

Инвестиционный обзор



№254
8 сентября 2022

Фондовый рынок США:

Джексон-Хоул установил приоритеты

Выступление Джерома Пауэлла в Джексон-Хоуле подтвердило решимость ФРС бороться с инфляцией даже в ущерб росту экономики

Российский рынок: Осеннее ралли

Рынок Казахстана: «Быки» споткнулись об инфляцию

Рынок Узбекистана: В преддверии новых размещений

Рынок Германии: В ожидании решения ЕЦБ

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



Содержание



Рынок США. Джексон-Хоул установил приоритеты.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Бонды для смелых.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 5 сентября	6
Наиболее важные новости компаний	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. CME Group Inc. Уникальное торговое предложение	11-12
Опционная идея. BULL PUT SPREAD ON DLTR.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. Third Harmonic Bio. Биофарма новой волны.....	15
Российский рынок. Осеннее ралли.....	16-18
Инвестиционная идея. BELUGA GROUP. Крепкие инвестиции.....	19-20
Рынок Казахстана. «Быки» споткнулись об инфляцию	21-22
Инвестиционная идея. Kaspi.kz. Нет предела совершенству.....	23
Рынок Узбекистана. В преддверии новых размещений	24-25
Рынок Германии. В ожидании решения ЕЦБ	26-27
Среднесрочная идея. Commerzbank AG. Только вверх.....	28
Новости Freedom Holding Corp.....	29
Контакты	30

Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Фондовый рынок США

Джексон-Хоул установил приоритеты

Выступление Джерома Пауэлла на симпозиуме глав мировых ЦБ в Джексон-Хоуле в очередной раз подтвердило решимость ФРС бороться с инфляцией даже в ущерб росту экономики. Федрезерв планирует поднимать ставку и удерживать ее на высоком уровне в течение долгого времени

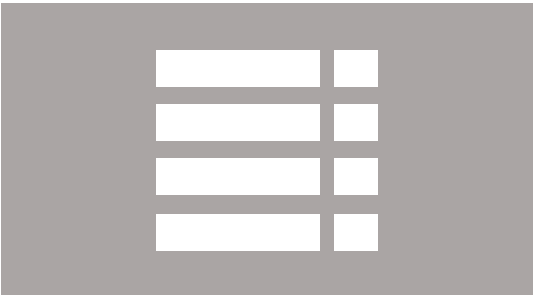
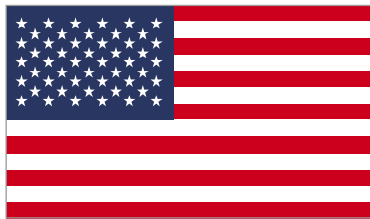


- Новости одной строкой:
- 23.08.2022 Продажи новых домов в США в июле упали на 74 тыс. м/м, до 511 тыс. — минимума с января 2016-го
 - 23.08.2022 Индекс деловой активности в США (Composite PMI) за август снизился до наименьшего значения с мая 2020 года на уровне 45 пунктов
 - 02.09.2022 Страны G7 согласовали введение потолка цен на российскую нефть и нефтепродукты
 - 02.09.2022 В августе в Штатах было создано 315 тыс. новых рабочих мест вне сельского хозяйства, безработица повысилась с 3,5% в июле до 3,7%

По состоянию на 06.09.2022			
Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-3,22%	-3,88%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-3,99%	-6,10%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-2,84%	-3,17%
UUP	Доллар	0,86%	3,60%
FXE	Евро	-0,12%	-2,19%
XLF	Финансовый сектор	-2,46%	-0,51%
XLE	Энергетический сектор	-3,48%	4,36%
XLI	Промышленный сектор	-3,52%	-2,71%
XLK	Технологический сектор	-5,03%	-7,03%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-1,47%	0,97%
XLV	Сектор здравоохранения	-1,81%	-4,55%
SLV	Серебро	-4,55%	-9,99%
GLD	Золото	-1,55%	-2,92%
UNG	Газ	-4,00%	16,28%
USO	Нефть	-5,83%	-5,93%
VXX	Индекс страха	-5,26%	-11,82%
EWJ	Япония	-3,80%	-6,13%
EWU	Великобритания	-4,54%	-7,25%
EWG	Германия	-1,29%	-8,13%
EWQ	Франция	-3,40%	-7,45%
EWI	Италия	-2,10%	-5,78%
GREK	Греция	-5,99%	-7,45%
EEM	Страны БРИК	-3,12%	-1,70%
EWZ	Бразилия	-3,56%	8,43%
RTSI	Россия	0,00%	0,00%
INDA	Индия	0,61%	-0,95%
FXI	Китай	-4,69%	-1,68%



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

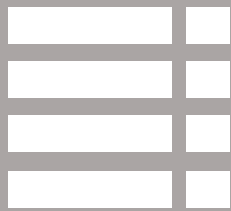
Индекс S&P 500 (23.08.2022 – 02.09.2022)



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



4



Самое главное

Бонды для смелых

Облигации — один из традиционных ключевых активов в портфелях консервативных инвесторов, поскольку долговые бумаги, как правило, не подвержены повышенной волатильности. Однако в последние годы многие устоявшиеся представления о рыночных инструментах меняются на глазах. Так, индекс Bloomberg Global Aggregate Total Return, который состоит из корпоративных бумаг инвестиционного рейтинга и гособлигаций, с максимумов января 2021 года ко 2 сентября 2022-го упал на 20%. Это стало самой глубокой коррекцией для индекса с начала его расчета в 1990 году. Облигации Северной Америки, входящие в бенчмарк, с начала текущего года подешевели почти на 12%. При этом исторически эти бумаги лишь четырежды с 1976 года демонстрировали негативную доходность. Даже в «кровавом» 1994 году номинальное падение американских бондов составило 3% с учетом повышения ключевой ставки ФРС на 2,5%.

При инвестировании в облигации необходимо учитывать риск дюрации, твердо понимая, что он означает для инвестиционной стратегии. Дюрация — это эффективное количество лет, за которые компания погасит свой долг. Поскольку выплаты по долговым инструментам дисконтируются, дюрация имеет свойство отражать процентный риск облигации. Стремясь обуздать инфляцию, ведущие центральные банки мира активно повышают ставки, что создает неблагоприятную конъюнктуру для глобальных долларовых евробондов. И даже несмотря на то, что с начала года эти бумаги ощути́мо просели в цене, их по-прежнему нельзя считать чрезмерно дешевыми в новых реалиях. Все это позволяет предположить, что на долговом рынке будет наблюдаться повышенная волатильность, негативные последствия которой мы советуем нивелировать с помощью покупки краткосрочных корпоративных евробондов с инве-

стиционным рейтингом и погашением через год-два. Это интересные инструменты с премией к казначейским гособлигациям США. В числе подходящих под эту рекомендацию бумаг назовем бонды Bayer (USU07265AC20) с погашением в декабре 2023-го и доходностью 4,4%, а также облигации Commerzbank (US20259DAA54) с погашением в сентябре будущего года и доходностью 5,2%. Если рынок начнет восстанавливаться раньше, чем через год, упомянутые облигации можно продать без существенных потерь и реинвестировать полученные средства в инструменты с привлекательным потенциалом роста.

В ближайший год, возможно, сформируются тренды, которые увеличат количество бумаг с высоким потенциалом роста, к которым мы относим активы с более длительной дюрацией или высокодоходные облигации. Для покупки такие бумаги стоит рассматривать при появлении признаков стабильного замедления инфляции в США в перспективе от месяца до трех. Еще одним сигналом для покупки долговых инструментов станет мощная волна распродаж (ликвидационных, по примеру первого квартала 2020-го) на рынке бондов. В результате этого процесса спреда и цены облигаций станут настолько привлекательными, что их можно будет покупать независимо от темпов замедления инфляции в США, так как щедрая премия за риск будет перекрывать неопределенность. Оценочно для «длинных» корпоративных бондов инвестиционного уровня такой момент наступит в случае снижения еще на 10–15%. Таким образом, облигации остаются привлекательным активом, особенно для консервативных инвесторов, однако стратегию необходимо адаптировать к новым условиям, что позволит преодолеть предстоящий период высокой волатильности без больших потерь.

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Важные новости

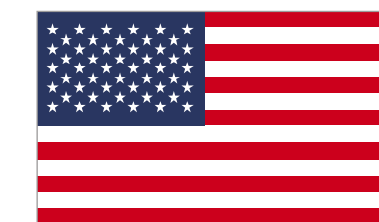
23 августа были опубликованы данные о продажах новых домов в США за июль, отразившие сокращение показателя с июньских 585 тыс. до 511 тыс., притом что консенсус закладывал его снижение лишь до 575 тыс. Таким образом, продажи на первичном рынке жилой недвижимости оказались на минимуме более чем за шесть лет, а с начала года они обвалились на 39%. Повышение ставки ФРС привело к росту стоимости ипотечных кредитов и охладило рынок недвижимости.

По предварительным данным, опубликованным 23 августа, опережающий индекс деловой активности (PMI Composite) в США за последний летний месяц упал до 45 пунктов, тогда как консенсус предполагал его рост с июльских 47,3 до 49 пунктов. Значение индекса ниже 50 пунктов сигнализирует о снижении деловой активности.

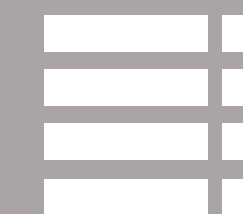
2 сентября на встрече министров финансов G7 было согласовано введение потолка цен на российские нефть и нефтепродукты, экспортируемые морским путем. В отношении нефти механизм может начать действовать в декабре текущего года, в отношении нефтепродуктов — в феврале следующего.

Также 2 сентября был опубликован августовский отчет по рынку труда. Из представленного документа следует, что количество новых рабочих мест в США вне сельского хозяйства составило 315 тыс. после 526 тыс. за июль. Более 800 тыс. американцев в августе вышли на рынок труда, что привело к росту безработицы с 3,5% до 3,7%. Средний почасовой размер оплаты труда вырос на 0,3% м/м и 5,2% г/г.

Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



5



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 3700–4050 пунктов

Актуальные тренды

Обзор на 5 сентября

Глобальная картина

За последние две недели S&P 500 потерял 7,2%. Снижение котировок широкого рынка началось со второй половины августа и продолжалось с локальными короткими отскоками в течение последних 14 дней. До выступления Джерома Пауэлла на саммите в Джексон-Хоуле драйверами рыночного пессимизма были выступления членов ФРС, риторика которых носила в целом «ястребиный» характер. Тональность высказываний чиновников подталкивала инвесторов к мысли, что вероятность снижения ставок в 2023 году невелика, а предварительные выводы о действиях регулятора в сентябре делать преждевременно. Некоторую локальную поддержку рынку оказала серия сильных квартальных отчетов представителей сегмента прикладного ПО. Однако главным событием последних двух недель стало выступление Джерома Пауэлла на саммите в Джексон-Хоуле, которое оказалось более жестким по тональности, чем ожидали на рынке, и отразило намерения регулятора принимать активные меры для снижения инфляции в течение длительного времени, даже если это окажет сдерживающее влияние на экономический рост. Последовавшие за выступлением Джерома Пауэлла комментарии чиновников ФРС укрепили уверенность инвесторов в том, что в 2023 году смягчения ДКП ждать не стоит.

