10,35%
Мечел, ап	189	181	-4,23%
ОК РУСАЛ	62,36	63,05	1,11%
Polymetal	700	646	-7,71%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	111,9	123,41	10,29%
Сбербанк, ап	118,51	119,84	1,12%
ВТБ	0,018155	0,01898	4,54%
АФК Система	12,179	12,294	0,94%
Мосбиржа	88	89,06	1,20%
Сафмар	438,4	445	1,51%
TCS, гдр	1908	2185	14,52%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	206,35	244,2	18,34%
НОВАТЭК	967,2	996,6	3,04%
Роснефть	388,5	378,8	-2,50%
Сургутнефтегаз, ао	21,89	22,5	2,79%
Сургутнефтегаз, ап	32	32	0,00%
ЛУКОЙЛ	3931	4523,5	15,07%
Башнефть, ао	966,5	993,5	2,79%
Башнефть, ап	613,5	699	13,94%
Газпром нефть	379,45	394,75	4,03%
Татнефть, ао	355	373,7	5,27%
Татнефть, ап	319,2	340,8	6,77%

Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

Акция	Значение на 25.04.2022	Значение на 16.05.2022	Изменение, %
-------	------------------------	------------------------	--------------

Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	2,375	2,769	16,59%
Русгидро	0,7815	0,8008	2,47%
ОГК-2	0,389	0,4698	20,77%
Юнипро	1,354	1,399	3,32%
ТГК-1	0,00707	0,007656	8,29%
Энел	0,481	0,477	-0,83%
Мосэнерго	1,687	1,791	6,16%
ФСК ЕЭС	0,0931	0,10174	9,28%
Россети, ао	0,6083	0,683	12,28%
Потребительский сектор			
Магнит	4299,5	4790,5	11,42%
X 5	1007,5	1024	1,64%
Лента	825	766	-7,15%
Детский мир	71,66	72,52	1,20%
М.видео	218	217,8	-0,09%
OZON, адр	937	899	-4,06%
Fix Price	380,3	358,1	-5,84%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	185	210	13,51%
Ростелеком, ао	57,21	58,1	1,56%
Ростелеком, ап	56,95	58,7	3,07%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	29,02	29,52	1,72%
НМТП	5,24	5,305	1,24%
ДВМП	32,72	34,18	4,46%
GLTR, гдр	314,5	357,65	13,72%
Совкомфлот	42,31	40,99	-3,12%

Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

Наиболее выраженную позитивную динамику продемонстрировали бумаги нефтегазового и энергетического секторов. Прибавили в цене также акции банков и телекомов. Разнонаправленные движения наблюдались в котировках потребительского сектора и металлургии.

Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



МТС. Всегда на связи

Бумаги МТС привлекательны для покупки на долгосрочную перспективу с потенциалом роста более 35%

ПАО «Мобильные ТелеСистемы»	
Тикер	MTSS
Текущая цена акций	225,00 ₹
Целевая цена акций	350,00 ₹
Потенциал роста	37,25%
Стоп-аут	220,00 ₹
Капитализация, USD млн	7840

Котировки МТС демонстрируют отскок после резкого падения в феврале-марте. Капитализация компании составляет 509 млрд руб. (\$7,8 млрд). С июля прошлого года по март 2022-го котировки упали в два раза, с 350 до 175 руб. В ходе последней коррекции акции обвалились ниже минимумов 2017-го, 2019-го и 2020 годов, последний раз на таких уровнях бумага торговалась в конце 2016-го.

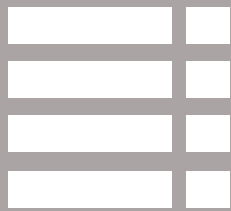
Улучшение операционных результатов наблюдалось во всех сегментах. Число абонентов мобильной связи МТС в России выросло на 2,5%, до 80 млн. Количество розничных точек продаж внутри страны увеличилось на 2%, до 5,6 тыс. Число клиентов МТС Банка достигло 3 млн, 1,8 млн из которых – активные пользователи мобильного приложения. Абонентская база в сегменте ТВ расширилась на 1,8 млн, до 8,4 млн.

Эмитент представил сильные финансовые результаты за 2021 год. Выручка группы увеличилась на 8%, до 534 млрд руб. Продажи отдельно за четвертый квартал составили 144 млрд руб. (+7,5% г/г). Скорректированная OIBDA по итогам 12 месяцев достигла 229 млрд руб., что на 6% больше показателя 2020 года и соответствует уровню рентабельности 42,9%. При этом рентабельность OIBDA в четвертом квартале оказалась равна 38,6%. Чистая прибыль в октябре-марте 2021-го и за полный прошлый год составила 13,6 млрд (+3,9% г/г) и 63,5 млрд руб. (+6,6% г/г) соответственно. 97% выручки (521 млрд руб.) было сгенерировано в России, на сегмент услуг связи пришлось 417 млрд руб., или 80%. Доходы от деятельности МТС Банка составили 48 млрд руб., выручка от продажи товаров в розницу достигла почти 70 млрд руб. Медиаsegment обеспечил 13,7 млрд руб. поступлений (+30 г/г) в 2021 году. Чистый долг увеличился до 389,5 млрд руб., долговая нагрузка составила 1,7х OIBDA.

