

Инвестиционный обзор



№260
29 декабря 2022



Фондовый рынок США:

Центробанки спугнули Санта-Клауса

За последние две недели ФРС, ЕЦБ, Банк Японии и Банк Англии подняли ключевые ставки, что оказало давление на котировки акций

Рынок Казахстана: Наперекор «медвежьим» трендам

Российский рынок: Новый год без подарков

Рынок Узбекистана: Завершаем год в зеленом

Рынок Германии: Коррекция перед Рождеством

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Содержание



Рынок США. Центробанки спугнули Санта-Клауса.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Вокруг света в поисках доходных облигаций.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 26 декабря.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. Rio Tinto. Фишка для любителей дивидендных историй.....	11
Оptionная идея. BULL PUT SPREAD ON COST.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. VinFast Auto Ltd. Электромобили без границ.....	15
Рынок Казахстана. Наперекор «медвежьим» трендам.....	16
Инвестиционная идея. Казмунайгаз. Из дебютантов в фавориты.....	18
Российский рынок. Новый год без подарков.....	19
Инвестиционная идея. Русагро. Лакомый кусочек.....	23
Рынок Узбекистана. Завершаем год в зеленом.....	25
Рынок Германии. Коррекция перед Рождеством.....	27
Среднесрочная идея. Siemens AG. Корпорация высоких достижений.....	29
Новости Freedom Holding Corp.....	30
Контакты.....	31

Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global

Фондовый рынок США

Центробанки спугнули Санта-Клауса

За последние две недели ведущие мировые регуляторы: ФРС, ЕЦБ, Банк Японии и Банк Англии – подняли ключевые ставки, что оказало давление на котировки акций. ЕЦБ также анонсировал программу количественного ужесточения



Новости одной строкой:

- 13.12.2022** Потребительская инфляция в США за ноябрь замедлилась с октябрьских 7,7% до 7,1% г/г
- 14.12.2022** На заключительном в этом году заседании FOMC поднял ключевую ставку на 0,5 б.п., до 4,5%
- 16.12.2022** Минэнерго США анонсировало начало восполнения стратегических запасов нефти с февраля 2023-го после рекордных продаж в 2022 году
- 20.12.2022** Банк Японии повысил потолок доходности «десятилеток» с 0,25% до 0,5%, на этом фоне пара USD/JPY упала на 4% за один торговый день

По состоянию на 27.12.2022

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-0,09%	-4,85%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-2,51%	-7,43%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,90%	-2,93%
UUP	Доллар	-1,17%	-2,10%
FXE	Евро	0,25%	2,06%
XLF	Финансовый сектор	0,74%	-5,67%
XLE	Энергетический сектор	3,20%	-5,59%
XLI	Промышленный сектор	0,30%	-2,50%
XLK	Технологический сектор	-2,26%	-7,28%
XLU	Сектор коммунальных услуг	0,61%	0,54%
XLV	Сектор здравоохранения	0,42%	-0,18%
SLV	Серебро	2,25%	10,30%
GLD	Золото	0,28%	2,56%
UNG	Газ	-20,85%	-32,33%
USO	Нефть	6,81%	2,83%
VXX	Индекс страха	-4,40%	-4,84%
EWJ	Япония	0,40%	-1,46%
EWU	Великобритания	1,32%	-0,71%
EWG	Германия	0,53%	-1,36%
EWQ	Франция	0,85%	-0,42%
EWI	Италия	1,43%	-1,82%
GREK	Греция	1,38%	3,94%
EEM	Страны БРИК	-0,08%	-0,40%
EWZ	Бразилия	9,84%	-2,74%
RTSI	Россия	-16,03%	-39,32%
INDA	Индия	-2,39%	-3,85%
FXI	Китай	-0,50%	7,88%



Инвестиционный обзор №260

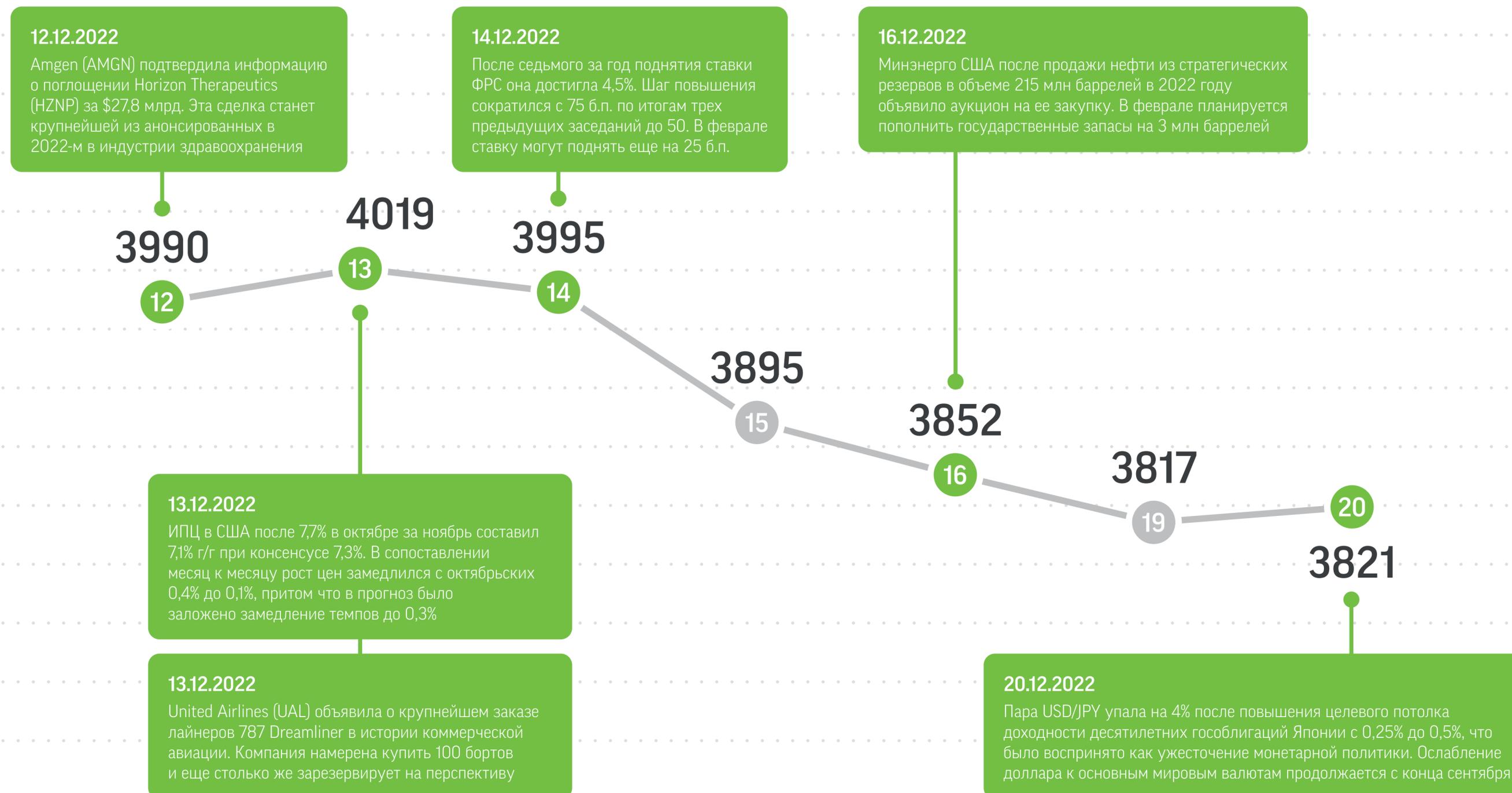
29 декабря 2022

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (12.12.2022 – 20.12.2022)



Вокруг света в поисках доходных облигаций

Весь последний год ведущие центробанки мира постепенно отходят от политики нулевых ставок. Из 62 ключевых развитых и развивающихся стран лишь две – Россия и Турция – продолжают снижать ставки рефинансирования. Однако, поскольку в обоих случаях действия регуляторов не связаны с рыночными механизмами, подробно разбирать их я не буду. Без изменений ставку оставили ЦБ таких развивающихся стран, как Тринидад и Тобаго, Зимбабве, Ливан и Хорватия. Остальные 56 регуляторов повысили ключевые ставки в среднем на 3,46%, тем самым завершая эпоху «бесконечной» ликвидности.

В этой связи особенно актуальным для инвесторов становится вопрос, что делать в условиях высоких ставок и инфляции, ведь акции и облигации в этом году показывают отрицательную доходность. В одном из предыдущих обзоров мы уже обсуждали привлекательность долговых инструментов, предполагая, что в конце года может сложиться удачная ситуация для наращивания позиций в некоторых из них. Однако после декабрьского заседания ФРС лучше придерживаться более осторожного подхода, примером которого служат наши [модельные портфели облигаций](#) (информацию об этих инструментах можно получить у инвестиционного консультанта).