Согласно данным Factset, по состоянию на 2 сентября более 99% компаний, входящих в индекс S&P 500, опубликовали результаты по итогам второго квартала 2022 года. Динамика прибыли оказалась лучше ожиданий рынка у 75% компаний, динамика выручки – у 70%. По итогам второго квартала EPS и продажи отчитавшихся эмитентов в среднем увеличились на 6,3% и 13,9% соответственно. При этом оценки аналитиков в отношении темпов роста EPS в третьем квартале были понижены на 5,4%, с \$59,44 до \$56,21, что предполагает повышение показателя на 3,8% (на 30 июня считалось, что рост EPS в третьем квартале составит 9,8%). По итогам 2022 года консенсус-прогноз от Factset закладывает увеличение прибыли на акцию в среднем на 8,5% г/г.

Среди компаний, отчитавшихся в течение последних двух недель лучше ожиданий, можно отметить Palo Alto Networks (PANW), Intuit (INTU), JM Smucker (SJM), Salesforce.com (CRM), Dollar General (DG), CrowdStrike Holdings (CRWD), Brown Forman (BFb), Campbell Soup (CPB). Их EPS превзошли консенсус на 4,8%, 12,1%, 31,5%, 13,3%, 1,3%, 29,9%, 10,2% и 0,2% соответственно. Прибыль на акцию JD.com Inc (JD) недотянула до предварительных оценок аналитиков 27,2%. Аналогичный показатель NVIDIA (NVDA) превзошел прогноз экспертов, но гайденс оказался слабее ожиданий рынка, что привело к коррекции в бумагах компании.

В течение следующих двух недель ожидаем релизов от Oracle (ORCL), Adobe (ADBE), DocuSign (DOCU) и Kroger (KR).

Макроэкономическая статистика

Опубликованные за последние две недели макроданные носили преимущественно позитивный характер. Так, прирост числа занятых в США вне аграрного сектора в августе составил 315 тыс. (прогноз: +300 тыс.). Безработица в том же месяце увеличилась на 0,2 п. п., до 3,7%, (ожидалась нулевая динамика на уровне 3,5%), при этом рост показателя обусловлен увеличением предложения рабочей силы. Вкупе с нулевой динамикой августовского индекса PMI от ISM на уровне 52,8 пункта (ожидалось снижение до 52 пунктов) и повышением августовского индекса доверия потребителей от СВ до 103,2 пункта (прогнозировался рост до 97,9 пункта) можно сделать вывод о неплохих показателях экономической активности в США. Одной из слабых макропеременных оказались данные рынка жилья: продажи новых домов сократились на 12,6% (ожидалось снижение на 1,7%).

В течение следующих двух недель в фокусе внимания инвесторов будут данные инфляции и розничных продаж, а также показатели деловой активности.

Монетарная политика ФРС

Одним из важнейших событий последних двух недель стал симпозиум руководителей ведущих ЦБ в Джексон-Хоуле. Выступивший на нем глава ФРС обозначил следующие основные тезисы:

- Федрезерв продолжит повышать ключевую ставку до тех пор, пока инфляция не окажется «под контролем». Джером Пауэлл отметил, что исторические данные предостерегают от преждевременного смягчения денежно-кредитной политики. Также глава ФРС указал на то, что поддержание ценовой стабильности требует времени и решительных действий.
- Регулятор сознательно будет ограничивать экономическую активность в США, чтобы добиться сокращения спроса.
- Макроданных за последние два месяца недостаточно, чтобы смягчить позицию ФРС.

Последнее из этих заявлений заставило рынок пересмотреть вверх вероятность повышения процентных ставок в сентябре. Хотя ранее инвесторы рассчитывали на возможность начала смягчения ДКП уже в 2023 году, выступление Джерома Пауэлла утвердило рынок в мысли о том, что в ближайшей перспективе этого ожидать не приходится.

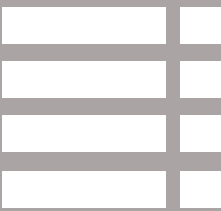
Техническая картина

Пробой линии сопротивления на уровне 4200 пунктов оказался неустойчивым, что привело к возврату S&P 500 в границы нисходящего канала. В настоящий момент вероятно сохранение «медвежьего» тренда: разворотных фигур не сформировано, а осциллятор RSI далек от зоны перепроданности. Позитивным фактором выступает близость технической поддержки на уровне 3900 пунктов наряду с тем фактом, что за две недели котировки потеряли уже более 7%. Пробой указанной отметки вниз может привести к падению индекса широкого рынка до 3800 пунктов, где вероятна консолидация.

Инвестиционный обзор №254

8 сентября 2022

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



CF Industries Holdings (CF) 24 августа объявила о временной приостановке производства аммиака на заводе в Великобритании в связи с высокой стоимостью природного газа. Аналогичный завод в стране, выпускающий аммиак и углерод, был закрыт бессрочно. CF продолжит использовать возможности предприятия по импорту аммиака для продолжения производства аммиачной селитры (AN) и азотной кислоты. В настоящее время CF не ожидает негативной реакции на свои решения со стороны сотрудников в связи с продолжением активной работы предприятия в Биллингеме.

За последние несколько месяцев компания провела масштабную трансформацию. Помимо адаптации к новым рыночным условиям, благоприятным для CF, она переориентируется на более маржинальные рынки континентальной Европы. Местные потребители столкнулись с дефицитом необходимых в агропроме химудобрений и газа из-за сокращения российских поставок, доля которых составляла почти 20%. Это улучшает конкурентное положение таких представителей индустрии, как Nutrien (NTR) и CF Industries Holdings (CF).

На текущий момент риски приостановки российских поставок рынком отыграны. В марте стоимость химудобрений достигла исторического максимума. Дальнейшему росту цен поспособствовало удорожание необходимого для производства удобрений сырья, в первую очередь – газа. Рост цен на газ почти на 30% с середины августа вынудил многих европейских производителей удобрений прекратить работу своих предприятий или значительно урезать производственные мощности.

- Норвежская Yara сократит производство аммония примерно до 35% проектного объема, до 3,1 млн тонн.
- Польская Grupa Azoty довела загрузку своих предприятий до 43% от мощности.
- Польская Anwil, владеющая заводом по производству аммиака и известково-аммиачной селитры, закрыла свои предприятия.
- Крупнейший в Балтии завод по производству азотных удобрений Achema до декабря оставил производство. По расчетам руководства, Achema сможет стать экономически эффективным, если цена на газ упадет втрое от текущих уровней. С аналогичными заявлениями выступили венгерский химический концерн Nitrogenmuvek и французский Borealis.

Таким образом, по нашим оценкам, рынок недополучит до 20 млн тонн удобрений, или около 10% всего его объема.



28 августа американский фармацевтический гигант **Bristol Myers Squibb (BMY)** в сотрудничестве с Janssen Pharmaceuticals объявил о результатах II фазы исследования AXIOMATIC-SSP препарата Milvexian. Препарат продемонстрировал относительное снижение риска повторного симптоматического ишемического инсульта на 30% и благоприятный профиль безопасности по сравнению с участниками, принимавшими плацебо. Испытуемые были разделены на три группы, получавшие препарат в дозировке 25, 50 и 100 мг дважды в день.

Первичной целью данного исследования было выявление дозового ответа для комбинированной конечной точки, заключающейся в симптоматическом ишемическом инсульте и выявленном на MPT скрытом инфаркте мозга. В результате исследования дозового ответа у пациентов не наблюдалось. В этой связи переход к III фазе клинических испытаний откладывается, так как может потребоваться проведение дополнительных исследований.

Препарат Milvexian относится к классу ингибиторов фактора XI. В разработке средств для лечения заболеваний сердечно-сосудистой системы Bristol Myers Squibb конкурирует с немецким фармгигантом Bayer (BAYN). Его продукт Asundexian предназначен для снижения частоты фибрилляции предсердий при лечении ишемического инсульта. В августе начались клинические испытания Asundexian III фазы. На предыдущем этапе у испытуемых было зафиксировано снижение частоты кровотечений на 67% по сравнению с пациентами, принимающими суперблокбастер от Bristol Myers Squibb (BMY) и Pfizer (PFE) Eliquis, патент на производство которого закончится в 2026 году. Asundexian получил Fast Track от FDA. Таким образом, Bayer пока лидирует в разработке ингибиторов фактора XI. Акции BMY оказались под давлением, поскольку в долгосрочной перспективе позиции компании на рынке сердечно-сосудистых заболеваний могут пошатнуться.

Внимание инвесторов переключается на препарат Bristol Myers Squibb для лечения тяжелого бляшечного псориаза у взрослых deucravacitinib. 10 сентября FDA примет решение об одобрении этого средства. Если это решение будет положительным, deucravacitinib может составить конкуренцию блокбастеру Otezla от Amgen (AMGN), часть патентов на который истекает в 2023 году. Согласно консенсусу, выручка от продаж препарата в 2025 году может превысить \$1 млрд. Одобрение deucravacitinib способно частично сгладить эффект от провала испытаний Milvexian.

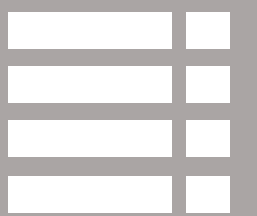
Инвестиционный
обзор №254

8 сентября 2022

ffin.global



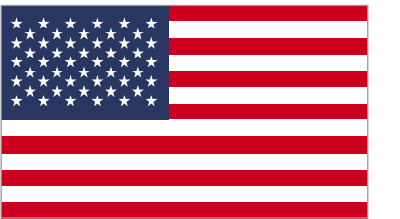
7



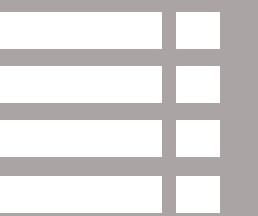
Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



8



30 августа американская фармацевтическая компания **Amgen (AMGN)** объявила, что глобальное исследование CodeBreaK 200 в III фазе клинических испытаний, оценивающее однократный ежедневный пероральный прием противоопухолевого препарата LUMAKRAS (sotorasib), достигло точки выживаемости без прогрессирования (PFS), продемонстрировав статистическую значимость и превосходство над стандартной химиотерапией. В рамках исследования оценивалась эффективность и безопасность препарата среди 345 ранее получавших лечение пациентов с немелкоклеточным раком легкого с мутацией KRAS G12C (NSCLC).