Компания не отказывается от распределения дивидендов. За первое полугодие 2021-го МТС выплатила держателям долевых бумаг 10,55 руб. на

акцию (21,1 руб. на ГДР). Итоговый дивиденд за 2021 год составит 33,85 руб. на акцию, или 104% прибыли. В прошлом году также была завершена программа обратного выкупа акций на сумму 9,3 млрд руб.

Несмотря на сложный для экономики период, операторы связи демонстрируют уверенные результаты. Государство передвинуло сроки исполнения требований к хранению данных, что позволит телекомам пока не наращивать объем капитальных затрат. Негативное влияние на бизнес компаний сегмента оказывают санкции, затрудняющие импорт оборудования и программного обеспечения, а также инфляция. Операторы связи реагируют на это повышением тарифов, в том числе скрытым (то есть сокращая объем услуг). Спрос на услуги связи неэластичен, то есть инвесторам не стоит опасаться сокращения доходов МТС. Мы полагаем, что акции телекома подойдут для долгосрочных вложений на фоне низких рисков и благоприятной для держателей бумаг дивидендной политики.



Инвестиционная идея

Финансовые показатели	2020	2021	2022П	2023П
Операционные доходы, млн руб.	494 926	534 403	560 398	582 196
Изменение, %	5%	8%	5%	4%
OIBDA, млн руб.	207 222	223 846	241 540	253 948
Операционная маржа, %	41,9%	41,9%	43,1%	43,6%
Чистая прибыль, млн руб.	60 389	63 038	67 642	76 281
Чистая маржа, %	12,2%	11,8%	12,1%	13,1%

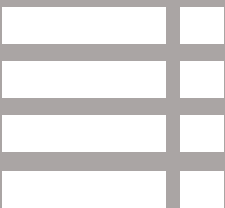
Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



	2020	2021	2022П	2023П
P/B	19,9		16,9	6,7
P/E	9,6	8,0	4,6	4,2
ROA	7,1	6,4	-	-
ROE	14,9	16,1	-	-

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
MTSS:RX	17,36%	22,00%	25,10%	-6,60%	-23,50%
IMOEX	1,55%	3,20%	5,20%	-27,40%	-32,20%
RTS	1,80%	8,20%	31,40%	-12,60%	-22,70%

20



В поисках дна

Дальнейшее улучшение макроэкономической ситуации в Казахстане и нормализация внешней конъюнктуры будут способствовать завершению коррекции

На графике индекса KASE после мартовской консолидации сформировалась новая нисходящая коррекционная волна. В результате казахстанский фондовый рынок завершил в минусе 14 последних сессий подряд. Исторически весенняя коррекция, как правило, развивается во второй половине апреля и бывает связана с начислением дивидендов. Однако в этом году рынок не рос в преддивидендный сезон, так как его участники не испытывали особого оптимизма по поводу предстоящих выплат. Как следствие, не появились и триггеры к падению на фоне фиксации реестров. Наоборот, неожиданно сдержанная рекомендация в отношении размера выплат Казтрансойла, одной из основных дивидендных фишек, усилила пессимистичные настроения среди инвесторов. Кроме того, с начала года фондовый рынок Казахстана подвергается влиянию макроэкономической нестабильности и ситуации вокруг отдельных эмитентов из состава KASE, а также испытывает воздействие негативной внешней конъюнктуры. Стоит отметить, что развивающиеся и фронтирные рынки, в число которых входит казахстанский, довольно чувствительны к ужесточению денежно-кредитной политики в США. Внешнее влияние, которое испытывает биржа Казахстана, связано главным образом с динамикой ГДР отечественных компаний на

Лондонской бирже. Тем не менее мы считаем, что разворот вверх возможен по мере восстановления макроэкономической стабильности, в первую очередь при замедлении инфляции. Это позволит Нацбанку снизить базовую ставку, что увеличит инвестиционную привлекательность казахстанских акций. Динамика котировок входящих в KASE бумаг в последние недели отличалась усилением волатильности. В лидерах снижения при отсутствии значимых новостей оказался Kaspi, причем на этот раз скорректировались как обыкновенные акции, так и ГДР. Повышенную волатильность на новостях о покупке казахстанской «дочки» Альфа-банка продемонстрировали котировки ЦентрКредита. Капитализация Kcell вернулась на минимумы прошлого года после сообщения о возможной продаже Казакхтелекомом своей доли в компании в целях демонополизации. Падение котировок Kcell, вероятнее всего, было связано с предположением, что цена продажи будет намного ниже рыночной на момент публикации новости, так как недавно Jusan Bank купил крупную долю в Kcell примерно по 1100 тенге за акцию. Тенге значительно укрепился по отношению к доллару США под влиянием ревальвации рубля, в том числе и в паре с казахстанской валютой. В то же время стоит отметить, что в апреле тенге рос в паре с долларом без интервенций Нацбанка.