Хотя номинальная доходность бондов растет, из-за высокой инфляции реальный уровень прибыльности не меняется относительно предыдущих периодов коррекции. На этой почве возникло ошибочное предположение, что покупка низкорисковых бондов обеспечила бы «приемлемую» доходность. Однако приходится констатировать, что изменился лишь номинальный порядок чисел, ведь вместе с ростом доходности ускорилась инфляция. Таким образом, для сохранения сбережений и получения «приемлемой» доходности по-прежнему придется принимать риск.

Для того чтобы получать доходность 4% в реальном выражении, нужно покупать высокодоходные (high yield, HY) бонды. Реальная доходность «коротких» облигаций инвестиционного уровня (investment grade, IG) при инфляции 4,3% немного ниже 1%. ФРС продолжит повышать ставку в первом квартале будущего года, что вместе с риском роста доходностей US Treasuries и высокой инфляции делает целесообразным увеличение аллокации в высокодоходных бондах (HY) ближе ко второй половине 2023 года.

Предпочтение стоит отдавать высокодоходным облигациям развивающихся стран (EM HY). Их экономика продолжит расширяться

быстрее американской. Валютные стратеги ожидают ослабления доллара, что будет способствовать и росту номинированных в этой валюте бондов развивающихся стран. Разница между доходностью к погашению по EM HY относительно таких же бумаг, эмитированных США, вдоль кривой составляет 1,5%. В облигациях инвестиционного уровня этого преимущества почти нет. Премия по доходности к погашению у EM IG с рейтингом BBB в среднем вдоль кривой составляет всего 0,3% относительно таких же бумаг США. При этом ликвидность последних выше, поэтому предпочтение стоит отдать именно им.

Интересны для вложений корпоративные долговые бумаги эмитентов, представляющих стабильные экономики, которые устойчивы к внешним шокам и не несут высоких внутривалютных рисков. При выборе таких инструментов нужно убедиться, что у государства, к которому относится эмитент, отсутствуют высокие двойные дефициты при наличии устойчивой валютной внешней позиции и проактивной монетарной политики. Корпоративные долговые бумаги лучше подходят для покупки, так как их премия выше, чем у суверенных бондов. Такое позиционирование позволяет не беспокоиться о макроэкономических вызовах, характерных для развивающихся стран, и дает возможность сфокусироваться на оценке рисков корпоративных евробондов с целью получения более высокой доходности.

Предпочтение стоит отдать эмитентам из Индонезии, Колумбии, Мексики, Казахстана, стран Персидского залива. После оценки перспектив фискальной политики нового президента Бразилии она также может быть включена в данный список, но пока возможна отрицательная переоценка бразильских бондов. Не рекомендуем делать выбор в пользу облигаций турецких эмитентов. Хотя Турции пока удается поддерживать доверие рынка и сохранять спрос на суверенные евробонды, устойчивость ее внешней позиции за последние годы снизилась, монетарная политика остается нестандартной, а в 2023 году в стране состоятся выборы. Премии к турецким бондам не оправдывают связанный с этими факторами риск.

Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 3700–3950 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Важные новости

Статистика, вышедшая 13 декабря, отразила замедление потребительской инфляции в Штатах в ноябре до 7,1% г/г по сравнению с 7,7% в октябре при общерыночных ожиданиях на уровне 7,3%. В ежемесячном исчислении инфляция составила 0,1% при консенсусе 0,3% и 0,4% в октябре. Базовый показатель (без учета динамики цен на энергоносители и продукты питания) за ноябрь составил 6% г/г после 6,3% месяцем ранее, а в сопоставлении месяц к месяцу – 0,2% против 0,3% за октябрь.

Комитет по открытым рынкам (FOMC) ФРС США по итогам заседания, завершившегося 14 декабря, повысил ключевую ставку на 50 б.п., до 4,5%. На протяжении 2022 года регулятор поднимал ставку семь раз, в результате чего она достигла максимума с 2007-го. Это привело к удорожанию ипотеки и ослаблению спроса на жилье. Следующее заседание FOMC, на котором ставка может быть повышена еще на 0,25 п.п., пройдет с 31 января по 1 февраля.

16 декабря Минэнерго США объявило аукцион на закупку нефти в стратегические резервы. В феврале планируется приобрести 3 млн баррелей. В текущем году Штаты балансируют рынок нефти в связи с сокращением экспорта из России. С начала года из госрезервов было продано 215 млн баррелей нефти, а чистый экспорт нефтепродуктов из США составил впечатляющие 1343 млн баррелей.

20 декабря Банк Японии повысил потолок доходности по десятилетним гособлигациям с 0,25% до 0,5%, что привело к ослаблению доллара против иены на 4% за один торговый день. От максимумов года индекс DXY, отражающий стоимость гинбека относительно основных мировых валют, откатился уже на 8,8%. Снижение курса доллара провоцирует повышение стоимости сырья и сохранение высоких темпов инфляции в Штатах.

Актуальные тренды

Обзор на 26 декабря

Глобальная картина

За последние две недели индекс S&P 500 потерял 2,3%, причем во второй декаде месяца наблюдалась сильная волатильность. Вышедшие 13 декабря уверенные данные инфляции вывели котировки индекса широкого рынка к локальным пикам месяца, хотя в день публикации статистики бенчмарк потерял большую часть внутрисуточного роста. Однако позитивный импульс полностью иссяк, после того как 14 декабря ФРС выпустила пессимистичные прогнозы инфляции и ВВП, что в сочетании с умеренно жесткой риторикой главы регулятора Джерома Пауэлла не оставило «быкам» шансов. Дополнительное давление на котировки американских активов в середине месяца оказали разочаровывающие данные о розничных продажах и деловой активности от Markit, что стимулировало усиление опасений относительно состояния экономики США и вероятности рецессии, а также подпитывало негативные настроения инвесторов вплоть до 20 декабря. Начало третьей декады месяца оказалось неоднозначным: с одной стороны, инвесторы откупали недавнюю просадку на фоне отсутствия значимых негативных новостей и публикации ряда сильных квартальных отчетов. С другой – макроэкономический фон оставался напряженным: оценка ВВП США за третий квартал была пересмотрена вверх, что усилило опасения относительно более жесткой позиции ФРС. Ухудшение эпидемической ситуации в Китае также оказывало дополнительное давление на котировки Apple (AAPL), Tesla (TSLA) и других эмитентов.

По состоянию на 26 декабря результаты за четвертый квартал представили 16 компаний из состава S&P 500. Согласно данным Bloomberg, выручка отчитавшихся корпораций выросла на 5,3%, недотянув до общерыночных ожиданий 0,35%; прибыль снизилась на 2,4%, превзойдя консенсус на 5,8%.

Результаты сильнее ожиданий представили Oracle (ORCL), Lennar (LEN), Adobe (ADBE) и Nike (NKE), EPS которых превысили прогнозы рынка на 3,4%, 2,8%, 2,8% и 32,0% соответственно. Аутсайдерами текущего отчетного сезона стали Micron (MU) и CarMax (KMX). Убыток на акцию первой из указанных компаний в четыре раза превысил предварительные оценки рынка, а EPS KMX недотянула до консенсус-прогноза заметные 67,1%.

Макроэкономическая статистика

Опубликованная в течение последних двух недель макростатистика носила разнонаправленный характер, но в целом подтвердила ослабление деловой активности и снижение инфляционного давления. Розничные продажи в ноябре снизились на 0,6% м/м, что нетипично для данного месяца (прогноз:

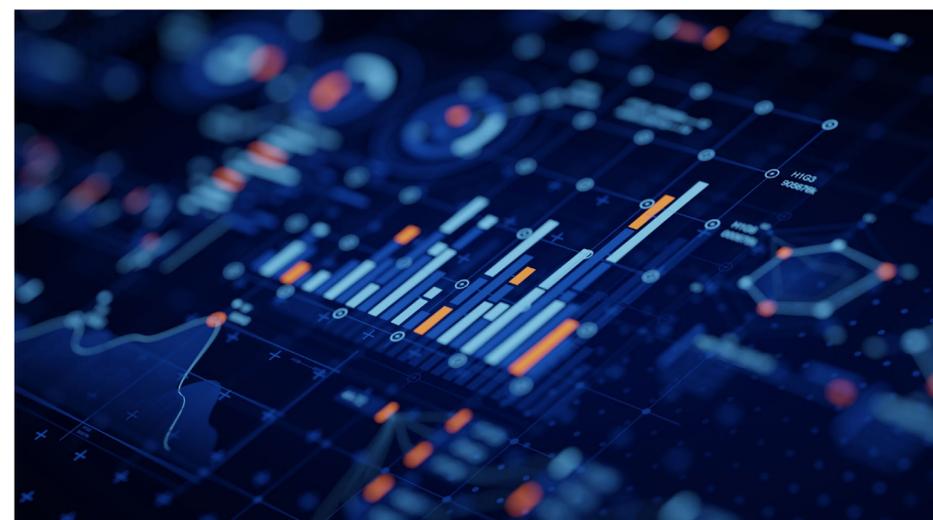
-0,1%), промпроизводство сократилось на 0,2% м/м (прогноз: +0,1%). Предварительный композитный индекс деловой активности за декабрь от S&P Global упал до 44,6 пункта (прогноз: рост до 47). При этом общая и базовая инфляция в ноябре замедлились до 7,1% и 6,0% соответственно (прогноз: снижение до 7,3% и 6,1%), что оказало позитивное влияние на декабрьский индекс доверия потребителей от CB, выросший до 108,3 пункта при ожиданиях в 101 пункт.