Ожидается, что более подробные данные исследований могут быть представлены на конгрессе Европейского общества медицинской онкологии (ESMO), который состоится с 9 по 13 сентября. Анонс позитивных данных несколько снижает риск провала испытаний. При этом существует риск возникновения конкуренции между sotorasib и adagrasib – продуктом аналогичного класса, разработанным Array BioPharma, которую в 2019 году поглотила Pfizer (PFE). Право на получение роялти с продаж adagrasib есть у Mirati Therapeutics (MRTX). Сейчас заявка на разрешение на применение adagrasib рассматривается FDA, а решение по ней будет принято 14 декабря.

LUMAKRAS (sotorasib) уже одобрен в США и ряде других стран и может укрепить свои рыночные позиции на основе результатов III фазы испытаний. Если детали исследования подтвердят положительные итоги, у FDA будет меньше аргументов в пользу ускоренного одобрения adagrasib, и агентство может потребовать у Array более серьезных доказательств эффективности их терапии, что отсрочит вывод препарата на рынок. Ожидается, что выручка от продаж LUMAKRAS превысит \$1 млрд по итогам 2024 года. Однако этой суммы недостаточно, чтобы компенсировать снижение выручки от реализации крупнейших препаратов компании Neulasta и Embrel после истечения основных патентов.

По нашему мнению, акции AMGN сохраняют ограниченный апсайд. Целевая цена – \$256.

Snap Inc.

Snap (SNAP), разработчик соцсети Snapchat, 31 августа заявила о сокращении 20% штата из-за неудовлетворительной динамики выручки и необходимости выйти на положительный денежный поток. С этой же целью и по той же причине компания сворачивает инвестиции

в создание оригинального видеоконтента Snap Originals и в разработку мини-игр, а также закрывает проект по созданию миниатюрного дрона Pixy, который был представлен в апреле. За счет этого менеджмент рассчитывает сэкономить \$500 млн в год. Этой суммы достаточно, чтобы генерировать положительный свободный денежный поток даже при условии полной стагнации выручки. Предстоящие компании в ближайшее время единовременные расходы на выплату выходных пособий, досрочное расторжение контрактов и другие подобные цели оцениваются в \$110–175 млн. Руководство Snap отметило, что прогнозируемость финансовых результатов остается очень низкой из-за неопределенной макроэкономической ситуации, поэтому воздержалось от обнародования своих гайденсов по выручке и EBITDA.

Стратегия Snap меняется: абсолютным приоритетом станет развитие в области дополненной реальности (AR), где компания лидирует по сравнению с другими соцсетями. Также Snap сосредоточится на генерировании инициатив, которые будут способствовать увеличению выручки и расширению базы пользователей. Судя по всему, высокорискованные проекты с долгим выходом на окупаемость будут отложены на неопределенный срок.

Разработчик Snapchat в последние несколько кварталов столкнулся с целым рядом проблем, в результате чего акции SNAP обвалились на 86% от исторического максимума, достигнутого в сентябре 2021 года. Во-первых, на доходы негативно повлияла новая политика конфиденциальности Apple в iOS, которая делает затруднительным таргетинг и измерение эффективности рекламных кампаний. Впрочем, Snap уже предлагает рекламодателям собственные инструменты. Во-вторых, более серьезной проблемой стало замедление роста рекламного рынка в целом из-за макроэкономической неопределенности и сокращения рекламных бюджетов. В-третьих, усиливается конкуренция со стремительно растущим TikTok.

Акции SNAP выросли на 5% с 29 августа по 2 сентября, что выглядит сильным результатом на фоне обвала широкого рынка на 3,3% за тот же период. Инвесторы остались довольны взвешенными решениями руководства, предварительные данные о динамике выручки в третьем квартале отразили ее рост на 8% г/г, тогда как изначально изменений не ожидалось. На наш взгляд, действия менеджмента позволяют рассчитывать на более выраженный эффект операционного рычага в будущем, так как фиксированные расходы будут урезаны. Мы позитивно оцениваем долгосрочные перспективы роста бизнеса компании и считаем, что в распоряжении у Snapchat очень ценные активы. В первую очередь это аудитория из более 75% населения в возрасте от 13 до 34 лет в 20 странах, расширяющаяся быстрее, чем предполагают общерыночные прогнозы.

Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

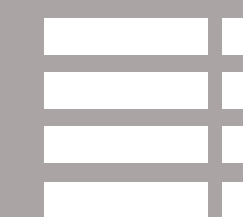
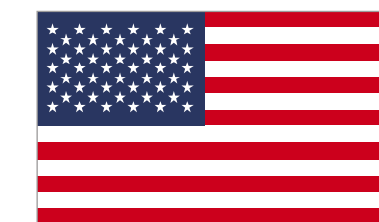


1 сентября 2022 года стало известно, что американское правительство запретило экспортировать ИИ-ускорители на базе графических чипов компаний **NVIDIA (NVDA)** и AMD в Россию и Китай, обязав поставщиков получать экспортные лицензии. Запрет для КНР касается серий A100 и H100 (предназначены для ИИ-вычислений в ДЦ). При этом обе компании заявляли, что уже давно не поставляют свою продукцию в Россию. Данный запрет является продолжением ограничительной политики США в сегменте полупроводников. Ранее были урезаны поставки оборудования для производства полупроводниковых чипов.

По данным Fubon Securities, NVIDIA контролирует около 95% рынка ИИ-ускорителей, поэтому анонсированные заградительные меры коснутся прежде всего ее продукции. Представители AMD оценили как незначительный эффект новых лицензионных условий на динамику своих финансовых показателей.

NVIDIA подсчитала, что от новых ограничений потеряет около \$400 млн за квартал, то есть примерно \$1,6 млрд за четыре квартала. Эта сумма эквивалентна 6% заложенной в консенсус Factset выручки компании за следующие 12 месяцев. Исходя из ориентиров в отношении динамики выручки серверного сегмента, можно сделать вывод, что на ИИ-ускорители, поставляемые в Китай, приходилось около 10% всех доходов компании от серверного направления. Негативный эффект от ограничительных мер для NVIDIA будет частично нивелирован продолжением поставок чипов американским компаниям, имеющим ЦОД в Китае, до 1 марта будущего года и до 1 сентября для компаний с производственными мощностями в Гонконге. Кроме того, и NVIDIA, и AMD сохраняют возможность продавать в КНР графические чипы предыдущих поколений или микропроцессоров с производительностью ниже, чем у серии A100, которые будут пользоваться спросом у покупателей. При этом не исключено, что отдельные покупатели в КНР смогут представить гарантийные обязательства, достаточные для покупки чипов A100 и H100. Кроме того, в условиях околomoнопольных позиций NVIDIA на рынке ИИ-ускорителей на базе GPU, вероятно, отказ от серверных решений NVIDIA в Китае в пользу отечественных аналогов, а также ASICs и NPU-чипов будет постепенным.

Мы пересматриваем прогнозы по финансовым показателям NVIDIA. Предполагаем, что под влиянием обозначенных выше факторов снижение продаж на горизонте следующих 12 месяцев может ускориться до \$600–1500 млн по сравнению с предыдущими ориентирами. В краткосрочной перспективе компания, вероятно, столкнется с временным дополнительным давлением на маржу из-за необходимости сворачивания ряда операций в КНР и уплаты компенсаций покупателям.



Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

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
CME	CME GROUP INC.	Рынки капитала	69 978	2022-09-05	195	219	2023-09-05	12%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	15 617	2022-08-23	70	93	2023-08-23	32%	Покупать
BKR	BAKER HUGHES COMPANY	Нефтесервисные услуги о оборудование	25 577	2022-08-05	25	29	2023-08-05	15%	Покупать
X	UNITED STATES STEEL CORP.	Металлы и горнодобывающая промышленность	5 150	2022-07-12	22	29	2023-07-12	34%	Покупать
LUV	SOUTHWEST AIRLINES CO.	Авиалинии	21 800	2022-06-26	37	51	2023-06-26	39%	Покупать
QRVO	QORVO INC.	Производство полупроводников	9 303	2022-08-10	90	134	2023-08-10	48%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	20 615	2022-05-27	90	122	2023-05-27	36%	Покупать
BAC	BANK OF AMERICA CORP.	Банковская деятельность	268 618	2022-07-18	33	40	2023-07-18	20%	Покупать
CRM	SALESFORCE INC.	Производство программного обеспечения	153 690	2022-08-26	154	226	2023-08-26	47%	Покупать
MA	MASTERCARD INC.	Услуги в сфере информационных технологий	309 230	2022-07-28	323	384	2023-07-28	19%	Покупать
ADBE	ADOBE INC	Программное обеспечение	172 290	2022-01-11	368	619	2023-01-11	68%	Покупать
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	54 235	2021-12-21	209	281	2022-12-21	35%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	146 537	2021-11-25	95	120	2022-11-25	27%	Покупать
GPS	GAP INC	Специализированная розничная торговля	3 371	2022-02-22	9	12	2023-02-22	29%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	411 048	2022-01-14	81	149	2023-01-14	84%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	11 459	2022-08-09	9	18	2023-08-09	90%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	28 022	2022-01-27	33	46	2023-01-27	40%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	6 662	2022-08-04	31	45	2023-08-04	43%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	14 209	2022-08-26	87	124	2023-08-26	42%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	202 724	2022-05-31	111	144	2023-05-31	29%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	44 621	2021-11-08	245	292	2022-11-08	19%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	3 184	2022-05-31	9	18	2023-05-31	85%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	19 775	2021-11-05	119	220	2022-11-05	85%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	2 609	2022-09-05	21	24	2023-09-05	14%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	12 795	2021-11-02	94	115	2022-11-02	23%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	9 020	2022-05-31	17	40	2023-05-31	135%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	18 501	2022-07-22	11	17	2023-07-22	52%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	3 573	2022-05-31	9	13	2023-05-31	33%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	144 283	2022-08-05	128	191	2023-08-05	49%	Покупать

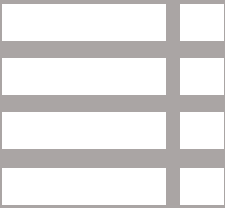
Компания Crowdstrike Holdings (CRWD) исключена из списка в связи с реализацией потенциала роста.