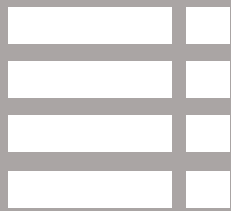
Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение, %
	03.05.22	16.05.22	
Индекс KASE	2 993,86	2 745,26	-8,3%
Халык Банк (GDR)	9,70	9,93	2,4%
KEGOC (KASE)	1 667,22	1 668,60	0,1%
Казтрансойл (KASE)	765,31	746,01	-2,5%
Казакхтелеком (KASE)	30 790,00	29 600,00	-3,9%
Халык Банк (KASE)	116,27	109,55	-5,8%
Казатомпром (GDR)	29,80	27,84	-6,6%
Казатомпром (KASE)	13 870,00	12 360,25	-10,9%
Kcell (KASE)	1 370,50	1 210,00	-11,7%
Банк ЦентрКредит (KASE)	394,00	325,01	-17,5%
Kaspi (KASE)	49 600,00	39 098,00	-21,2%
Kaspi (GDR)	65,90	50,50	-23,4%

Ожидания и стратегия

Рассчитываем на достижение ведущими фондовыми индексами дна коррекции. На бирже Казахстана текущее снижение во многом обусловлено внешними факторами. Тем не менее рост в акциях Казтрансойла, KEGOC и Kcell сдерживают и внутренние причины. Мы ожидаем завершения дивидендного сезона, чтобы обновить оценки инвестиционной привлекательности перечисленных эмитентов. Их ГДР на LSE сохраняют потенциал роста, так как компании продолжают демонстрировать неплохие фундаментальные показатели. В поддержку этого высказывается и большинство покрывающих эти бумаги аналитиков. Однако в силу рыночных обстоятельств котировки Казтрансойла, KEGOC и Kcell остаются высоковолатильными.

Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



- **ВВП Казахстана в январе-апреле рос значительно лучше ожиданий.** За первые четыре месяца 2022-го базовый показатель экономики Республики Казахстан повысился на 4,4% при прогнозе МВФ на весь год на уровне 2,5%.
- **Казтрансойл представил производственную отчетность за первый квартал.** Объем транспортировки нефти отдельно по системе магистральных нефтепроводов по сравнению с результатом за январь-март 2021-го сократился на 480 тыс. тонн, до 9,75 тыс. тонн. В то же время консолидированный грузооборот нефти увеличился на 92 млн км на тонну, достигнув 10,76 млрд км на тонну.
- **Годовое общее собрание акционеров Казахтелекома перенесено на 30 мая.** ГОСА Казахтелекома не состоялось в связи с отсутствием кворума. Участникам собрания предстоит утвердить выплату дивидендов в размере 3590,39 тенге на акцию.



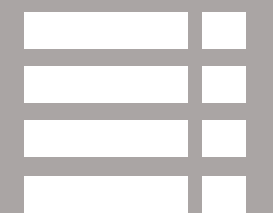
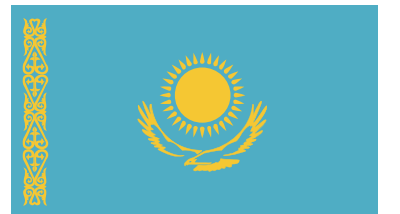
Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Народный банк. Укрепляем «фундамент»

Расширение бизнеса за счет покупки части кредитного портфеля казахстанской «дочки» Сбера создает для бумаг Народного банка надежный долгосрочный драйвер роста

Причины для покупки:

- **Результаты за первый квартал 2022 года.** В целом отчет Народного банка мы оцениваем как умеренно позитивный. Процентные доходы эмитента выросли на 31% г/г и на 4,7% кв/кв, достигнув 254 млрд тенге, процентные расходы упали на 1,6% кв/кв на фоне уменьшения объема выплат клиентам. Комиссионные доходы увеличились на 13% кв/кв, сократившись на 0,6% г/г, а непроцентные доходы повысились на 72% г/г и 29% кв/кв во многом за счет прибыли от валютных операций на фоне волатильности обменного курса. Тем не менее в первом квартале Народный банк сразу вчетверо, до 25,4 млрд тенге, нарастил резервы под обесценение кредитного портфеля. В итоге, несмотря на увеличение процентных и непроцентных доходов, из-за существенного роста резервов чистая прибыль банка сократилась в поквартальном выражении на 3,9%, до 124 млрд тенге, однако показала рост на 28% г/г. Собираемость наличных в виде процентного дохода кредитного портфеля выросла до 101%, а объем ликвидности уменьшился лишь с 46,4% до 45,9% ко всем обязательствам. Рост кредитного портфеля составил 37% г/г и 6,9% кв/кв.
- **Покупка кредитов казахстанской «дочки» Сбера.** Народный банк в апреле приобрел треть кредитного портфеля уходящего из Казахстана Сбербанка. Судя по комментариям CEO Умут Шаяхметовой в отношении внутренней проверки сделки, качество портфеля займов Сбера достаточно высоко. Данных о величине предоставленного продавцом дисконта в открытом доступе нет, поэтому на сегодня сказать, как сделка повлияет на итоговую прибыль Народного банка,

проблематично. На наш взгляд, покупка доли в Сбере окажет давление на размер потенциальных дивидендов, однако на долгосрочном горизонте расширение бизнеса будет способствовать увеличению прибыли от качественного кредитного портфеля. Триггером к реализации потенциала роста способно стать улучшение макроэкономической ситуации, в том числе замедление инфляции.

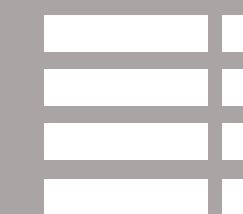
- **Техническая картина.** Из трех ГДР казахстанских эмитентов, торгуемых на LSE, бумаги Народного банка мы оцениваем как наиболее интересные для покупки благодаря высокой стабильности их котировок. Сейчас эта бумага торгуется вдоль 50-дневной скользящей средней, которая, в свою очередь, начала подниматься. Котировки держатся чуть выше поддержки на уровне \$9, что может послужить платформой для восстановления.