В течение следующих двух недель в центре внимания инвесторов будут данные деловой активности, динамика занятости, а также показатели рынка жилья.

Монетарная политика ФРС

Встреча членов FOMC 14 декабря и пресс-конференция Джерома Пауэлла стали ключевыми событиями, определившими динамику рынка в рассматриваемый период. Основные итоги заседания ФРС:

- Ставка ожидаемо была повышена на 50 б. п. и, согласно точечной диаграмме, будет поднята до 5,1% по итогам 2023 года.
- Глава Федрезерва заявил, что регулятор не пойдет на «преждевременное смягчение ДКП», подчеркнув, что для замедления темпов повышения ставок потребуются четкие свидетельства планомерного снижения инфляции к таргету 2%.
- ФРС сохраняет осторожный прогноз в отношении инфляции в целом и ее базового компонента в частности.



Техническая картина

Как мы ожидали, диапазон 3950–4050 пунктов стал для S&P 500 зоной сопротивления, вблизи которой инвесторы активно фиксировали позиции. В результате бенчмарк продолжил движение в среднесрочном нисходящем тренде. Стабилизация S&P 500 в коридоре 3800–3880 пунктов свидетельствует о том, что котировки индекса широкого рынка демонстрируют склонность к продолжению негативного тренда. Ближайшей поддержкой для бенчмарка может выступить диапазон 3700–3750 пунктов, в районе которого возможна новая стабилизация котировок. При пробое указанного уровня вниз индекс может корректироваться до 3580–3650 пунктов.

Инвестиционный обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global



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



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
RIO	RIO TINTO PLC	Добыча и переработка минерального сырья	87 535	2022-12-27	71	78	2023-12-27	10%	Покупать
DAL	DELTA AIR LINES, INC.	Авиалинии	21 262	2022-11-15	33	42	2023-11-15	27%	Покупать
LI	LI AUTO	Автомобилестроение	17 622	2022-10-14	19	33	2023-10-14	76%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	1 506	2022-10-03	6	14,2	2023-10-03	150%	Покупать
MDLZ	MONDELEZ INTERNATIONAL, INC.	Производство продуктов питания	91 633	2022-09-19	67	72	2023-09-19	7%	Держать
CME	CME GROUP INC.	Рынки капитала	62 351	2022-09-05	173	219	2023-09-05	26%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	18 101	2022-08-23	81	93	2023-08-23	14%	Покупать
X	UNITED STATES STEEL CORP.	Металлы и горнодобывающая промышленность	6 082	2022-07-12	26	29	2023-07-12	12%	Покупать
LUV	SOUTHWEST AIRLINES CO.	Авиалинии	21 429	2022-06-26	36	51	2023-06-26	41%	Покупать
QRVO	QORVO INC.	Производство полупроводников	9 176	2022-08-10	91	134	2023-08-10	48%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	16 321	2022-05-27	71	122	2023-05-27	73%	Покупать
CRM	SALESFORCE INC.	Производство программного обеспечения	129 440	2022-12-05	129	157	2023-12-05	21%	Покупать
MA	MASTERCARD INC.	Услуги в сфере информационных технологий	327 727	2022-07-28	344	384	2023-07-28	12%	Покупать
ADBE	ADOBE INC	Программное обеспечение	157 345	2022-12-16	338	370	2023-12-16	9%	Держать
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	44 404	2022-09-15	176	239	2023-09-15	36%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	157 640	2022-11-15	102	120	2023-11-15	18%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	26 855	2022-01-27	32	46	2023-01-27	46%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	5 441	2022-08-04	26	45	2023-08-04	76%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	13 849	2022-12-05	85	98	2023-12-05	16%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	160 494	2022-11-09	88	105	2023-11-09	19%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	42 883	2022-10-08	232	292	2023-10-08	26%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	3 023	2022-05-31	9	18	2023-05-31	97%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	16 753	2022-08-09	100	170	2023-08-09	70%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	14 376	2022-10-02	105	115	2023-10-02	9%	Держать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	7 674	2022-05-31	14	40	2023-05-31	177%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	13 840	2022-07-22	9	17	2023-07-22	98%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	1 510	2022-05-31	4	13	2023-05-31	216%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	124 252	2022-11-03	111	168	2023-11-03	52%	Покупать

Инвестиционный
обзор №260
29 декабря 2022
ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

Rio Tinto

Rio Tinto (RIO) станет владельцем крупнейшего в мире месторождения меди Оуу Толгой, завершив поглощение Turquoise Hill (TRQ) за \$3,1 млрд, или 43 канадских доллара за бумагу. Ранее Rio Tinto владела 51% в капитале Turquoise Hill. В марте австралийско-британский концерн направил оферту о выкупе долей миноритариев, включая SailingStone Capital и Pentwater Capital, по 34 канадских доллара за бумагу, однако руководство Turquoise ответило отказом, поскольку предложенную цену сочли слишком низкой. Rio дважды в уходящем году повышала стоимость предложения, в результате чего на итоговом собрании акционеров 60,5% миноритариев Turquoise Hill проголосовали за одобрение сделки. При этом определенная доля в Оуу Толгой по-прежнему принадлежит правительству Монголии.

При оценке стоимости рудника главным камнем преткновения стал вопрос о возможной цене на медь в ближайшие годы, поскольку в 2022-м базовые котировки скорректировались на 12% из-за снижения спроса со стороны Китая и опасений по поводу возможной глобальной рецессии. Аналитики Goldman Sachs и Wood Mackenzie полагают, что цены на медь на LME могут достичь \$15 тыс. за тонну в ближайшие годы на фоне растущего спроса в связи с переходом к экологически чистой энергетике. При этом эксперты из CRU Group, напротив, считают, что медь подешевеет до исторических минимумов вблизи \$7000 за тонну, поскольку мировая производственная активность резко упала, а риски экономического спада усиливаются. Мы, в свою очередь, сохраняем «бычий» взгляд на медь в долгосрочной перспективе, поскольку, с нашей точки зрения, через несколько лет на рынке сформируется значительный дефицит этого металла. В частности, по оценке экспертов Международной группы по вопросам добычи, производства и оборота меди (ICSG), нехватка металла в 2021-м и 2022-м составляла 458 тыс. и 328 тыс. тонн соответственно. Как следствие, мы ожидаем, что уже во втором полугодии 2023-го котировки меди начнут расти. Заключенная сделка имеет решающее значение для стратегии расширения производства металлов Rio. К 2030-му медный рудник Оуу Толгой может стать крупнейшим в мире при производственных мощностях около 500 тыс. тонн в год.



21 декабря после закрытия торговой сессии один из мировых лидеров полупроводниковой промышленности **Micron Technology (MU)** объявил о планах оптимизации бизнеса ввиду сложной рыночной ситуации в сегментах DRAM- и NAND-памяти. Основным пунктом программы является

сокращение 10% персонала за счет добровольных и принудительных увольнений. Также до конца финансового года вознаграждения руководителей будут урезаны на 5–20%, отменены премии и бонусы. Эмитент ожидает, что в результате данных мер ему удастся снизить ежеквартальные операционные затраты с текущих \$1 млрд до \$0,85 млрд.