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
[ffin.global](#)



10



Инвестиционная идея

CME Group Inc. Уникальное торговое предложение

Ввиду уверенного роста прибыли и устойчивого интереса инвесторов к дериватам акции CME Group интересны для покупки с таргетом \$219

Тикер	CME
Цена акций на момент анализа	\$194,69
Целевая цена акций	\$219
Потенциал роста	12,49%

Чикагская товарная биржа CME Group Inc. (CME) управляет крупнейшей площадкой для торговли деривативами, обслуживая фьючерсные контракты и сделки с опционами на процентные ставки, фондовые индексы, иностранные валюты и товарные активы. На площадке CME сконцентрировано более 95% процентных фьючерсов США, при этом 27% в общем объеме торгов всеми биржевыми инструментами занимают участники из стран Латинской Америки, Азии, Европы и Ближнего Востока. В 2020-2021-м компания стала бенефициаром всплеска активности на фондовом рынке и возросшего спроса на производные инструменты на биржевые индексы. В текущем году драйверами роста показателей CME выступают усиление рыночной волатильности и повышение интереса к инструментам хеджирования рисков. На фоне ужесточения мировыми регуляторами монетарной политики объем торгов деривативами на процентные ставки превысил уровень прошлого года на 30%. Кроме того, резко возросли объемы торговли фьючерсами на иностранные валюты, криптоактивы и фондовые индексы. Мы ожидаем, что во втором полугодии 2022-го CME продолжит наращивать финансовые показатели за счет высоковолатильной динамики рынков. Хотя сейчас наблюдается ослабление интереса инвесторов к сырьевым активам, однако обороты с производными инструментами на энергетические товары сохраняются на уровне прошлого года. По всей видимости, такая картина будет наблюдаться и в среднесрочной перспек-

тиве. Даже в случае нормализации рыночной динамики в следующем году повышенная вовлеченность розничных инвесторов, диверсификация продуктов (например, запуск фьючерсов на биткоин) и расширение сегмента данных поддержат долгосрочный рост выручки эмитента. Компания в целом способна сохранить устойчивый рост прибыли за счет фиксированной структуры затрат и неорганических доходов. В январе-июне 2022 года чистая прибыль CME увеличилась на 23% г/г как благодаря росту выручки (+6% г/г), так и за счет операционного левериджа и сокращения расходов на 5,6%. Дополнительным источником прибыли выступают доходы от нематериальных активов. Так, корпорация имеет эксклюзивные лицензии на выпуск фьючерсных контрактов на индексы S&P 500 e-Mini и e-Micro, владея 27%-й долей в капитале S&P Dow Jones Indexes. Это обеспечивает CME конкурентные преимущества в индустрии наряду с тем, что у биржи заключены соглашения на выпуск фьючерсов на индексы Russell 2000 и Nasdaq. Кроме того, на площадке CME торгуется большинство фьючерсов на нефть марки WTI. CME имеет возможность наращивать инвестиции, поддерживая сильные балансовые позиции с низкой долговой нагрузкой и достаточным запасом ликвидности. Общий долг составляет лишь 14,2% акционерного капитала, при этом отношение чистого долга к активам последние пять лет сохраняется вблизи 7%. Это позволяет гибко управлять капиталом и денежными средствами.

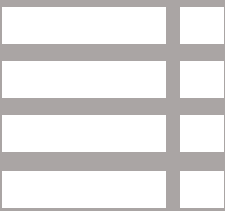
Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
CME	(2,4%)	(0,8%)	(1,4%)	(4,9%)	(1,5%)
S&P 500	(1,1%)	(3,3%)	(4,1%)	(6,0%)	(13,5%)
Russell 2000	(0,7%)	(4,7%)	(3,9%)	(4,6%)	(21,5%)
DJ Industrial Average	(1,1%)	(3,0%)	(3,3%)	(5,8%)	(11,6%)
NASDAQ Composite Index	(1,3%)	(4,2%)	(5,8%)	(5,6%)	(24,1%)



Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



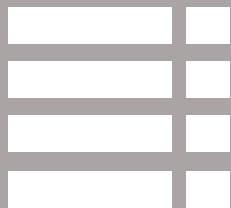
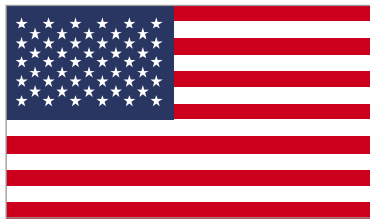
Инвестиционная идея



CME возвращает большую часть операционного денежного потока инвесторам в виде дивидендов. Выплаты осуществляются пять раз в год: ежеквартальные дивиденды сопровождаются дополнительными ежегодными переменными начислениями. Это позволяет более гибко распределять средства, хотя за последние пять лет компания увеличивала дивиденды в среднем

на 8,7% в год. Кроме того, текущая доходность акций CME на уровне 3,6% заметно превышает медианное значение в отрасли, равное 1,1%. С учетом высокой маржинальности и устойчивости бизнес-модели эмитента полагаем, что акция CME может подорожать до \$219.

Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Анализ коэффициентов	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ROE	10%	10%	12%	14%	17%	17%	17%
ROA	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
ROCE	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Выручка/Активы	0,02x	0,03x	0,03x	0,03x	0,03x	0,03x	0,03x
Коэф. покрытия процентов	14,96x	17,47x	16,82x	18,71x	22,60x	23,02x	17,75x

Маржинальность, в %	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Валовая маржа	79%	77%	79%	79%	79%	79%	79%	79%	79%
Маржа по EBITDA	53%	54%	56%	62%	62%	62%	61%	61%	61%
Маржа по чистой прибыли	43%	43%	56%	54%	53%	54%	55%	54%	54%

Опционная идея

BULL PUT SPREAD ON DLTR



Инвестиционный тезис

Dollar Tree, Inc – американская сеть магазинов, в которых продаются товары по фиксированной цене \$1 либо ниже. Корпорация насчитывает около 16 300 розничных пунктов продаж в 48 штатах США и Канады и входит в список Fortune 500. Магазины объединены общей логистической сетью, включающей 11 распределительных центров. Помимо этого, компании принадлежат дискаунтеры Deals. В каждом магазине сети можно найти различные товары, в том числе национальных, региональных и локальных производителей. Ассортиментные ниши Dollar Tree включают косметические товары, канцелярские принадлежности, электронику, сезонный декор и многое другое. 25 августа компания отчиталась за второй квартал 2022 года прибылью и выручкой немного выше ожиданий аналитиков. Однако менеджмент понизил прогноз прибыли, поскольку компания будет вынуждена провести уценку товаров в сети Family Dollar для того, чтобы не уступать долю рынка своему основному конкуренту Dollar General. После публикации более слабого гайденса акции DLTR скорректировались. Как следствие, мы полагаем, что в текущих ценах уже учтены все негативные новости, и не ожидаем, что на момент экспирации 21 октября котировки опустятся ниже \$135.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вера	Тета		1М	3М	6М	12М
DLTR	Покупать	PUT \$130	21.10.2022	4,050	\$(177,50)	-0,322	0,020	0,177	-0,063	35,86%	42,04%	35,29%	49,03%	46,28%
	Продавать	PUT \$135	21.10.2022	5,825		-0,430	0,023	0,196	-0,065	34,06%				

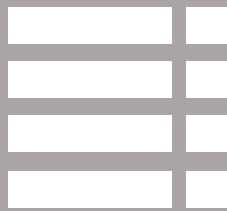
Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on DLTR
Страйки	Long PUT 130; Short PUT 135
Покупка	+DLTR*CAL130
Продажа	+DLTR*CAL135
Дата экспирации	21 октября 2022 г.
Маржинальное обеспечение	\$500,00
Максимальная прибыль	\$177,5
Максимальный убыток	\$322,5
Ожидаемая прибыль	36%
Точка безубыточности	\$133,23

Управление позицией

Если в день экспирации 21 октября 2022 года цена базового актива будет выше цены страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$177,5. Если же цена базового актива окажется в диапазоне \$130–135, убыток будет варьироваться, при этом необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) DLTR для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже проданного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток, равный \$322,5. В позицию необходимо заходить до 21 сентября включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Инвестиционный обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global

Alma

Основная разработка стартапа — онлайн-платформа Alma, которая позволяет американским психотерапевтам сконцентрироваться на непосредственной работе с пациентом, не отвлекаясь на решение административных задач. Кроме того, Alma помогает решать вопросы, связанные с подачей документов в страховые компании, что позволяет некоторым клиентам оплачивать услуги психотерапевтов по страховке. Как следствие, подобная помощь становится более доступной для жителей США. С момента основания в 2018 году Alma привлекла \$220,5 млн. Серия финансирования D, возглавленная компанией Thoma Bravo, принесла стартапу \$130 млн. Основные инвесторы Alma — Insight Partners, First Round Capital, Tusk Venture Partners. Привлеченные средства планируется потратить на повышение узнаваемости бренда и улучшение технических характеристик платформы.

Alma

SeatGeek

На онлайн-площадке SeatGeek можно купить либо продать билеты на концерты, театральные постановки, спортивные состязания и т.д. Предложения со всех сайтов собираются и группируются по цене либо привлекательности для конкретного потребителя. С момента основания в 2009 году SeatGeek собрала в ходе инвестраундов около \$400 млн. Последний раунд финансирования серии E, возглавленный онлайн-акселератором Accel, принес компании \$238 млн. В числе прочих инвесторов SeatGeek можно отметить Wellington Management, Arctos Sports Partners и Райана Смита (основателя Smith Entertainment Group и Qualtrics.) Привлеченные средства планируется потратить на повышение узнаваемости бренда SeatGeek среди интернет-пользователей. На данный момент у компании 200 партнеров, среди которых Arizona Cardinals, Dallas Cowboys и Brooklyn Nets из НБА.

SEAT GEEK

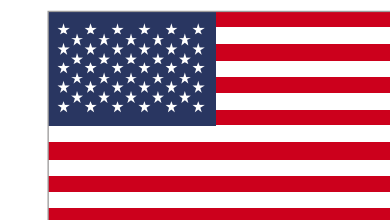
Lunar Energy

Lunar Energy производит продукты для перевода домов на экологически чистые источники энергии. С момента основания в 2020 году компания привлекла \$300 млн. Последняя серия финансирования стала одной из крупнейших в секторе чистых технологий за последнее время. Основные инвесторы Lunar Energy — Sunrun и SK Group. Компанию возглавляет Кунал Гиротра, бывший исполнительный директор Tesla. Благодаря ему за два года была собрана профессиональная команда из 250 сотрудников. Основная цель Lunar Energy — разработка программного обеспечения, которое позволит сделать дома полностью энергетически независимыми. Привлеченные средства будут потрачены на усовершенствование экосистемы компании и улучшение технологий, используемых для получения энергии.