АО «Народный банк»

Тикер на KASE:	HSBK
Текущая цена:	185 тг
Целевая цена:	110 тг
Потенциал роста:	68%

Динамика акций на KASE



Рынок Узбекистана

Голубые фишки поставили на красное

Период консолидации в котировках лидеров узбекистанского фондового рынка сменился глубокой коррекцией

За первые два торговых дня мая на Ташкентской фондовой бирже индекс ликвидных акций EqRe Blue упал на 3,66%, до 2258,61 пункта. За следующую неделю бенчмарк скорректировался на 5,07%, до 2245,57 пункта, таким образом растеряв практически весь рост второй половины апреля. Основным драйвером нисходящей коррекции стали обыкновенные акции **Хам-**

корбанка (НМКВ) и **Узметкомбината (UZMK)**, обвалившиеся на 20,26% и 14,24% соответственно. Среди лидеров падения оказались также бумаги **Кизилкумцемента (QZSM)** и **Кувасайцемента (KSCM)**, которые потеряли более 9%. Участники рынка отреагировали распродажей этих акций на публикацию слабой отчетности производителей цемента за первый квартал.

Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	29.04.22	13.05.22	
EqRe Blue	2297,38	2144,01	-6,68%
KVTS	3900	3800	-2,56%
QZSM	3800	3450	-9,21%
SQBN	12,99	13	0,08%
URTS	25000	24000	-4,00%
UZMK	17490,00	15000	-14,24%
KSCM	320000	291000	-9,06%
НМКВ	69,00	55,02	-20,26%
IPTB	0,9	0,9	0,00%
UVCМ	13200	13450	1,89%
KUMZ	920	987,99	7,39%
A028090	41997	39998	-4,76%
A005900	6000	6849,9	14,17%

Текущие рекомендации по акциям

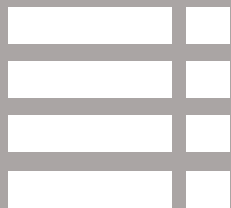
- Советуем **держать** акции Кизилкумцемента (QZSM) и КМЗ (KUMZ) до пересмотра нашими аналитиками целевых цен по ним.
- Для **покупки** от текущих отметок с целью достижения ценой сбалансированных уровней подойдут бумаги Кварца (KVTS), УзПСБ (SQBN), УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), Узвторцветмета (UVCМ), Кувасайцемента (KSCM), Хамкорбанка (НМКВ), Ипотека-банка (IPTB), Тошкентвино комбинати (A028090) и Средазэнергосетьпроекта (A005900).



Бехрузбек Очилов,
инвестиционный аналитик
ИП ООО «FREEDOM FINANCE»



Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Макростатистика

- Девальвация **узбекского сума** по отношению к доллару США достигла 6,13% г/г, спред между депозитами в USD и UZS составляет 12–17%. За первую неделю мая сум в паре с долларом США укрепился на 0,71%, за вторую подрос на 0,56%. Позитивную динамику курс нацвалюты демонстрирует второй месяц подряд.
- **Средняя ставка** размещения краткосрочных гособлигаций составила 19,00%. Ставка овернайт на межбанковском рынке равнялась 17,95%. Государственный облигационный долг достиг \$3,80 млрд.
- Годовая рыночная **доходность еврооблигаций** Узбекистана с погашением в 2029 году поднялась с 5,59% до 6,40%. Рост доходности и падение котировок облигаций сопровождалось повышением доходности долговых бумаг группы BB+/BB/BV- (группа Узбекистана).

Новости отдельных компаний

- Андеррайтером дополнительного выпуска акций **Узметкомбината** (FPO) станет консорциум инвестиционных банков во главе с Avesta Investment Group.
- **Алмалыкский ГМК** объявил тендер на привлечение андеррайтеров для проведения IPO на локальной и международной биржах. На Ташкентской бирже планируется разместить до 5% акций металлургического гиганта, на международном рынке будет листинговано 25% бумаг ГМК.
- **Artel Electronics** провела три эмиссии корпоративных облигаций на общую сумму 30 млрд сумов на Ташкентской фондовой бирже.
- С 1 июля отечественные фермеры и сельскохозяйственные кластеры будут выставлять пшеницу на продажу исключительно через **Узбекскую товарно-сырьевую биржу**.



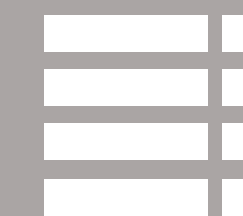
Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Инвестиционная идея

Узпромстройбанк. Сочетая преимущества «роста» и «стоимости»

Быстрый и устойчивый рост бизнеса будет способствовать реализации 111%-го потенциала в котировках эмитента

Узпромстройбанк – одна из крупнейших финансово-кредитных организаций Узбекистана, которая обладает кредитным рейтингом на уровне суверенного, а также характеризуется высокими и устойчивыми темпами роста. Банк обслуживает розничную и корпоративную клиентские базы в размере более 1,5 млн человек и свыше 60 тыс. компаний соответственно. 3,93% акций эмитента находится в свободном обращении. Остальные долевые бумаги контролируются правительством, в т.ч. через госкомпании.

(+) Фундаментальная недооценка банка. Рыночная капитализация эмитента составляет 0,38х балансовой стоимости, что обеспечивает котировки значительным потенциалом повышения.