Кроме того, компания планирует существенно замедлить выпуск новых поколений продуктов. Программа CAPEX на будущий фингод будет сокращена с \$8,0 млрд до \$7,0–7,5 млрд. Также будут существенно снижены плановые расходы (часть капзатрат) на новое оборудование в 2024 году. CAPEX в отчетном периоде уже была уменьшена до \$2,47 млрд при консенсусе \$2,92 млрд. Отметим, что конкуренты Micron не делают подобных заявлений, что вызывает опасения относительно баланса на соответствующем рынке. При этом крайне осторожная риторика менеджмента сигнализирует о возможности дальнейшего ухудшения рыночных условий. Негативный эффект на COGS (прямые и косвенные производственные расходы, себестоимость производства) от снижения утилизации на 20% в 2023 финансовом году руководство Micron оценило в \$460 млн, полагая, что давление на COGS сохранится и в 2024-м.

Прогноз Micron на следующий квартал предполагает сокращение выручки на 51–53% г/г, до \$3,6–4,0 млрд, при консенсусе \$3,92 млрд (-49% г/г). Валовую маржу Non-GAAP компания закладывает в диапазоне 6–11%, что также ниже ожиданий рынка. Прогноз скорректированной EPS на следующий квартал предполагает убыток на акцию в пределах \$0,52–0,72, что значительно хуже ожидаемого рынком значения -\$0,32.

Выручка Micron за квартал упала на 46,9% г/г, до \$4,09 млрд, притом что среднерыночные ожидания были на 1,2% выше, составляя \$4,13 млрд. Скорректированный убыток на акцию оказался равен \$0,04, что вдвое хуже общерыночного прогноза.

Non-GAAP валовая маржа Micron упала с прошлогодних 47,0% до 22,9%, недотянув до прогнозов менеджмента (24–28%) и ожиданий рынка (24,1%). Non-GAAP операционная маржа на уровне -1,6% также оказалась хуже общерыночных ориентиров (0,2%). Основной причиной ухудшения этих результатов менеджмент называет сильное давление на цены продукции и снижение утилизации мощностей.

Выручка сегмента DRAM-памяти составила \$2,83 млрд (-49% г/г) против ожиданий рынка на уровне \$3,12 млрд (-44% г/г). Средняя цена, как и продажи в натуральном выражении, упала более чем на 20% кв/кв, что в обоих случаях оказалось хуже консенсуса. Выручка сегмента NAND-памяти составила \$1,10 млрд (-41% г/г) при прогнозе аналитиков \$1,06 млрд (-44% г/г). Средняя цена упала чуть более чем на 20% кв/кв при консенсусе -18,7% кв/кв. Динамика продаж в натуральном выражении оказалась немного лучше прогнозов рынка, предполагавших падение на 18,6% кв/кв.

Из-за сокращения маржи и роста оборотного капитала, в частности запасов, Micron начала испытывать трудности с ликвидностью. По итогам квартала FCF компании составил -\$1,53 млрд при

Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

ожиданиях рынка в -\$1,35 млрд. Micron привлекла \$3,35 млрд долга в отчетном периоде, а в начале будущего года она намерена приостановить программу buy back, сохранив при этом дивидендные выплаты.

TESLA

С начала 2022 года акции ведущей американской компании по производству электромобилей **Tesla, Inc. (TSLA)** потеряли уже около 70%, при этом только за три недели декабря падение составило примерно 34%. Похоже, декабрь текущего года может стать худшим месяцем для котировок автопроизводителя за последние несколько лет.

В качестве позитивного аспекта можно отметить, что компания смогла урегулировать проблему с падением поставок автомобилей в Китае. В ноябре Tesla реализовала 100 291 электрокар (+89,7% г/г, +40% м/м), произведенный на заводе в Шанхае, что намного лучше результатов третьего квартала, когда рост отгрузок составил 42% г/г. Кроме того, в компании подтвердили, что в декабре ей также удастся избежать сокращения производства моделей серии Y на китайском заводе. Однако рынок не поверил этим заявлениям: согласно консенсус-прогнозам, нам все же стоит ждать замедления темпов поставок.

В конце сентября текущего года Tesla дала прогноз на четвертый квартал, согласно которому выпуск популярных моделей Model 3 и Model Y за этот период должен составить 495 тыс. единиц. Одно из условий достижения этого результата – это выход на проектную мощность сборочных площадок в Берлине и Остине. Теперь же в компании заявляют, что с 12 по 18 декабря завод в Берлине впервые достиг объемов выпуска в 3 тыс. электромобилей, хотя на эти мощности планировалось выйти еще в октябре. Таким образом, автопроизводитель явно отстает в наращивании выпуска автомобилей от собственных амбициозных планов. В итоге консенсус-прогноз от FactSet был понижен и теперь подразумевает, что по итогам квартала Tesla сможет реализовать 429 тыс. авто.

Кроме того, ряд негативных факторов, не связанных с операционными показателями Tesla, продолжают оказывать давление на котировки эмитента. В частности, мы отмечаем усиление конкуренции со стороны других отраслевых игроков на рынках США и Поднебесной. Так, отгрузки китайского автопроизводителя BYD Company Limited в ноябре составили 229 тыс. машин, в том числе с гибридными двигателями. Впрочем, не исключено, что шаги, предпринятые недавно Tesla для удешевления некоторых из ее моделей, произведенных в Китае, станут эффективным рычагом давления на конкурентов.

Еще одним негативным фактором выступают высказывания Илона Маска в социальных сетях. Кроме того, у инвесторов вызывает беспокойство повышенное внимание CEO Tesla к приобретен-

ной осенью Twitter. Участники торгов опасаются, что Маск не сможет уделять достаточно времени развитию автопроизводителя, который сейчас ведет операционную деятельность в ситуации циклического спада в отрасли. Впрочем, бизнесмен уже объявил, что оставит пост гендиректора Twitter, когда найдет замену. Миллиардер также пообещал не продавать акции Tesla до 2024 года, после того как недавно реализовал бумаги компании на \$3,6 млрд. Совокупность негативных ожиданий в отношении перспектив Tesla привела к тому, что в конце декабря ее акции оказались в числе аутсайдеров среди компаний из состава S&P 500.

AMGEN

Amgen (AMGN) подтвердила намерение поглотить компанию Horizon Therapeutics (HZNP) за \$27,8 млрд (\$116,5 за акцию). Эта цена близка к пиковому уровню капитализации Horizon в 2021 году, то есть сделка может стать крупнейшей из анонсированных в 2022 году в индустрии здравоохранения. Ранее сообщалось, что на покупку Horizon претендовали Sanofi (SAN) и Johnson & Johnson (JNJ), впоследствии отказавшиеся от соответствующих планов.

Horizon Therapeutics – ирландская биофармацевтическая компания с продуктами в коммерческой стадии, специализирующаяся на разработке препаратов для лечения редких и воспалительных заболеваний. Ее продукты представлены только на рынке США. Ведущий препарат в портфеле Horizon – Terezza для лечения редкого офтальмологического заболевания, сублицензию на который она приобрела у Genmab. В 2021 году выручка от продажи Terezza, причитающаяся Horizon, удвоилась по сравнению с показателем за 2020-й и достигла \$1,97 млрд, что обеспечило препарату статус лидера по темпам роста дохода среди других продуктов Horizon. По прогнозу менеджмента, на пике продаж после получения одобрений в ЕС и Японии выручка от этого препарата может достичь \$4 млрд.

Terezza – единственный одобренный медикамент на целевом рынке, что позволяет компании быстро наращивать его продажи в новых регионах присутствия. Также Horizon производит лекарство от подагры Krystexxa и средство против расстройств спектра оптиконеуромиелита Uplizna. Интерес Amgen к сделке по покупке Horizon обусловлен тем, что патенты на ее ведущие продукты Prolia и Xgeva истекают в 2025 году, а на Terezza – только в 2027-м. При этом на сегодня с этим препаратом теоретически могут конкурировать лишь batoclimab от Immunovant (IMVT) и VRDN-001 от ImmunoGen (IMGN), которые проходят II и I/II фазы клинических испытаний соответственно. Таким образом, коммерческие перспективы у Terezza могут сохраниться и после истечения патента. Продажи этого препарата компенсируют выпадающие доходы от реализации других востребованных продуктов Amgen.

За счет покупки Amgen увеличит линейку средств от редких иммунных заболеваний, в которой

Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

на сегодня представлены блокбастеры Enbrel и Otezla. Ранее Amgen поглотила ChemoCentryx за \$3,7 млрд, основной препарат которой TAVNEOS также предназначен для лечения редких иммунных заболеваний. Международный бизнес Amgen окажет поддержку географической экспансии продуктов Horizon.