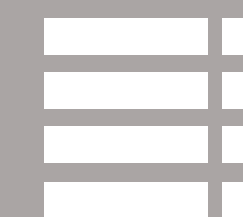


Carbon Direct

Эксперты Carbon Direct оказывают различным компаниям консультационные услуги по сокращению углеродных выбросов в атмосферу. С момента основания в 2019 году стартап провел один раунд финансирования, принесший \$60 млн. Основные инвесторы Carbon Direct — Quantum Energy Partners и Decarbonization Partners. Привлеченные средства менеджмент планирует потратить на расширение клиентской базы и штата сотрудников.



14



IPO Third Harmonic Bio

Биофарма новой волны

23 августа заявку на IPO подал разработчик методики лечения аллергии и воспалительных заболеваний Third Harmonic Bio. Андеррайтеры размещения – Morgan Stanley, Jefferies и Cowen



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global

Чем интересна компания:

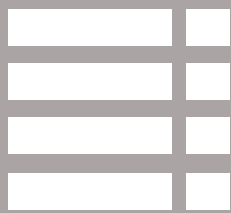
- О компании.** Third Harmonic Bio была основана в 2019 году. Общий объем привлеченных компанией инвестиций оценивается в \$155 млн. Среди ее акционеров Atlas Venture Fund XI, BVF Partners L.P., General Atlantic, Novartis Institutes for BioMedical Research и OrbiMed Private Investments VII. Основная разработка компании – это препарат THB001, который нацелен на ингибитор KIT (рецептор клеточной поверхности, являющийся основным регулятором выживания и функционирования тучных клеток). Тучные клетки лежат в основе развития аллергии, в том числе в стадии анафилаксии. В настоящее время компания разрабатывает препарат против хронической спонтанной крапивницы. В 2023 году Third Harmonic Bio планирует начать исследования в области терапии астмы. Изучаются возможности назначения основного продукта Third Harmonic Bio THB001 пациентам с воспалительными заболеваниями различной этиологии. На конец второго квартала текущего года компания располагала \$112,7 млн в виде денежных средств.
- Потенциальный рынок.** Third Harmonic Bio планирует выйти на рынок, где доминирует препарат Novartis под названием Xolair, имеющий одобрение FDA, для лечения хронической спонтанной крапивницы в дополнение к астме. В 2021 году доход от продаж этого продукта превысил \$1,4 млрд, а весь рынок лекарств от упомянутых заболеваний оценивался в \$3,5 млрд.

Обзор перед IPO

Эмитент	Third Harmonic Bio
Тикер	THRD
Биржа	NASDAQ
Диапазон на IPO	\$-
Объем к размещению	\$150 млн
Андеррайтеры	Morgan Stanley, Jefferies, Cowen



15



В течение двух последних недель российский фондовый рынок продемонстрировал уверенное ралли. Индекс МосБиржи вышел из бокового коридора, в котором торговался начиная с июля. Всего за месяц рублевый бенчмарк прибавил солидные 20%. Основным драйвером роста стала новость о том, что Газпром, ранее отказавшийся от распределения прибыли за 2021 год, осуществит выплаты акционерам за январь-июнь 2022-го, причем в размере, близком к ранее объявленным годовым дивидендам. Решение Газпрома породило соответствующие ожидания в отношении других компаний нефтегазового сектора. Еще одним триггером роста российского рынка стало повышение цен на энергоносители на фоне остановки Северного потока и новостей геополитического характера.

Рубль продолжает движение в боковике. Пара USD/RUB уже более месяца торгуется вблизи отметки 60. Нарушить установившееся равновесие могут только изменение геополитического фона и макроэкономические новости. В настоящее время разрабатывается обновленное бюджетное правило, в рамках которого может быть возобновлено пополнение ФНБ иностранной валютой. Впрочем, мы не ожидаем, что резервная политика заметно повлияет на динамику рубля. Прогнозировать валютные курсы на долгосрочном горизонте сейчас фактически невозможно.

Макроэкономическая ситуация в России немного улучшилась. Спад ВВП в июле составил 4,3% г/г, промпроизводство сократилось на 0,8% г/г, розничные продажи упали на 8,8%. В то же время по итогам августа инфляция может замедлиться до 14,3–14,6% г/г. В этом случае не исключено очередное снижение ключевой ставки финрегулятором. Однако резкое смягчение монетарных условий на этот раз, по нашему мнению, маловероятно. Новые геополитические риски и рост цен на энергоносители могут побудить Банк России действовать более осторожно. Скорее всего, ключевая ставка в сентябре будет сохранена на уровне 8% либо понижена, но не более чем до 7,5% годовых.

Ожидаем

Наиболее вероятен переход рынка в боковик. Ожидаем, что Индекс МосБиржи будет торговаться в диапазоне 2400–2500 пунктов. Однако не исключено продолжение ралли с целью 2600 пунктов. Ситуация во многом будет определяться реакцией инвесторов на новости, а также динамикой цен на углеводороды. Лидерами роста, вероятнее всего, станут акции нефтегазового и банковского сектора. Возможен рост котировок энергетических компаний. Хуже рынка могут торговаться бумаги потребительского сектора и металлургии. Ориентир для пары USD/RUB: диапазон 58–63.

Наша стратегия

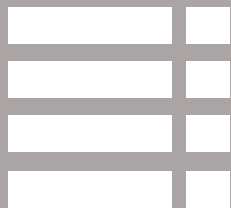
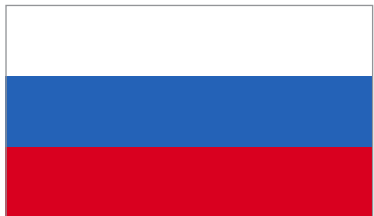
Мы полагаем, что можно увеличивать объем спекулятивных операций в бумагах первого-второго эшелона на фоне усиления торговой активности на рынке. Рекомендуем отыгрывать новости, ожидания, техническую картину как основные факторы, оказывающие влияние на динамику котировок. Для долгосрочных вложений, на наш взгляд, сейчас больше подходят бумаги, не имеющие значительного потенциала падения и при этом характеризующиеся возможным ростом дивиденда в будущем. Это Московская Биржа, МТС, Ростелеком, ФСК, Русгидро.



Георгий Ващенко,
заместитель директора
аналитического департамента
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	22.08.22	05.09.22	
MOEX	2 228	2 488	11,67%
PTC	1 173	1 287	9,72%
Золото	1 736	1 716	-1,15%
Brent	97,00	95,02	-2,04%
EUR/RUB	59,51	60,20	1,15%
USD/RUB	59,89	60,88	1,65%
EUR/USD	0,9928	0,9961	0,33%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи поднялся на максимум с середины мая, в диапазон 2450–2500 пунктов. Индекс PTC подобрался к уровню 1300. Пара USD/RUB торговалась вблизи отметки 60.



Ozon опубликовал операционные и финансовые результаты за второй квартал

Число заказов составило 90,2 млн (-3% кв/кв). Средний чек оказался равен 1892 руб. (-13% г/г). Частота заказов за последние 12 месяцев увеличилась до 10,8 на клиента. Товарооборот (GMV) и выручка сократились на 3,8% кв/кв и 8% кв/кв, до 170,6 млрд и 58,5 млрд руб. соответственно. При этом чистый убыток уменьшился до 7,2 млрд руб., а значение EBITDA впервые за историю компании оказалось положительным (188 млн руб.)



М.видео отчиталось по МСФО за первое полугодие

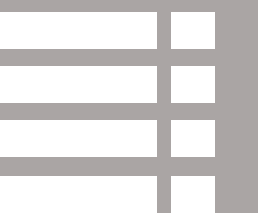
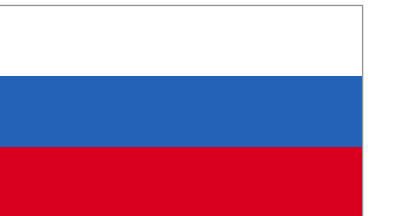
Выручка составила 218,8 млрд руб. (+1,5% г/г). EBITDA достигла 17,27 млрд руб. при рентабельности 7,9% против 15,09 млрд руб. и 7,0% годом ранее. Чистый убыток вырос до 4,6 млрд руб. в сравнении с 3,6 млрд руб. в сопоставимом периоде 2021-го. GMV увеличился до 179,2 млрд руб. со 172,8 млрд руб. в январе-июне прошлого года. Доля онлайн-продаж в группе М.видео-Эльдорадо достигла 67,3%.



BELUGA GROUP опубликовала результаты по МСФО за первое полугодие

Выручка, EBITDA и прибыль компании составили 42,1 млрд руб. (+36% г/г), 7,2 млрд руб. (+93% г/г) и 2,3 млрд руб. (166,8 руб. на акцию в обращении) соответственно. Отгрузки в натуральном выражении увеличились на 13,6%, до 7,4 млн декалитров. Компания выплатит дивиденд в размере 150 руб. на бумагу.

Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Российский рынок

Акция	Значение на 22.08.2022	Значение на 05.09.2022	Изменение, %
-------	------------------------	------------------------	--------------

Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	708	798	12,71%
НЛМК	116,46	126	8,19%
ММК	26,9	30,4	13,01%
ГМК Норникель	15430	17000	10,17%
Распадская	303,4	328,15	8,16%
АЛРОСА	68,2	74,9	9,82%
Полюс	7750	8315	7,29%
Мечел, ао	126,34	132,85	5,15%
Мечел, ап	155,75	179,9	15,51%
Русал	46,4	49,61	6,92%
Polymetal	362,6	425	17,21%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	126,06	141	11,85%
Сбербанк, ап	121,39	134,4	10,72%
ВТБ	0,01804	0,02067	14,58%
АФК Система	14,44	15,434	6,88%
МосБиржа	88,17	95,41	8,21%
ЭсЭфАй	469	470	0,21%
TCS, гдр	2720	2754	1,25%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	181,7	250	37,59%
НОВАТЭК	1150,2	1197	4,07%
Роснефть	349,6	385,1	10,15%
Сургут, ао	26,05	27,345	4,97%
Сургут, ап	29,015	29,87	2,95%
ЛУКОЙЛ	4017	4658	15,96%
Башнефть, ао	1003	1122	11,86%
Башнефть, ап	691,5	757,5	9,54%
Газпром нефть	407,95	437	7,12%
Татнефть, ао	443,4	461,1	3,99%
Татнефть, ап	414	418	0,97%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	Значение на 22.08.2022	Значение на 05.09.2022	Изменение, %
-------	------------------------	------------------------	--------------

Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	3,039	3,3125	9,00%
РусГидро	0,8	0,8036	0,45%
ОГК-2	0,5206	0,5594	7,45%
Юнипро	1,352	1,443	6,73%
ТГК-1	0,007698	0,008696	12,96%
Энел	0,4686	0,4968	6,02%
Мосэнерго	1,806	1,891	4,71%
ФСК ЕЭС	0,08918	0,10198	14,35%
Россети, ао	0,5906	0,6264	6,06%
Потребительский сектор			
Магнит	5302	5600	5,62%
Х 5	1313	1429,5	8,87%
Лента	935	895,5	-4,22%
Детский мир	86,54	85,56	-1,13%
М.видео	222,6	220	-1,17%
OZON, адр	1404	1523	8,48%
Fix Price	378	389,8	3,12%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	238,1	242,8	1,97%
Ростелеком, ао	60,49	62,72	3,69%
Ростелеком, ап	60,6	62,9	3,80%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	27	30,64	13,48%
НМТП	4,86	5,38	10,70%
ДВМП	29,83	37,45	25,54%
GLTR, гдр	332	363,5	9,49%
Совкомфлот	38,24	42,91	12,21%

Динамика котировок

Положительная динамика наблюдалась в нефтегазовой отрасли, а также в секторах финансов, металлургии, транспорта и телекоммуникаций. Абсолютными лидерами роста за прошедшие две недели стали акции Газпрома. В числе аутсайдеров оказались бумаги некоторых ретейлеров.