(+) Стремительный и устойчивый рост, сильная финансовая позиция. Начиная с 2015-го активы, собственный капитал, процентные доходы и чистая прибыль банка в среднем увеличивались на 40,4%, 50,2%, 49,7% и 71,8% в год соответственно. Коэффициент материального общего капитала (TCE) банка составляет 12,52%, что существенно выше общепринятой нормы 4-5%.

(+) Финансирование за счет облигаций. Банк дебютировал на рынке еврооблигаций и активно привлекает более дешевую ликвидность за счет выпуска бондов. На облигации приходится 88,57% долгового финансирования эмитента. Крупные держатели данных обязательств активно наращивают свои

портфели, что свидетельствует об их уверенности в финансовой устойчивости банка.

(+) Планы оптимизации корпоративного управления. Согласно своей стратегии развития, УзПСБ планирует увеличить количество независимых директоров в наблюдательном совете до пяти.

(+) Уверенные планы на 2023 год. Менеджмент намерен в течение нескольких месяцев значительно нарастить рыночную долю, а также довести соотношение чистой прибыли и капитала банка (ROE) до 15% и увеличить чистую процентную маржу (NIM) до 5,7%.

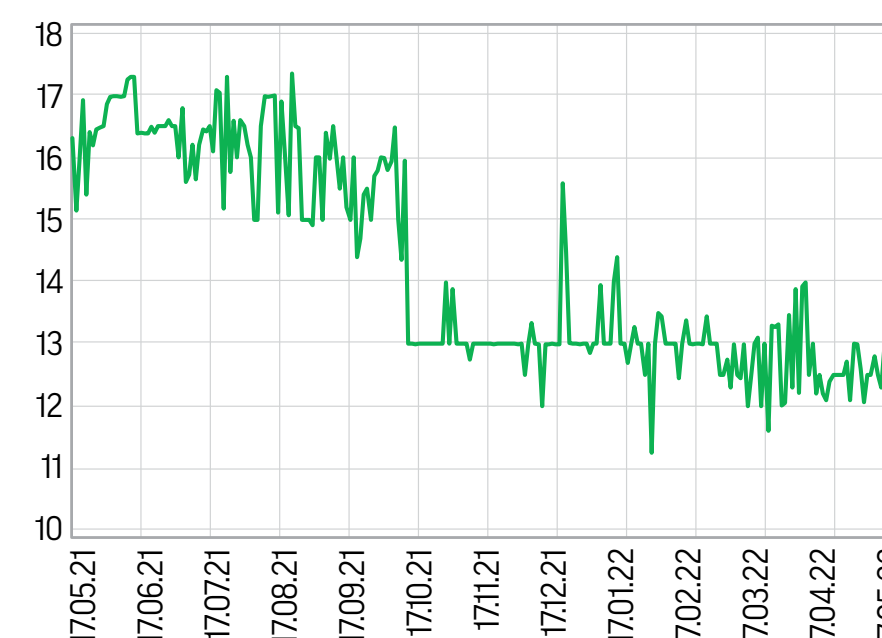
(-) Усиление геополитической напряженности создает риски для приватизации банка. Государство планирует передать Узпромстройбанк в собственность частным владельцам путем проведения IPO либо продажи стратегическому инвестору. Однако в связи с обострением геополитической ситуации реализация этих планов может быть отложена минимум на год.

Изменения в модели оценки и наше мнение. Учитывая среднее значение коэффициентов P/B и P/E для банков в развивающихся странах на уровне 1,24х и 11,05х, мы консервативно оцениваем размер капитала УзПСБ в 6,1 трлн сумов. Как следствие, таргет по бумаге – 25,07 сума, что соответствует апсайду к текущим котировкам на уровне 111%. Рекомендация – «покупать».

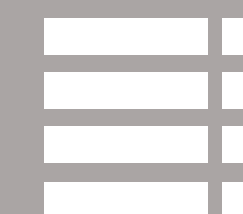
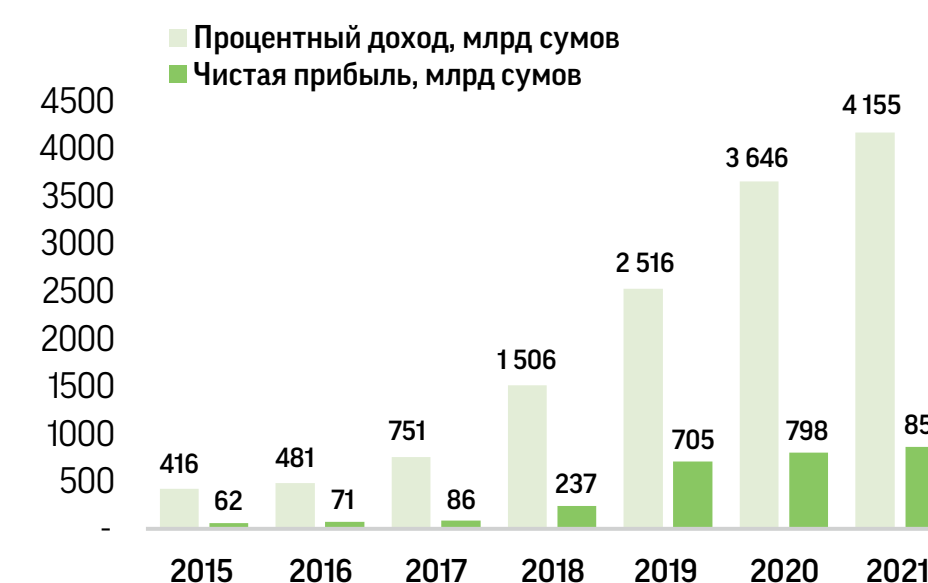
АКБ Узпромстройбанк