Совокупная выручка Horizon в 2021 году составила \$3,2 млрд, а рентабельность по EBITDA была равна 39,8%. Собственный прогноз компании предполагает эти показатели за 2022-й в размере \$3,59–3,61 млрд (+11,6%) и 36,9% соответственно при EBITDA на уровне \$1,32–1,34 млрд. Таким образом, стоимость поглощения со стороны Amgen оценивается в 21 EBITDA (7,7 Sales 2022) или 10,8 EBITDA (5,1 Sales), заложенных в консенсус на 2026 год. Сделки по приобретению биотехнологических компаний в уходящем году проходили по достаточно высоким оценкам, даже учитывая снижение рисков сегмента биотехнологий на фоне ужесточения монетарной политики ФРС.



United Airlines (UAL) анонсировала крупнейший в истории коммерческой авиации заказ на широкофюзеляжные самолеты модели 787 Dreamliner. Компания намерена приобрести 100 этих лайнеров и еще столько же собирается купить в более отдаленной перспективе.

Поставки должны пройти с 2024-го по 2032 год. По условиям соглашения United Airlines может выбирать между моделями 787-8, 9 или 10. Около сотни этих самолетов заменят Boeing 767 и Boeing 777. Все лайнеры модели 767 будут выведены из эксплуатации к 2030 году, чтобы сократить выбросы углекислого газа на одно пассажироместо до 25%. Эксплуатация новых самолетов позволит сэкономить топливо и улучшить общий профиль прямых расходов авиаперевозчика.

United Airlines также воспользовалась опционами на приобретение 44 самолетов Boeing 737 MAX для поставки с 2024-го по 2026 год и заказала еще 56 таких лайнеров для поставки в 2027-2028 годах. В настоящее время авиакомпания рассчитывает получить около 700 новых узкофюзеляжных самолетов к концу 2032 года.

Одновременно продолжается процесс модернизации интерьеров авиапарка United Airlines. Более 90% международных широкофюзеляжных самолетов авиакомпании теперь оснащены креслами бизнес-класса United Polaris и United Premium Plus. Переоборудование остальных бортов будет завершено к лету 2023-го. К 2025-му компания модернизирует 100% своих магистральных узкофюзеляжных самолетов с фирменным интерьером, в том числе в будущем году будет обновлено около сотни таких лайнеров.



Инвестиционная идея

Rio Tinto. Фишка для любителей дивидендных историй

Акции RIO способны вырасти до \$78 на горизонте года и обеспечить общую доходность в размере 22%

Тикер	RIO
Цена акций на момент анализа	\$70,79
Целевая цена акций	\$78,00
Потенциал роста	10,19%

Австралийско-британская Rio Tinto (RIO) является одной из крупнейших глобальных металлургических корпораций с диверсифицированным портфелем предприятий, занимающихся добычей железной руды, алюминия, меди, а также других важнейших минералов, которые имеют огромный потенциал роста стоимости на фоне возможных перебоев в их поставках.

- Железорудные активы компании включают сеть из 17 рудников, четырех независимых портовых терминалов и железнодорожную сеть протяженностью около 2 тыс. км. Черные металлы обеспечивают 70% EBITDA Rio Tinto, медь и алюминий – еще 8% и 9% соответственно. Оставшиеся 14% приходятся на другие металлы.
- Алюминиевый бизнес состоит из бокситовых рудников, расположенных в Австралии, Бразилии и Гвинее, глиноземных фабрик, а также заводов по производству алюминия.
- Медный сегмент занимается добычей и переработкой меди, золота, серебра, молибдена и других побочных продуктов. Геологоразведочные работы ведутся совместно с железорудным проектом Simandou.
- Сегмент минералов включает совместные предприятия (с Iron Ore Company of Canada) по производству боратов, титана, а также диоксидного сырья. Кроме того, компания занимается добычей, сортировкой и продажей алмазов, а также разведкой залежей лития.

Инвестиционные тезисы:

- Цены на металлы продолжают демонстрировать волатильность ввиду растущих опасений по поводу рецессии, однако низкий уровень запасов сырьевых товаров будет выступать в поддержку их котировок. Высокая диверсификация активов позволяет Rio минимизировать ценовые риски и получать более высокие финансовые результаты по сравнению с сопоставимыми компаниями. Далее рассмотрим ожидания в отношении движения котировок отдельных металлов и влияние этого фактора на метрики компании.
- В 2022 году базовые цены на медь упали на 12% из-за снижения спроса со стороны Китая и опасений по поводу глобального экономического спада. Однако, по оценке экспертов Международной группы по вопросам добычи, производства и оборота меди (ICSG), дефицит металла в 2021-м и 2022-м составил 458 тыс. и 328 тыс. тонн. Как следствие, мы ожидаем, что уже во втором полугодии 2023-го котировки меди начнут расти. Согласно собственным ориентирам компании, поставки данного металла в 2023 году достигнут 500–575 тыс. тонн. При этом использование рафинированной меди увеличится примерно на 1,4%.
- Цены на железную руду могут повыситься за счет увеличения спроса в строительном секторе Поднебесной, которому правительство оказывает поддержку. Это позволит Rio сгенерировать положительный денежный поток в 2023

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



Инвестиционный
обзор №260

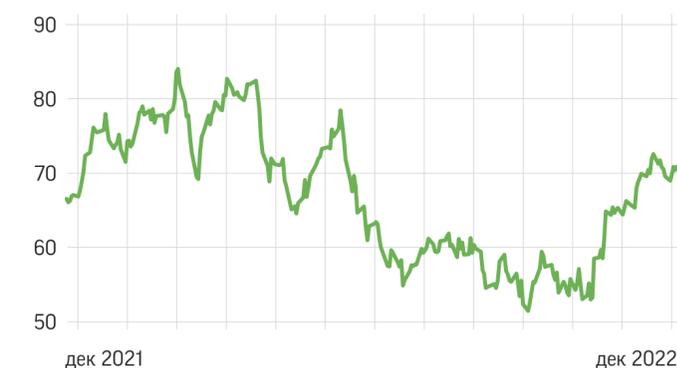
29 декабря 2022

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
RIO	0,3%	2,0%	7,0%	35,7%	6,9%
S&P 500	0,6%	(0,2%)	(4,5%)	4,1%	(18,6%)
Russell 2000	0,4%	(0,1%)	(5,5%)	4,8%	(21,4%)
DJ Industrial Average	0,5%	0,9%	(2,9%)	12,2%	(7,6%)
NASDAQ Composite Index	0,2%	(1,9%)	(7,0%)	(3,4%)	(32,9%)

Динамика котировок RIO



Инвестиционная идея

- году. Поставки железной руды в том же периоде достигнут 327 млн тонн.
- Компания активно расширяет бизнес. На вложения в железорудное месторождение Pilbara и развитие медного сегмента приходится около 46% и 29% капзатрат соответственно. Кроме того, недавно Rio приобрела канадскую горнодобывающую компанию Turquoise Hill (TRQ), получив контроль над медным рудником Оуу Tolgoi в Монголии, который к 2030-му может стать крупнейшим в мире при производственных мощностях около 500 тыс. тонн в год. Сделка была заключена 16 декабря, ее объем составил \$3,1 млрд. Rio также продолжает развивать другие сегменты бизнеса: недавно на демонстрационном заводе в Квебеке был запущен выпуск концентрата сподумена – минерала, используемого в производстве лития для аккумуляторов.
 - Rio характеризуется сильными балансовыми показателями, поддерживает минимальный долг и значительный запас капитала (отношение чистый долг/EBITDA составляет 1,5x) для оптимального левериджа в течение цикла. Компания планирует направить на капзатраты в 2022-2024 годах не более \$10 млрд, что дает ей возможность дополнить высокодоходный

базовый дивиденд за счет избыточного капитала. Текущая дивидендная доходность составляет 14,9%, что в 1,5 раза превышает средний показатель по отрасли.

- Несмотря на снижение доходов в 2023 году, которое может быть обусловлено глобальной рецессией, эксперты Reuters прогнозируют, что операционная и чистая маржа Rio составят 46% и 23% против 11% и 8% в среднем по рынку. В 2024 году рост выручки ожидается на уровне 6%.
- RIO недооценена к аналогам на основе мультипликаторов LTM. Показатели EV/EBITDA и P/E составляют 3,3x и 5,1x против 3,6x и 6,1x у сопоставимых компаний.

Мы придерживаемся «бычьего» взгляда на акции RIO и уверены в позитивных долгосрочных перспективах компании. Как следствие, мы подтверждаем рекомендацию «покупать» с целевой ценой \$78, что соответствует апсайду 10% на горизонте года. В сочетании с дивидендной доходностью 14,9% инвесторы могут рассчитывать на общую потенциальную доходность 22%.

Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global



Финансовые показатели, \$ млн	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Выручка	43 165	44 611	63 495	54 400	49 106	48 276	51 147	55 377	56 485
Основные расходы	27 968	26 330	32 486	27 832	25 124	24 699	26 169	28 333	28 899
Валовая прибыль	15 197	18 281	31 009	26 567	23 982	23 576	24 979	27 044	27 585
SG&A	387	389	601	515	465	457	484	524	535
EBITDA	18 824	21 650	33 614	19 916	18 506	18 050	19 159	20 584	20 022
Амортизация	4 767	4 652	5 112	-5 503	-6 537	-7 621	-8 800	-10 118	-10 320
EBIT	14 057	16 998	28 502	24 419	22 043	21 670	22 959	26 520	25 355
Процентные выплаты (доходы)	250	130	114	117	133	103	43	-80	-1 126
EBT	10 818	14 739	29 791	24 302	16 225	15 612	22 916	26 600	26 481
Налоги	4 147	4 991	8 258	5 103	3 407	3 279	4 812	5 586	5 561
Чистая прибыль	7 709	9 117	20 052	16 718	13 337	12 853	17 104	19 014	19 439
Diluted EPS	\$4,88	\$6,00	\$12,95	\$11,08	\$7,07	\$6,85	\$11,42	\$13,26	\$12,16
DPS	\$6,29	\$3,77	\$9,43	\$9,77	\$6,23	\$6,04	\$10,07	\$11,69	\$10,72

RioTinto

Анализ коэффициентов	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ROE	37%	32%	21%	19%	19%	15%	32%
ROA	20%	17%	11%	10%	10%	8%	8%
ROCE	32%	27%	24%	22%	23%	26%	26%
Выручка/Активы	0,62x	0,54x	0,47x	0,44x	0,46x	0,49x	0,65x
Кэф. покрытия процентов	160,12x	131,26x	120,43x	118,39x	125,43x	144,89x	138,52x

Маржинальность, в %	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Валовая маржа	35%	41%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
Маржа по EBITDA	44%	49%	53%	37%	38%	37%	37%	37%	35%
Маржа по чистой прибыли	18%	20%	32%	31%	27%	27%	33%	34%	34%

Опционная идея

BULL PUT SPREAD ON COST



Инвестиционный тезис

Компания Costco Wholesale Corporation (COST) управляет крупноформатной сетью складских магазинов. Как Walmart и Target, корпорация фиксирует снижение поступлений от реализации дискреционных товаров. Но у Costco в сравнении с конкурентами есть два преимущества. Во-первых, основную долю в ее продажах занимают товары первой необходимости, объем реализации которых сейчас, напротив, увеличивается. Во-вторых, из \$1,36 млрд чистого дохода \$1 млрд в последнем отчетном квартале был сформирован за счет членских взносов, а формат подписки позволяет удерживать минимальные цены. База подобных клиентов стабильно растет, а коэффициент возобновления подписки равен 92,5%. В новом финансовом году сеть расширится за счет открытия 19 магазинов. Как следствие, мы полагаем, что к 17 февраля котировки COST не опустятся ниже \$450.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on COST
Страйки	Long PUT 445; Short PUT 450
Покупка	+COST*D2H445
Продажа	+COST*D2H450
Дата экспирации	17 февраля 2023 г.
Маржинальное обеспечение	\$500,00
Максимальная прибыль	\$157,5
Максимальный убыток	\$342,5
Ожидаемая прибыль	32%
Точка безубыточности	\$448,43

Управление позицией

Если цена базового актива на дату экспирации будет выше страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль \$157,5. Если цена актива составит \$445-450, убыток будет варьироваться. При этом придется продать эквивалентное количество лотов (100 акций) COST для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$342,55. В позицию необходимо заходить до 16.01.2023 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии и соотношение между прибылью и убытком ухудшится

Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
COST	Покупать	PUT \$445	17.02.2023	11,000	\$157,50	-0,343	0,006	0,765	-0,145	28,25%	33,49%	31,59%	28,43%	32,13%
	Продавать	PUT \$450	17.02.2023	12,575		-0,375	0,007	0,802	-0,143					

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

AstroForge

Калифорнийский стартап **AstroForge** занимается разработкой решений и технологий для добычи полезных ископаемых, включая золото и платину, на астероидах. Основатели проекта Мэтт Джиалич и Хосе Акаин ранее работали в агентстве НАСА, SpaceX и Virgin Orbit. С 2021 года в ходе единственного раунда финансирования компания привлекла \$13 млн от Initialized Capital, а также Soma Capital, Liquid 2 Ventures, Seven Seven Six, BBQ Capital. Полученные средства AstroForge намерена потратить на организацию и проведение демонстрационного полета, который состоится в январе 2023 года. Также стало известно, что AstroForge приобрела место на корабле Falcon 9, что позволит молодой компании участвовать в организации полетов совместно со SpaceX.



MasterControl

Команда **MasterControl** создает программное обеспечение для медико-биологической отрасли. Данный SaaS-софт помогает выводить на рынок новые лекарственные препараты и эффективно коммерциализировать их. У компании уже более 1 тыс. корпоративных клиентов, включая Pfizer, WD-40 и Thermo Fisher Scientific. Раунд финансирования во главе с Sixth Street принес стартапу \$150 млн, позволив увеличить его оценку до \$1,3 млрд. Привлеченные средства будут потрачены на разработку технологии, которая поможет прогнозировать наиболее вероятные результаты того или иного исследования, в ходе которого тестируется лекарственный препарат. Это позволит значительно сократить время на доработку за счет автоматизации процесса производства лекарственного средства.



Snyk

Основная разработка основанной в 2015 году **Snyk** – платформа, которая помогает программистам эффективно обнаруживать и устранять уязвимости в их приложениях с открытым исходным кодом. Клиентская база компании насчитывает более 300 тыс. ИТ-специалистов, включая разработчиков Google, Uber, Salesforce и Intuit. С момента основания Snyk привлекла \$1 млрд, в том числе \$196,5 млн, полученных в ходе последнего раунда финансирования серии G от Qatar Investment Authority, а также Accel, Tiger Global Management, Canaan Partners и Boldstart Ventures.



Emalex Biosciences

Основанная в 2021 году биологическая компания **Colossal Biosciences** работает над «воскрешением мамонтов». Целью исследования является создание животного, внешне и по поведенческим характеристикам сходного с мамонтом, а также устойчивого к воздействию низких температур (около -40°C). С момента основания компания привлекла \$75 млн в ходе трех раундов финансирования от In-Q-Tel, At One Ventures, Thomas Tull, Liquid 2 Ventures, Draper Associates, Boost VC и других инвесторов. Разработки Colossal Biosciences позволят ученым лучше понять процесс эволюционных изменений.



IPO VinFast Auto Ltd

Электромобили без границ

6 декабря заявку на IPO подал вьетнамский производитель электрических авто, скутеров и автобусов VinFast Auto Ltd. Андеррайтеры размещения – Citigroup, Morgan Stanley, Credit Suisse, JP Morgan, BNP PARIBAS, HSBC, RBC Capital, Wolfe Nomura Alliance

Чем интересна компания:

- **О компании.** VinFast Auto Ltd – подразделение крупнейшего вьетнамского конгломерата Vingroup, ориентированное на разработку и серийное производство электромобилей премиум-класса, электрических скутеров и автобусов. Компания планирует продавать свою линейку электрических внедорожников в Северной Америке и Европе. По состоянию на 30 сентября было забронировано около 60 тыс. электромобилей VF8 и VF9. Поставки VF8 в США должны стартовать в этом месяце, а VF9 будут выведены на рынок в начале 2023-го, когда начнутся продажи обеих моделей в Европе. Компания была основана в 2017 году и через 21 месяц начала выпускать автомо-

били с ДВС. Привлеченные в ходе IPO средства VinFast направит на финансирование строительства завода в Северной Каролине с первоначальной мощностью в 150 тыс. электромобилей в год, на которую планируется выйти к середине 2024 года. К 2026-му VinFast намерена расширить объем выпуска своей продукции по всему миру до 1,1 млн единиц.

- **Потенциальный рынок.** По данным Frost & Sullivan, к 2027 году объем рынка легковых автомобилей в США, Канаде, Европе и Вьетнаме достигнет \$1,3 трлн, а продажи будут составлять около 35 млн единиц в год. Наибольший рост, по прогнозам аналитиков, продемонстрируют объемы реализации электромобилей стоимостью более \$60 тыс., их ежегодные поставки увеличатся с 6,3 млн единиц в 2021-м до 9,3 млн в 2027 году.