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



18



Инвестиционная идея (18+)

BELUGA GROUP. Крепкие инвестиции

Акции BELUGA GROUP интересны для долгосрочных вложений с ориентиром на привлекательную дивидендную доходность

BELUGA GROUP	
Тикер	BELU
Текущая цена акций	3000 Р
Целевая цена акций	3300 Р
Потенциал роста	10,00%
Стоп-аут	2800 Р
Капитализация, \$ млн	800

Снижение акций на 5% от прошлогодних уровней. В ноябре 2021-го котировки достигали максимума за 12 месяцев в районе 4300 руб. Дороже бумаги компании торговались только в феврале 2021 года, когда спекулятивно отыгрывались ожидания биржевых игроков. В прошлом году компания провела SPO по 2800 руб. за акцию. В феврале текущего года, в период активной коррекции, акции BELUGA GROUP опускались в район 1900 руб., но одними из первых отыграли значительную часть потерь.

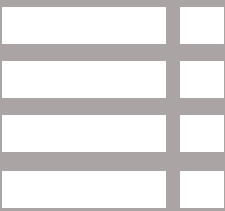
Сильные позиции на рынке. BELUGA GROUP – это ведущий отечественный и один из пяти крупнейших мировых производителей алкогольной продукции, крупный независимый импортер с портфелем из более чем сотни импортных брендов. BELUGA GROUP принадлежит лидерство и в сегменте премиальных марок продукции. Группа владеет пятью заводами и более 240 га виноградников, успешно развивает собственную торговую сеть, на сегодняшний день включающую в себя более 1200 магазинов. Трафик в торговых точках группы за первое полугодие вырос на 36,6%, средний чек увеличился на 12,8%. Розница обеспечила более 35% всех продаж BELUGA GROUP. Число лояльных клиентов достигло 5,4 млн. Продукция группы реализуется также на платформах Wildberries и СберМаркет. Доля интернет-продаж в Москве и Санкт-Петербурге составляет 9,5%.

Операционные и финансовые результаты. Продажи BELUGA GROUP в последние годы росли темпом около 20%. Выручка по итогам 2021 года составила 74,9 млрд руб. с EBITDA 10,5 млрд руб. и маржей показателя на уровне 14%. За первое полугодие 2022 года отгрузки в натуральном выражении увеличились на 13,6% г/г, до 7,4 млн декалитров (дал). Доля собственных брендов достигла 83%. Выручка повысилась на 36% г/г, до 42,1 млрд руб., EBITDA оказалась на отметке 7,2 млрд руб. с маржей показателя 17%. Чистая прибыль составила 2,3 млрд руб. (166,8 руб. на акцию). Долговая нагрузка была равна 1,3х EBITDA.

Дивиденды. В 2019–2020 годах BELUGA GROUP возвращала акционерам более 25% чистой прибыли в виде дивиденда. Выплаты за три года составили 3,4 млрд руб. По итогам первого полугодия 2022 года компания анон-

сировала промежуточный дивиденд в размере 150 руб. на акцию, что соответствует около 5% доходности к текущим котировкам.

Инвестиционный кейс. К факторам привлекательности акций BELUGA GROUP можно отнести устойчивые позиции на внутреннем рынке, низкую долговую нагрузку, щедрую дивидендную политику. В качестве умеренных рисков назовем удорожание импорта на фоне общей инфляции и повышение издержек на логистику из-за предстоящих ограничений в сегменте международных перевозок. Стратегические ориентиры на горизонте 2024 года: удвоение выручки и розничной сети, доведение розницы до 45% и онлайн-продаж до 10–15%, снижение долговой нагрузки до менее чем 1х EBITDA. Акции компании привлекательны для долгосрочных вложений с ориентиром на высокую дивидендную доходность в будущем. Техническая картина свидетельствует о развитии устойчивого восходящего тренда. Ближайшая цель по акции BELU – 3300 руб.



Инвестиционная идея (18+)



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Финансовые показатели	2020	2021	1H2022
Выручка, млн руб.	51 270	63 292	42 100
Изменение, %	18%	23%	37%
EBITDA, млн руб.	9 133	10 287	7 200
EBITDA маржа, %	17,8%	16,3%	17,1%
Чистая прибыль, млн руб.	2 744	3 680	2 300
Чистая маржа, %	5,4%	5,8%	5,5%

	2020	2021
P/B	0,8	1,6
P/S	0,2	0,5
P/E	6,2	11,3
ROA	4,1%	5,4%
ROE	12,6%	16,9%

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
BELU:RX	-0,5%	2,5%	23,5%	28,5%	-7,4%
IMOEX	-0,4%	7,8%	20,5%	8,5%	-38,5%
RTS	-0,1%	5,9%	19,6%	8,9%	-26,2%



20



«Быки» споткнулись об инфляцию

Ралли конца лета приостановилось после выхода данных о рекордном росте потребительских цен, однако индекс KASE готов вернуться на восходящую траекторию

Последние дни лета выдались удачными для индекса KASE. С 23 августа он двигался вверх на протяжении шести сессий подряд. Котировки продолжали восстанавливаться, достигая пятимесечных максимумов. Вместе с тем к завершению шестидневного ралли волатильность постепенно уменьшалась, в результате рынок перешел в локальную консолидацию. В лидеры роста последних двух недель вышел Банк ЦентрКредит. После небольшой паузы в августе с наступлением осени котировки продолжили активно двигаться вверх. 11-летний максимум был обновлен 6 сентября, когда акция достигла отметки 561 тенге. 1 сентября все торгуемые на LSE казахстанские ГДР синхронно скорректировались в пределах 6,2–8,5%. Индекс KASE отреагировал на эту динамику через день, опустившись на 1,6%. Триггером к снижению стало стечение трех обстоятельств. Во-первых, котировки тестировали важные уровни сопротивления: у Kaspі он располагается на отметке \$60, два других эмитента (Казатомпром и Народный банк) подошли к 200-дневным скользящим средним. Во-вторых, давление на рынок оказали данные об инфляции в Казахстане, которая в августе достигла максимальных с 2016 года 16,1%, дав инвесторам однозначный «ястребиный» намек. В-третьих, фондовые площадки развивающихся стран в целом перешли к коррекции после выступления главы ФРС Джерома Пауэлла в Джексон-Хоуле. По всей видимости, отечественные «быки» решили умерить активность при подходе акций к зонам сопротивления, опасаясь, что 5 сентября Нацбанк поднимет ключевую ставку до

15%, чего впоследствии не случилось. В условиях повышенной волатильности нужно отметить акции Казатомпрома, которые сумели продолжить уверенный рост. Позитивным триггером для их котировок выступает усиление роли атомной энергетики ввиду энергетического кризиса в Европе. Рынок сдержанно отреагировал на пересмотр прогноза агентства S&P Global Ratings до негативного при последнем обновлении суверенных рейтингов Казахстана. Вероятнее всего, агентство предпочитает играть на опережение неблагоприятных событий. В центре внимания аналитиков S&P оказались перебои с отгрузкой нефти по КТК, однако два из представителей «большой тройки» мировых рейтинговых агентств сохраняют свои оценки в отношении Казахстана без изменений. Мы считаем, что риски перебоев с экспортом нефти определенно присутствуют, однако они уравновешены стабильными внешними позициями республики. К тому же долгосрочная заморозка выгодного как для Казахстана, так и для РФ проекта маловероятна. В связи с этим мы пока не рассматриваем сценарий резких колебаний курса тенге либо суверенных CDS после выхода данной новости.



Динамика акций и ГДР			
Актив	Значение на		Изменение
	22.08.22	06.09.22	
Индекс KASE	3 079,29	3 111,10	1,0%
Казатомпром (GDR)	27,92	31,14	11,5%
Банк Центр Кредит (KASE)	520,09	561,32	7,9%
Казатомпром (KASE)	13 499,00	14 450,00	7,0%
Казхтелеком (KASE)	27 990,95	28 186,00	0,7%
Kcell (KASE)	1 675,00	1 674,00	-0,1%
Kaspі (KASE)	27 300,00	27 101,01	-0,7%
KEGOC (KASE)	1 592,88	1 580,00	-0,8%
Казтрансойл (KASE)	766,00	756,78	-1,2%
Халык Банк (KASE)	127,00	122,58	-3,5%
Kaspі (GDR)	58,00	53,50	-7,8%
Халык Банк (GDR)	12,20	9,79	-19,8%

Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Ожидания и стратегия

Из всех негативных новостей последних двух недель наиболее болезненно, на наш взгляд, была воспринята статистика инфляции. Тем не менее мы считаем, что последствия этой реакции ограничатся отсрочкой роста рынка на пару недель и в скором времени индекс KASE возобновит тестирование 200-дневной скользящей средней. Напомним, что повторяющийся тест одного и того же уровня сопротивления чаще всего приводит к его пробую.

- **Инфляция за август разоглась до 16,1% г/г.** За последний летний месяц цены выросли на 1,4% м/м. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года продовольственные товары подорожали на 20,8%, непродовольственные – на 15,5%, стоимость услуг повысилась на 10,1%.
- **Базовая ставка осталась на уровне 14,5%.** По итогам заседания 5 сентября Нацбанк сохранил ее на прежнем уровне, несмотря на рекордную инфляцию. Наш прогноз предполагал повышение ставки до 15%. Расчетный диапазон для инфляции к концу года пересмотрен вверх до 16–18%. Регулятор заявил о сохранении внешнего давления на экономику, которое вызвано ростом стоимости логистических услуг, высокой инфляцией в странах – торговых партнерах и ослаблением тенге к рублю.
- **Акционеры Kaspi.kz утвердили дивиденд по обыкновенным акциям за второй квартал 2022 года.** На прошедшем 25 августа ВОСА было принято решение выплатить в виде дивиденда 500 тенге на акцию (\$1,034 на ГДР). Реестр акционеров был закрыт 23 августа, а выплаты начаты с 24 августа.