Тикер на UZSE:	SQBN
Текущая цена:	11,90 UZS
Целевая цена:	25,07 UZS
Потенциал роста:	111%

Динамика акций SQBN на UZSE



Финансовые показатели



Во власти волатильности

Индекс DAX в последние две недели сначала заметно снизился, но затем почти полностью отыграл это падение

Торговую пятидневку со 2 по 6 мая немецкие рынки завершили самым значительным недельным падением с конца февраля – начала марта. DAX скорректировался на 3%, закрывшись в пятницу на отметке 13 674 пункта. Основные потери пришлось на первый и последний дни недели, хотя в четверг торги открывались ростом на 1,8%, но завершились в минусе. Падение в понедельник было обусловлено слабыми данными розничных продаж в Германии, а также резким обвалом и последующим восстановлением фондового рынка Швеции, что было связано с ошибкой трейдера из Citigroup. Доходность 10-летних облигаций Германии выросла выше 1% впервые с 2015 года. ФРС ожидаемо подняла ставку на 50 базисных пунктов. Банк Англии повысил ее до 1%, что является 13-летним рекордом. В конце недели отыгрывались ожидания того, насколько агрессивно будут действовать в дальнейшем монетарные власти. Особенный интерес для инвесторов представляют решения ЕЦБ, который пока не повышал ставки, хотя в апреле инфляция в еврозоне достигла 7,5%. Среди отдельных акций отметим Deutsche Post, которая отчиталась за первый квартал 2022 года прибылью на акцию в размере \$1,16, превысив

ожидания рынка на уровне \$1,04. Выручка компании увеличилась на 20% г/г. В течение следующей торговой недели (с 9 по 13 мая) немецкие активы отыграли значительную часть потерь предыдущей. Индекс широкого рынка закрыл вторую пятидневку мая на отметке 14 028 пунктов, прибавив 2,6%. При этом в понедельник DAX скорректировался 2,15% на фоне падения технологического и туристического секторов, а также общего снижения американских акций. Однако затем бенчмарк смог продемонстрировать резкое восстановление. Особенно удачными днями стали среда и пятница, когда рост составил более 2%, несмотря на апрельские данные инфляции в США, которая замедлилась до 8,3% г/г, хотя и оказалась выше ожиданий рынка на 20 базисных пунктов. Позитивная динамика немецких активов в рассматриваемый период сопровождалась улучшением экономических настроений в Германии. Среди отдельных акций отметим падение Siemens на 2,5%. В первом квартале 2022 года прибыль эмитента сократилась вдвое, до 1,2 млрд евро, на фоне единовременных убытков в размере 600 млн евро из-за ухода компании из России.

Лидеры роста в индексе DAX

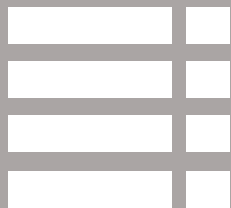
Актив	Значение на		Изменение, %
	29.04.22	13.05.22	
DAX Index	14 097,88	14 027,93	-0,5%
TKA GR Equity	7,28	8,18	12,3%
SHL GR Equity	50,62	54,34	7,3%
DTE GR Equity	17,25	18,26	5,9%
IFX GR Equity	27,11	28,58	5,4%
HEN GR Equity	59,80	62,60	4,7%
CBK GR Equity	6,20	6,43	3,6%
HEN3 GR Equity	60,62	62,76	3,5%
EVK GR Equity	24,78	25,53	3,0%
UTDI GR Equity	30,44	31,23	2,6%
FRE GR Equity	33,54	34,06	1,6%
RWE GR Equity	39,23	39,79	1,4%
CON GR Equity	65,12	66,00	1,4%
MUV2 GR Equity	226,20	227,70	0,7%

Ожидания и стратегия

Котировки индекса широкого рынка движутся в нисходящем тренде, берущем начало в январе 2022 года. 5 мая DAX вновь тестировал нижнюю границу канала, откуда скорректировался к 13300 пунктам, вслед за чем последовало восстановление, которое может приостановиться в районе 14100 пунктов. Чтобы переломить данный тренд, бенчмарку нужно преодолеть отметку 14300 и закрепиться в районе 14700–14900 пунктов. После этого можно будет рассчитывать на среднесрочный разворот движения индекса.



Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru



Рынок Германии

Важные новости

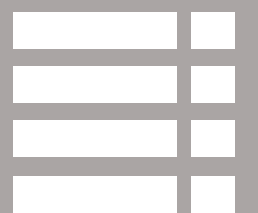
- В Германии продолжается **рост инфляции**, которая обновила максимумы с осени 1981 года. В апреле темпы повышения цен достигли 7,8% по методике расчета Евросоюза, или 7,4%, согласно немецкой методике. Однако эти значения оказались в рамках ожиданий рынка.
- Индекс экономических настроений в Германии** от ZEW вырос с -41 пункта в апреле до -34,3 пункта в мае, что значительно лучше первоначальных оценок аналитиков на уровне -44,5.
- Немецкая химико-фармацевтическая компания **Bayer** отчиталась за первый квартал 2022 года. EBITDA составила 5,25 млрд евро, значительно превзойдя консенсус, закладывавший показатель на уровне 4,65 млрд евро.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Siemens Healthineers AG