Обзор перед IPO

Эмитент	VinFast Auto Ltd
Тикер	VFS
Биржа	NASDAQ
Объем к размещению	\$100 млн
Андеррайтеры	Citigroup, Morgan Stanley, Credit Suisse, JP Morgan, BNP PARIBAS, HSBC, RBC Capital, Wolfe Nomura Alliance



Наперекор «медвежьим» трендам

В декабре KASE удалось выйти из осенней консолидации и развить восходящую динамику, опередив ведущие западные бенчмарки и обеспечив себя драйверами для продолжения роста в 2023 году

Из 18 торговых сессий декабря лишь пять завершились в минусе, причем самое глубокое дневное снижение составило «целых» 0,7%. За календарный месяц KASE вырос на 6,8%, с большим отрывом обогнав S&P 500, который опустился на 4,6%. За период с 29 ноября по 6 декабря позитивная динамика на фондовых площадках Казахстана продолжалась на протяжении шести сессий подряд. В результате рынок полностью восстановился после сентябрьской и ноябрьской коррекции. По итогам сессии 15 декабря индекс KASE вернулся на апрельские максимумы, компенсировав около 60% потерь, понесенных в 2022 году.

Во главе списка лидеров роста были акции Казтрансойла и Kcell. За последние две недели котировки бумаг национального оператора магистральных нефтепроводов прибавили впечатляющие 18,2%. Причем значимых новостей, которые привлекли бы покупателей, вокруг компании не было. Впрочем, мы не раз отмечали, что котировки Казтрансойла дают четкие технические сигналы о сломе нисходящего тренда и развороте вверх. В итоге эти факторы сыграли и акции эмитента на повышенных оборотах достигли отметки 795 тенге, правда, уйти выше им пока не удалось. Фаза активного роста сменилась волатильными торгами в диапазоне 700–768 тенге. Что касается динамики акций Kcell, то за

14, 15 и 19 декабря их котировки поднялись на 9%, что позволило отыграть все потери, понесенные во время коррекции после летнего ралли. На наш взгляд, драйвером роста акции телекома обеспечила новость о решении совета директоров от 7 декабря 2022 года о заключении крупной сделки, предположительно, связанной с развертыванием сети связи 5G. В представленном на сайте биржи KASE документе говорится, в частности, о поставках оборудования, лицензионных соглашениях и контрактах на техническую поддержку. Кроме того, вскоре стало известно, что Казахтелеком, основной акционер Kcell, выиграл аукцион на частоты 5G на сумму 156 млрд тенге.

Интересная ситуация складывалась на валютном рынке. Тесная корреляция между тенге и рублем, наблюдавшаяся с середины лета, ближе к середине декабря прервалась. Мы еще в самом начале июня прогнозировали резкое ослабление российской валюты в четвертом квартале, когда из-за ее чрезмерного укрепления усложнится ситуация с доходами от нефтегазового сектора, а также начнет усиливаться давление санкций. При этом сохранение устойчивых позиций тенге стало для нас приятной неожиданностью. Котировки пары RUB/KZT упали до минимума с мая текущего года на отметке 6,5.

Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	12.12.22	26.12.22	
Индекс KASE	3 143,01	3 230,30	2,8%
Казтрансойл (KASE)	598,02	707,10	18,2%
Kcell (KASE)	1 563,94	1 687,00	7,9%
Банк Центр Кредит (KASE)	615,00	637,00	3,6%
Казахтелеком (KASE)	27 400,01	28 100,00	2,6%
Халык Банк (KASE)	128,01	128,50	0,4%
KEGOC (KASE)	1 595,00	1 595,00	0,0%
Казатомпром (KASE)	12 902,32	12 849,62	-0,4%
Kaspi (KASE)	33 453,00	33 249,80	-0,6%
Казатомпром (GDR)	28,60	27,40	-4,2%
Халык Банк (GDR)	11,62	11,10	-4,5%
Kaspi (GDR)	72,20	68,10	-5,7%

Ожидания и стратегия

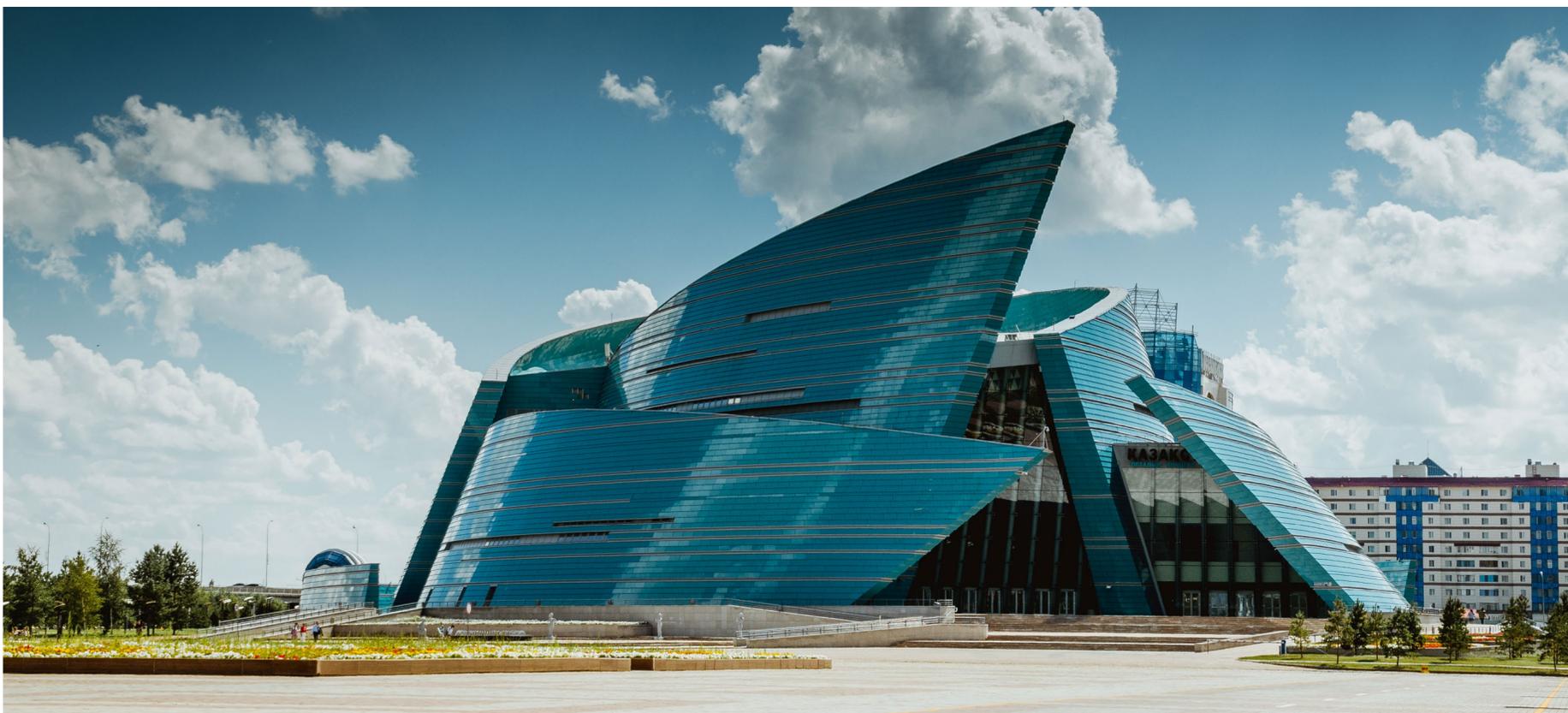
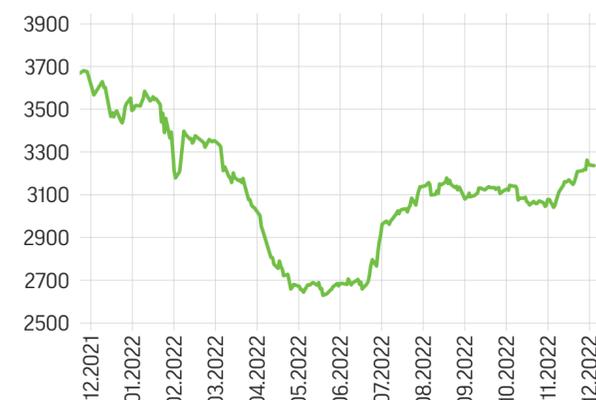
После завершения осенней консолидации для индекса KASE открылась перспектива развития «бычьего» тренда в 2023 году. Несмотря на небольшую коррекцию в последнюю неделю декабря, сильных технических факторов для ее продолжения не просматривается. В следующие две недели интересными для покупки могут стать бумаги Kaspi, Казатомпрома и Народного банка, котировки которых подошли к уровням поддержки. Казахтелеком и Казмунайгаз способны продолжить восходящее движение. В бумагах Казтрансойла будет постепенно снижаться волатильность.