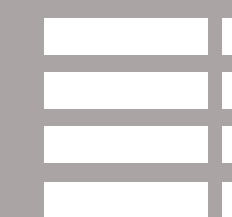
Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Kaspi.kz. Нет предела совершенству

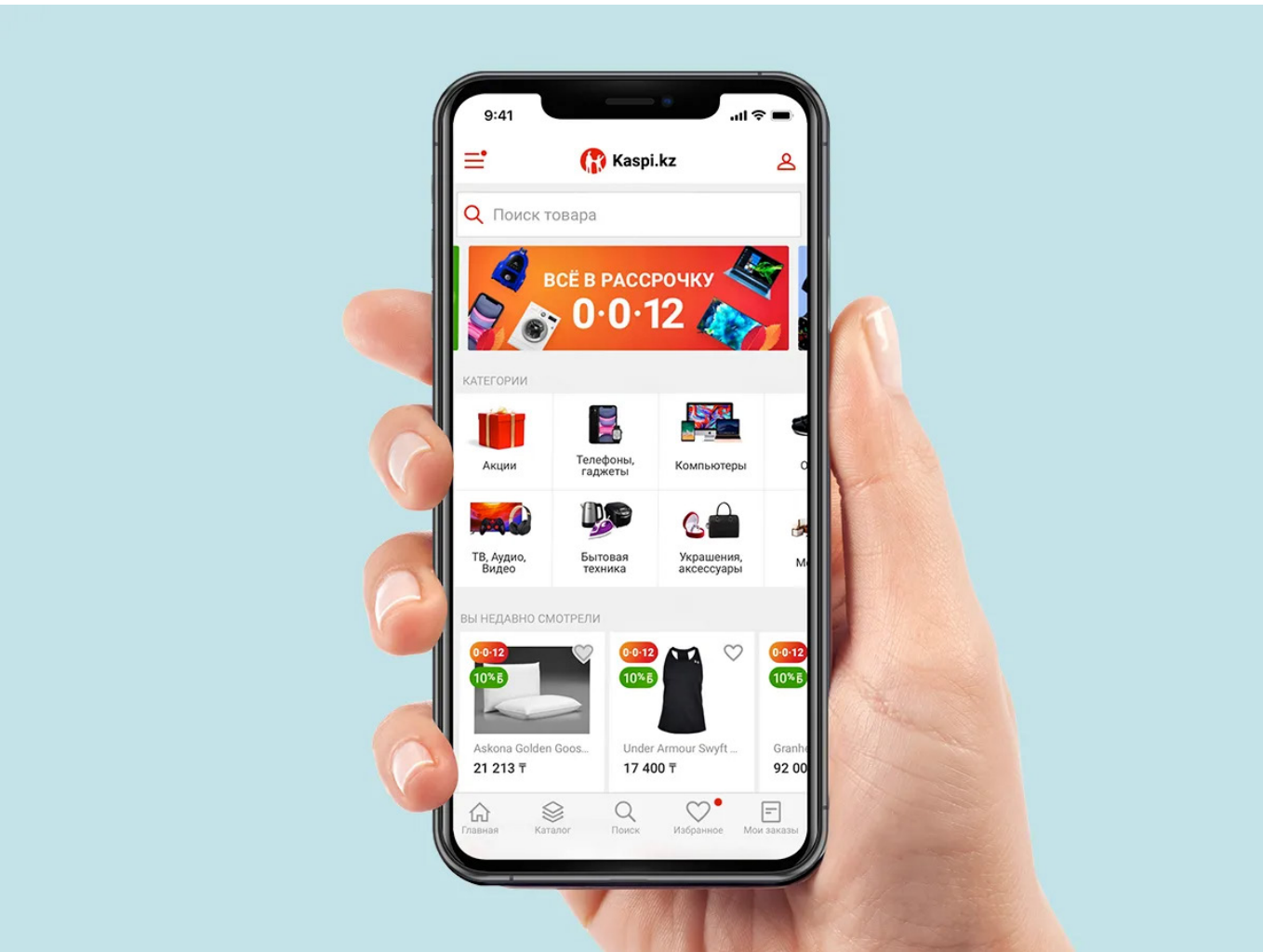
По итогам второго квартала Kaspi.kz доказал приверженность наращиванию ключевых показателей бизнеса и улучшил собственные прогнозы

Причины для покупки:

- Значительный рост выручки.** Отчетность Kaspi.kz за второй квартал 2022 года отразила позитивный тренд на ускорение роста финансовых показателей и превышение собственных прогнозов. Процентные доходы эмитента за отчетный период повысились на 36% г/г и на 7,3% кв/кв, достигнув 132 млрд тенге. Комиссионные доходы и поступления от транзакций в совокупности увеличились на 35% г/г и 20% кв/кв. Доходы от комиссий за транзакции и продажи активно повышались как в квартальном, так и в годовом выражении. В то же время Kaspi.kz нарастил процентные расходы на 55% г/г и 29% кв/кв на фоне повышения процентных ставок. Непроцентные расходы банка увеличились лишь на 12% во многом из-за операционных расходов, которые поднялись на 49% г/г. В итоге квартальная чистая прибыль Kaspi.kz выросла на 16% кв/кв и на 32% г/г, достигнув 135 млрд тенге.
- Улучшение прогнозов для двух из трех операционных сегментов.** Объем доходных транзакций в сегменте Payments увеличился на 28% кв/кв и 59% г/г при собственном ориентире банка на уровне +40-50% г/г. Основным драйвером роста остается Kaspi QR, доля которого в сегменте составляет 75%. Суммарная стоимость проданных товаров в сегменте Marketplace увеличилась на 44% кв/кв с учетом эффекта низкой базы первого квартала. В годовом выражении данный показатель вырос на 50%, что совпало с прогнозом руководства Kaspi.kz. Обновленный гайд менеджмента предполагает повышение показателя на 55% в этом году, что во многом обеспечит очень успешная акция Kaspi Жума. В отчетном периоде общая стоимость товаров, реализованных в рамках этой акции, выросла на 175% к предыдущему значению, количество продавцов увеличилось более чем в десять раз, а покупателей стало больше на 80%. Число ежеднев-

ных и ежемесячных пользователей приложения Kaspi выросло на 2,8% и 3,5% кв/кв – до 7,4 млн и 11,8 млн соответственно.

- Техническая картина.** Коррекция после публикации статистики по августовской инфляции создала удобную точку для входа в позиции по бумагам Kaspi.kz, поскольку ГДР компании на LSE начали ретест 50-дневной скользящей средней, который пока проходит удачно с учетом активного откупа. Мы по-прежнему полагаем, что этой осенью акции эмитента, как и бумаги Народного банка и Казатомпрома, протестируют 200-дневную скользящую среднюю, что предполагает реализацию потенциала роста, составляющего около 24%. С технической точки зрения это может произойти в середине октября.



АО Kaspi.kz

Тикер на KASE	KSPI
Цена на момент анализа	27 100 KZT
Целевая цена	34 500 KZT
Потенциал роста	27%

Динамика акций на KASE



Рынок Узбекистана

В преддверии новых размещений

Котировки широкого рынка медленно корректируются накануне ряда IPO

В течение двух последних недель индекс ликвидных акций продолжал снижение. В первую из рассматриваемых пятидневок EqRe Blue упал с 1809,92 до 1752,31 пункта (-3,18%), за вторую – опустился до 1738,03 пункта (-0,81%). В аутсайдерах оказались бумаги Узметкомбината (UZMK), которые за неделю скорректировались на 12,36%, а падение за все лето составило 40%. Если рассматривать динамику бенчмарка в целом, то за август он потерял 10,66%, а за три летних месяца – 17,51%. Важно отметить,

что ни в августе, ни за все лето в целом ни один из компонентов индекса не продемонстрировал роста. Эту негативную динамику мы связываем со снижением объема торгов ликвидными бумагами на бирже в преддверии крупных размещений. Скорее всего, наиболее активные инвесторы пока приостановили наращивание позиций в уже представленных на рынке ценных бумагах и ожидают новых IPO. Так, уже этой осенью, скорее всего, на бирже начнут торговаться акции UzAuto Motors и префы Humans.



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	19.08.22	31.08.22	
EqRe Blue	1809,92	1738,03	-3,97%
KVTS	3288	3050	-7,24%
QZSM	3500	3250	-7,14%
SQBN	11	11	0,00%
URTS	20850	20450	-1,92%
UZMK	8900	7800	-12,36%
KSCM	289999	272857,12	-5,91%
HMKB	74,99	72,50	-3,32%
IPTB	0,81	0,8	-1,23%
UVCМ	9701	11000	13,39%
KUMZ	897,91	925,99	3,13%
A028090	40496	30000	-25,92%
A005900	7500	8000	6,67%

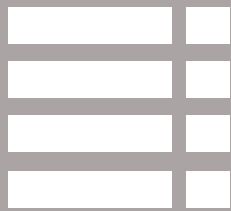
Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем **держать** бумаги Кизилкумцента (QZSM), Кувасайцента (KSCM), Узвторцветмета (UVCМ) и КМЗ (KUMZ) до пересмотра целевой цены нашими аналитиками.
- Акции Кварца (KVTS), УзПСБ (SQBN), УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), Хамкорбанка (НМКВ), Ипотека-банка (IPTB), Тошкентвинокомбината (A028090) и Средаэнергосетьпроекта (A005900) советуем **покупать** по текущим ценам с целью достижения котировками сбалансированных ценовых уровней.

Бехрузбек Очилов,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Рынок Узбекистана

Важные новости

Макростатистика

- Девальвация **узбекского сума** по отношению к доллару составила 3,17% г/г, спред между депозитами в USD и UZS находится в пределах 12–16%. За первую из рассматриваемых недель нацвалюта укрепилась к доллару на 0,09%, а затем девальвировала на 0,41%.
- Средняя **ставка по размещениям «коротких» гособлигаций** составила 16,85%. Ставки овернайт на межбанковском рынке в первую и вторую рассматриваемые недели достигли 14,50% и 14,20%. Государственный облигационный долг по-прежнему равен \$4,55 млрд.
- Доходность **внешних облигаций Узбекистана** с погашением в 2029 году выросла с 7,17% до 7,23% в первую рассматриваемую неделю и затем до 7,29% во вторую на фоне повышения доходности евробондов рейтинговой группы BB-/BB/BV+.
- Обороты на площадке **УзРВБ**, на которой торгуются гособлигации, за полгода выросли на 78,8%.