Уверенность в завтрашнем дне

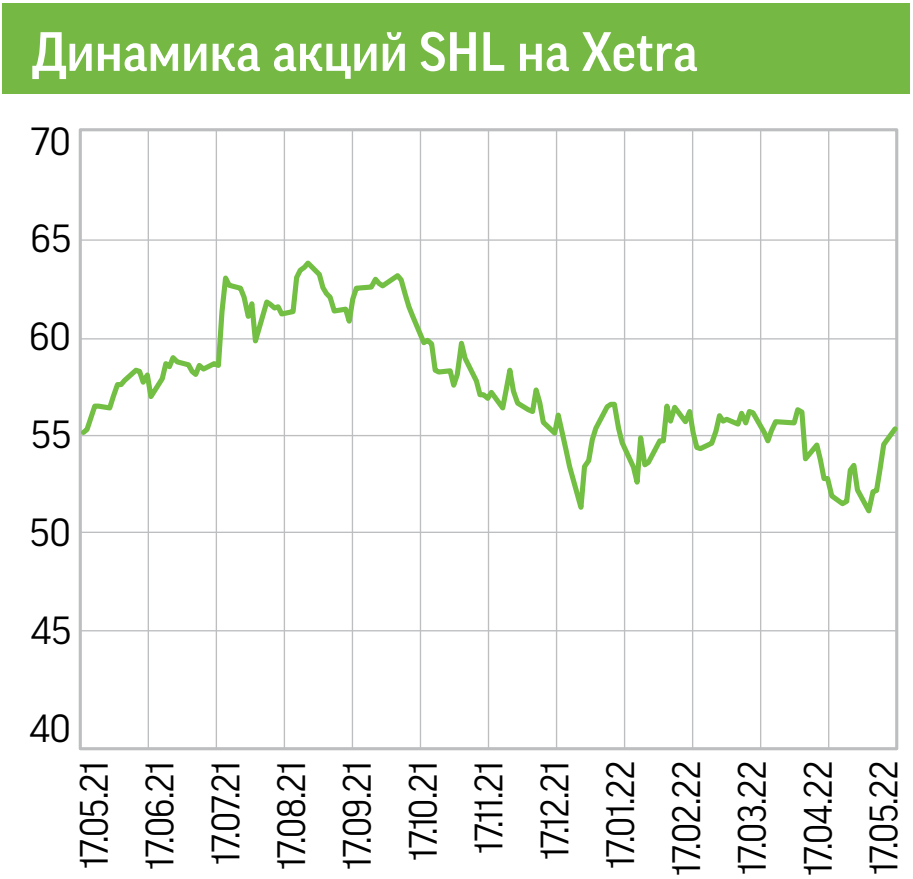
Рост спроса на продукцию, а также новое стратегическое партнерство обеспечат котировки компании драйверами роста

Причины для покупки:

- 1. Пересмотр вверх гайденса на 2022 год.** Ввиду усиления спроса на экспресс-тесты на антигены коронавируса руководство компании дважды повысило собственный прогноз продаж на 2022 год. Увеличение выручки от сегмента диагностики ожидается на уровне 1,3 млрд евро против предыдущего прогноза на уровне 700 млн евро. В настоящий момент компания рассчитывает, что прирост выручки составит 5,5–7,5% против предыдущего гайденса на уровне 3–5%. EPS ожидается в размере 2,25–2,35 евро в сравнении с 2,18–2,3 евро, прогнозировавшимися ранее.
- 2. Новое стратегическое партнерство.** Siemens Healthineers и Penta Hospitals International (крупнейшая многонациональная сеть больниц в Центральной и Восточной Европе) заключили стратегическое соглашение на сумму более 30 млн евро. В течение 15 лет Siemens Healthineers будет оказывать комплексные услуги масштабному частному проекту в сфере здравоохранения в Словакии – больнице нового поколения Бори в Братиславе. Целью этого партнерства является повышение качества здравоохранения с помощью точной медицины и цифровых решений для здравоохранения. Заключение контракта делает Siemens Healthineers одним из крупнейших партнеров Penta Hospitals International в Словакии.
- 3. Последние обновления инвестдомов.** Средний таргет по бумаге – 66,23 евро. В мае аналитики Jyske Bank, Bernstein, Deutsche Bank и HSBC подтвердили свои целевые цены на уровне 70 евро, 64 евро, 71 евро и 75 евро соответственно.
- 4. Техническая картина.** Акции Siemens Healthineers AG тестируют сопротивление на уровне 56 евро, при пробое которого возможен локальный рост до 58 евро и далее – до 62 евро.



Среднесрочная идея	
Siemens Healthineers AG	
Тикер на Xetra:	SHL
Текущая цена:	55,46 евро
Целевая цена:	66 евро
Потенциал роста:	19%
Дивидендная доходность:	-%



Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru





Москва

+7 (495) 783-91-73, info@ffin.ru, ffin.ru
1-й Красногвардейский проезд, д. 15, этаж 18, офис 18.02

ООО ИК «Фридом Финанс», ОГРН 1107746963785

Офисы

Архангельск

+7 (8182) 457-770, arhangelsk@ffin.ru
наб. Северной Двины, д. 52, корп. 2

Астрахань

+7 (8512) 990-911, astrakhan@ffin.ru
ул. Кирова, д. 34

Барнаул

+7 (3852) 29-99-65, barnaul@ffin.ru
ул. Молодежная, д. 26

Белгород

+7 (472) 277-77-31, belgorod@ffin.ru
ул. Преображенская, д. 86

Братск

+7 (3953) 34-83-89, bratsk@ffin.ru
ул. Мира, д. 27

Владивосток

+7 (423) 279-97-09, vladivostok@ffin.ru
ул. Фонтанная, д. 28

Волгоград

+7 (8442) 61-35-05, volgograd@ffin.ru
пр-т им. В.И. Ленина, д. 35

Вологда

+7 (8172) 26-59-01, vologda@ffin.ru
ул. Сергея Орлова, д. 4

Воронеж

+7 (473) 205-94-40, voronezh@ffin.ru
ул. Карла Маркса, д. 67/1

Екатеринбург

ekaterinburg@ffin.ru
+7 (343) 351-08-68, ул. Сакко и Ванцетти, д. 61
+7 (343) 351-09-90, ул. Хохрякова, д. 10

Ижевск

+7 (3412) 278-279, izhevsk@ffin.ru
ул. Пушкинская, д. 277

Иркутск

+7 (3952) 79-99-02, irkutsk@ffin.ru
ул. Киевская, д. 2

Казань

kazan@ffin.ru
+7 (843) 249-00-51, ул. Сибгата Хакима, д. 15
+7 (843) 249-00-49, ул. Гоголя, д. 10

Калининград

+7 (4012) 92-08-78, kaliningrad@ffin.ru
пл. Победы, д. 10

Кемерово

+7 (3842) 45-77-75, kemerovo@ffin.ru
Советский пр-т, д. 49

Краснодар

+7 (861) 203-45-58, krasnodar@ffin.ru
ул. Кубанская Набережная, д. 39/2

Красноярск

+7 (391) 204-65-06, krasnoyarsk@ffin.ru
пр-т Мира, д. 26

Курск

+7 (4712) 90-01-90, kursk@ffin.ru
ул. Радищева, д. 87/7

Липецк

+7 (4742) 50-10-00, lipetsk@ffin.ru
ул. Гагарина, д. 33

Набережные Челны

+7 (8552) 204-777, n.chelny@ffin.ru
пр-т Хасана Туфана, д. 26

Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92, nnovgorod@ffin.ru
ул. Минина, д. 1

Новосибирск

+7 (383) 377-71-05, novosibirsk@ffin.ru
ул. Советская, д. 37А

Омск

+7 (3812) 40-44-29, omsk@ffin.ru
ул. Гагарина, д. 14

Пермь

+7 (342) 255-46-65, perm@ffin.ru
ул. Екатерининская, д. 120

Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54, rostovnadonu@ffin.ru
пр. Буденновский, д. 62/2

Рязань

+7 (4912) 77-62-62, ryazan@ffin.ru
ул. Свободы, д. 24А

Самара

+7 (846) 229-50-93, samara@ffin.ru
ул. Ульяновская, д. 45

Санкт-Петербург

spb@ffin.ru
+7 (812) 313-43-44, Басков пер., д. 2, стр. 1
+7 (812) 200-99-09, Московский пр., д. 179, лит. А

Саратов

+7 (845) 275-44-40, saratov@ffin.ru
ул. им. Вавилова Н.И., д. 28/34

Сочи

+7 (862) 300-01-65, sochi@ffin.ru
ул. Парковая, д. 2

Ставрополь

+7 (8652) 22-20-22, stavropol@ffin.ru
ул. Ленина, д. 219

Стерлитамак

+7 (3473) 41-84-88, danilova@ffin.ru
ул. Коммунистическая, д. 30

Сургут

+7 (3462) 39-09-00, surgut@ffin.ru
пр-т Мира, д. 42

Тверь

+7 (4822) 755-881, tver@ffin.ru
бул. Радищева, д. 31Б

Тольятти

+7 (848) 265-16-41, tolyatti@ffin.ru
ул. 40 лет Победы, д. 26

Томск

+7 (3822) 700-309, tomsk@ffin.ru
пл. Батенькова, д. 2

Тюмень

+7 (3452) 56-41-50, tyumen@ffin.ru
ул. Челюскинцев, д. 10

Улан-Удэ

+7 (3012) 204-317, ulan-ude@ffin.ru
ул. Советская, д. 23А

Ульяновск

+7 (842) 242-52-22, ulyanovsk@ffin.ru
ул. Карла Либкнехта, д. 24/5А

Уфа

+7 (347) 211-97-05, ufa@ffin.ru
ул. Карла Маркса, д. 20

Чебоксары

+7 (8352) 36-73-53, cheboksary@ffin.ru
ул. Ярославская, д. 27

Челябинск

+7 (351) 799-59-90, chelyabinsk@ffin.ru
ул. Лесопарковая, д. 5

Череповец

+7 (8202) 49-02-86, cherepovets@ffin.ru
пр-т. Победы, д. 60

Якутск

+7 (411) 224-34-47, yakutsk@ffin.ru
ул. Орджоникидзе, д. 36/1

Ярославль

+7 (4852) 60-88-90, yaroslavl@ffin.ru
ул. Свободы, д. 34



Инвестиционный
обзор №246
19 мая 2022
www.ffin.ru

Офисы ИК
«Фридом Финанс»

Отсканируйте QR-код
камерой телефона



30