По отдельным компаниям

- Кизилкумцемент** проведет собрание акционеров 26 сентября 2022 года. Его темой станет распределение чистой прибыли по итогам 2020-го и 2021 года. Закрытие дивидендного реестра запланировано на 22 сентября. Последний день для покупки акций с дивидендом – 20 сентября с учетом системы расчетов биржи T+2.
- Uzbekistan Airways** объявила тендер среди консалтинговых компаний для составления стратегии приватизации.
- Планируется продажа 75% госдоли в капитале **UzCard**.



Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



В ожидании решения ЕЦБ

Индекс DAX резко скорректировался на опасениях дальнейшего агрессивного роста ставок денежного рынка, а также на фоне новых данных инфляции в еврозоне

Торговая пятидневка с 22 по 26 августа для немецких рынков оказалась третьей худшей с февраля текущего года. По итогам недели DAX потерял 4,23%, закрывшись на отметке 12 971 пункт. Основное падение пришлось на понедельник и пятницу, когда индекс терял по 2,3% по итогам обеих сессий. Снижение 22 августа было обусловлено преимущественно опасениями инвесторов относительно дальнейшего роста ставок денежного рынка в США и ЕС. Кроме того, глава Бундесбанка заявил, что ужесточение монетарных условий необходимо проводить, несмотря на возможную рецессию в Германии, поскольку инфляция будет оставаться на некомфортно высоких уровнях в 2023 году. Вторым фактором, оказавшим давление на индекс широкого рынка в понедельник, стало ослабление евро: валюта региона спустя пять недель вновь достигла паритета с долларом США. В пятницу DAX демонстрировал негативную динамику, как и прочие мировые индексы, на заявлениях главы ФРС о намерении сдержать инфляцию, даже если для этого потребуются поставить экономику США в некомфортные условия. Среди отдельных бумаг отметим немецкий медико-технологический концерн Fresenius, который 22 августа объявил о назначении нового руководителя с 1 октября. На этой новости акции компании в моменте прибавляли более 7%. Период с 29 августа по 2 сентября немецкие рынки завершили в зеленой зоне после двух недель снижения: DAX закрылся на уровне 13 050 пунктов, прибавив 0,6%. Несмотря на положительный финальный результат, пятидневка оказалась достаточно волатильной. 30 августа в начале торговой сессии индекс

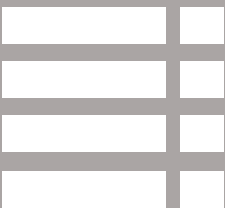
прибавлял в моменте 1,6%, но общий рост по итогам вторника составил лишь 0,5%. В среду и четверг бенчмарк корректировался на 1% и 1,6% соответственно. Однако это падение было отыграно в пятницу, когда DAX поднялся сразу на 3,3%, что стало лучшим результатом с середины марта. Энтузиазм инвесторов, по всей видимости, был обусловлен выпуском макропоказателей в США: статистика показала умеренный рост заработной платы, а также подъем уровня безработицы. Участники торгов интерпретировали указанные данные как свидетельство того, что ФРС будет повышать ставку менее агрессивно. Также в рассматриваемый период вышли показатели инфляции в еврозоне: темпы роста цен обновили рекорд, достигнув в августе 9,1%. На этом фоне доходность европейских гособлигаций поднялась до максимальных с июня текущего года 1,63%.



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	19.08.22	02.09.22	
DAX Index	13 544,52	13 050,27	-3,6%
PAH3 GR Equity	67,70	70,18	3,7%
MUV2 GR Equity	233,90	242,20	3,5%
CBK GR Equity	6,67	6,78	1,6%
HNR1 GR Equity	147,05	149,00	1,3%
DTE GR Equity	18,84	18,67	-0,9%
OSR GR Equity	53,50	52,90	-1,1%
DB1 GR Equity	170,35	167,40	-1,7%
VOW3 GR Equity	146,08	143,52	-1,8%
DBK GR Equity	8,50	8,32	-2,1%
BMW3 GR Equity	71,05	69,30	-2,5%
BAS GR Equity	43,04	41,83	-2,8%
LXS GR Equity	34,12	33,16	-2,8%
BEI GR Equity	103,15	99,58	-3,5%

Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Ожидания и стратегия

После пробоя вниз отметки 13 050 пунктов DAX опустился к 12 600 пунктам, откуда резко восстановился к прежним уровням выше 13 000. Отметка 12 400 не выступает ключевой поддержкой в текущем году, поскольку индекс уже трижды отскакивал от этого уровня вверх. Чтобы окончательно переломить глобальный даунтренд и избежать боковика, бенчмарку нужно уйти выше 13 500 пунктов.

Рынок Германии

Важные новости

- **Инфляция в Германии достигла в августе 40-летнего рекорда на уровне 8,8% г/г.** Основным драйвером роста цен стали энергоносители, подорожавшие на 35,6% г/г. Стоимость продуктов питания увеличилась на 16,6%. Базовая инфляция выросла с 2,8% до 3,1% г/г.
- **Индекс бизнес-климата в Германии от Ifo скорректировался с 88,7 до 88,5 пункта в августе.** Также эксперты института заявили о возможном снижении ВВП Германии на 0,5% в третьем квартале.
- **Потребительские продажи в Германии неожиданно для рынка выросли на 1,9% в июле на фоне восстановления показателей онлайн-ритейла и продовольственного сектора.** Ранее аналитики считали, что этот показатель продемонстрирует нулевую динамику.



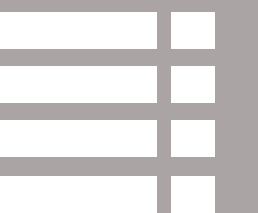
Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global



Только вверх

Драйверами роста котировок выступают квартальные показатели чистой прибыли выше ожиданий рынка, а также уверенные финансовые ориентиры менеджмента

Причины для покупки:

- **Улучшение финансовых показателей на фоне роста процентных ставок.** В августе Commerzbank AG отчитался за второй квартал чистой прибылью в размере 470 млн евро, что оказалось выше общерыночных ожиданий на уровне 370 млн евро. Выручка эмитента увеличилась до 2,4 млрд против 1,9 млрд евро годом ранее. Основными драйверами роста стали более высокие процентные ставки и динамика комиссионного дохода. Commerzbank рассчитывает сгенерировать в 2022 году как минимум на 300 млн евро больше процентного дохода в сравнении с 2021-м, а в 2024-м эта метрика может повыситься до 800 млн евро. Компания также подтвердила ориентир по прибыли на уровне более 1 млрд евро.
- **Последние обновления инвестдомов.** В сентябре JPMorgan, BNP Paribas Exane и Morgan Stanley подтвердили свои таргеты по акции CBK на уровне 8,5, 12 и 11,4 евро соответственно. Аналитики Citi повысили целевую цену с 9,8 до 10 евро. Из 27 инвестбанков, покрывающих компанию, 15 рекомендуют покупать бумагу, а 12 – держать. Средний таргет по акции CBK – 9,02 евро.
- **Техническая картина.** Акции Commerzbank AG в данный момент готовятся протестировать уровень 7,3 евро. В случае пробоя этой отметки вверх возможен рост до 7,8 евро.



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global

Среднесрочная идея

Commerzbank AG	
Тикер на Xetra	CBK
Текущая цена	6,99 евро
Цена на момент анализа	8,6 евро
Потенциал роста	23,03%
Дивидендная доходность	-%

Динамика акций CBK AG на Xetra



Новости Freedom Holding Corp.

Freedom Holding Corp. покупает СК «Лондон-Алматы»

АО «Фридом Финанс», брокерский дивизион в составе международного холдинга Freedom Holding Corp., приобретет у TOO Dostyk Leasing 100% капитала АО «Страховая компания «Лондон-Алматы».

Сделка получила одобрение Агентства по защите и развитию конкуренции Республики Казахстан и Агентства Республики Казахстан по регулированию и развитию финансового рынка. «Покупка компании «Лондон-Алматы» позволит развивать страховое направление в рамках нашей экосистемы и сфокусироваться на прямых продажах страховых продуктов при максимальной оцифровке обслуживания клиентов. Мы надеемся, что вскоре сможем предложить рынку новые современные цифровые продукты», – прокомментировал сделку CEO Freedom Holding Corp. Тимур Турлов.

Процесс слияния планируется завершить до конца 2022 года. Правопреемником присоединяемой компании станет АО «Страховая компания Freedom Finance Insurance», к которой перейдут все активы и обязательства по действующим договорам СК «Лондон-Алматы». Объединенный страховщик займет седьмую строчку в рейтинге организаций общего страхования в Казахстане по размеру собственного капитала (13,3 млрд тенге) и пятую – по размеру активов (49 млрд тенге).

S&P Global Ratings пересмотрело рейтинги страховых компаний Freedom Finance Insurance и «Лондон-Алматы»

После объявления Freedom Holding Corp. (FRHC) о приобретении АО «Страховая компания «Лондон-Алматы» (ЛА) и ее присоединении до конца 2022 года к АО «Страховая компания «Freedom Finance Insurance» (FFI) агентство S&P Global Ratings поместило кредитный рейтинг и рейтинг финансовой устойчивости FFI на уровне B в список CreditWatch Positive и повысило рейтинг по национальной шкале с kzBB+ до kzBBB-.

Помещение рейтинга в список CW Positive обусловлено ожиданиями, что после слияния объем консолидированного капитала компании увеличится, а конкурентные позиции укрепятся.

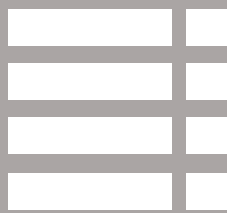
«Мы можем повысить рейтинг FFI на одну ступень и вывести рейтинги из списка CW после завершения слияния и при наличии устойчивого прогресса в достижении целей интеграции, а также повышения показателей капитализации и прибыльности, улучшения рыночных позиций и сохранения метрик качества активов на консолидированной основе», – комментирует решение ведущий аналитик агентства Александра Филатова.

Несмотря на понижение рейтингов компании ЛА с BB- до B+ по международной шкале и с kzA- до kzBBB+ по национальной, пересмотр прогноза по ним со стабильного на позитивный сигнализирует о том, что агентство рассчитывает на сохранение устойчивости операционной деятельностью эмитента.

Аналитики агентства также подчеркивают, что оценка собственных характеристик кредитоспособности ЛА (bb-) превышает оценку кредитного профиля группы FRHC (b-), поскольку режим регулирования в Казахстане исключает отток средств страховых компаний для поддержки сестринских организаций в объеме, который привел бы к ухудшению финансовых метрик самой компании.



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global





Публичная Компания Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №254
8 сентября 2022
ffin.global

ПН-ПТ **09:00-21:00** (по времени г. Нур-Султан)
+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.