Инвестиционный
обзор №260
29 декабря 2022

ffin.global



- **Нацбанк поднял базовую ставку до 16,75%.** Это решение регулятор обосновал анализом прогнозов и фактической ситуации, включая влияние внешнеполитической неопределенности. Ключевым аргументом в пользу дальнейшего ужесточения ДКП стало достижение инфляцией отметки 19,6% в ноябре. Причем рост цен был зафиксирован по всем компонентам.
- **Казахтелеком отчитался за третий квартал.** В целом отчет можно назвать позитивным, так как компании удалось значительно нарастить выручку в поквартальном сопоставлении и восстановить операционную прибыльность. Кроме того, телеком-оператор, как и ожидалось, утвердил ранее отложенные дивиденды, которые составили 3590,4 тенге на акцию. С учетом небольшого повышения прибыли и продолжения роста свободного денежного потока в 2023 году можно рассчитывать на такой же объем дивиденда. Несмотря на позитивную динамику основных финансовых показателей компании, ужесточение монетарной политики повлияло на ставку дисконтирования, что в итоге немного снизило оценочную стоимость эмитента.
- **Казахтелеком заплатит 156 млрд тенге за доступ к частотам 5G.** Консорциум операторов сотовой связи ТОО «Мобайл Телеком Сервис» (бренды Tele2 и Altel) и АО «Кселл» (бренды Kcell и Activ), которые контролируются АО «Казахтелеком», выиграл торги на радиочастотные диапазоны 3600–3700 МГц, а также 3700–3800 МГц для построения сетей связи стандарта 5G.

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

Инвестиционная идея

Казмунайгаз. Из дебютантов в фавориты

Несмотря на замедление продолжающегося после IPO ралли в акциях КМГ, восстановление объемов торгов – признак сохраняющегося ажиотажа вокруг компании на вторичном рынке

Причины для покупки:

- **Сильный фундамент из нефтяных активов.** Казмунайгаз владеет большим количеством нефтегазовых активов, обеспечивая 26,4% общей нефтедобычи в Казахстане. Кроме того, компании принадлежат доли в трех мегапроектах с общим объемом производства примерно в 1,2% от мирового. Эти проекты характеризуются огромными ресурсами углеводородов и генерируют существенные денежные потоки: на них пришлось 65% всей прибыли КМГ в 2021 году. Доказанных запасов на месторождении Кашаган при текущем уровне добычи хватит на 120 лет. Цены на нефть в эквиваленте тенге выросли на 76% г/г, что позволяет рассчитывать на повышение дивидендов уже в этом году. Долларовая выручка КМГ дает инвесторам возможность снизить валютный риск портфеля.
- **Перспективы расширения бизнеса.** Группа намерена и далее развивать традиционные направления бизнеса в сфере добычи углеводородов, а также налаживать производство нефтехимической продукции. В рамках этой стратегии в эксплуатацию будет запущен завод по выпуску полипропилена мощностью в 500 тыс. тонн в год. В 2026–2027 годах компания планирует ввести в эксплуатацию предприятия, которые будут производить бутадииен и полиэтилен. Еще одним важным сегментом бизнеса является СП Казмунайгаза и ТШО, который завершает программу расширения и в ближайшие два года нарастит нефтедобычу примерно на 45%, что значительно увеличит денежные потоки группы.
- **Удачный отчет перед IPO.** Мы оцениваем представленные Казмунайгазом 22 ноября результаты за девять месяцев 2022-го как умеренно позитивные. Компания продолжает наращивать выручку за счет повышения цен на нефть и консолида-

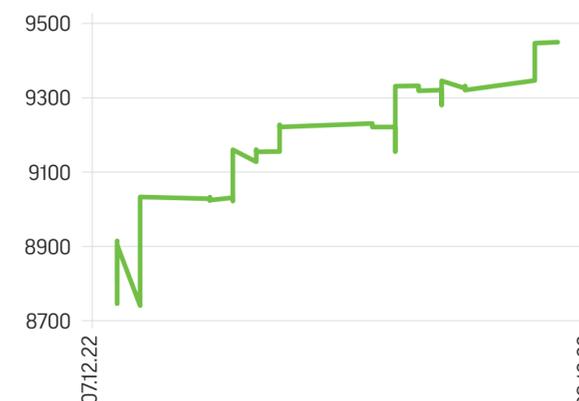
ции финпоказателей Кашагана. При этом свободный денежный поток (FCF), ключевой для компании показатель, увеличивается существенно активнее, в том числе за счет повышения дивидендов совместных предприятий. Мы рассчитываем на значительное увеличение этих выплат по итогам года, что позволит Казмунайгазу сохранить текущие темпы наращивания FCF. На этом фоне дивиденды самого КМГ могут составить 450 млрд тенге (740 тенге на акцию), что дает неплохую долларовую дивидендную доходность к цене размещения.



АО «Национальная компания Казмунайгаз»

Тикер на KASE	KMGZ
Цена на момент анализа	9 499 тг
Целевая цена	12 800 тг
Потенциал роста	35%

Динамика акций на KASE



Российский рынок

Новый год без подарков

Декабрь принес ослабление рубля вместо традиционного ралли на рынке акций

На российском фондовом рынке в конце года наблюдается смешанная динамика. Хотя четвертый квартал обычно считается удачным временем для инвестиций в биржевые активы, на этот раз ралли в конце года не состоялось. Индекс МосБиржи с середины ноября откатился вниз на 5%. Торговые обороты снизились. Внутренний новостной фон спокоен.

Европейские страны согласовали потолок цен на нефть и газ, импортируемые из России. В соответствии с принятыми правилами ЕС отказывается покупать нефть, доставляемую из РФ по морю, по цене выше \$60 за баррель. От покупки российского газа европейцы будут воздерживаться в отдельных случаях, если его цена превысит примерно \$2000 за тыс. куб. м. Отметим, что текущие фактические цены на оба вида углеводородного сырья ниже установленного лимита. Однако принятая в Европе мера создает риски возникновения дефицита на рынках и скачков цен в будущем. В России в 2023 году производство газа может сократиться на 10-12%, а нефти – на 5-7%, и на этой новости цена на Brent поднялась выше \$80 за баррель.

В центре внимания ситуация на валютном рынке. Рубль с начала декабря девальвировал примерно на 18% к доллару и другим

основным валютам. Пара USD/RUB поднялась выше отметки 70 впервые с апреля. Основными причинами ослабления рубля, по всей видимости, стали сокращение профицита торгового баланса, а также действия экспортеров, которые воспользовались предоставленными им весной послаблениями и придержали валюту на своих счетах.

Банк России на заключительном в этом году заседании совета директоров принял решение сохранить ключевую ставку на уровне 7,50% годовых. Регулятор отмечает возросшие проинфляционные риски в краткосрочном и среднесрочном плане и указывает на необходимость придерживаться более жесткой денежно-кредитной политики.

Уходящий год стал одним из худших в истории российского фондового рынка. Основные индикаторы откатились на минимумы с середины 2010-х. Индекс МосБиржи потерял более 40%, максимальное падение внутри года превысило 50%. Биржевые торги прерывались более чем на четыре недели. Рубль демонстрировал высокую волатильность: за месяц курс USD/RUB вырос почти на 100%, а затем снижался до минимума за семь лет.

Нынешние потрясения стали, пожалуй, самыми серьезными за 27-летнюю историю отечественного рынка. Динамика котировок акций отвязалась от ситуации на внешних площадках после ухода иностранных игроков. Большинство локальных инвесторов, пришедших на биржу за последние пять лет и ориентированных на долгосрочный результат, терпят убытки. Участники рынка не ожидают его скорого восстановления. Базой уверенного ралли должны стать либо существенное улучшение геополитической обстановки, либо инфляционный рост экономики. На среднесрочном горизонте реализация обоих сценариев маловероятна. Учитывая это, при планировании инвестиций в обозримом будущем лучше ориентироваться на краткосрочные спекулятивные операции. Стратегия «купить и держать» может оказаться самой неудачной и в наступающем году.



Георгий Ващенко,

советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global

Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	14.11.22	26.12.22	
MOEX	2 166	2 139	-1,30%
PTC	1 111	977	-12,06%
Золото	1 637	1 797	9,77%
Brent	93,56	83,94	-10,28%
EUR/RUB	60,84	72,69	19,47%
USD/RUB	61,47	68,62	11,64%
EUR/USD	0,9904	1,0628	7,31%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс Московской Биржи дрейфует в диапазоне 2100 –2200 пунктов, PTC опустился ниже психологически значимой отметки 1000 пунктов. Пара USD/RUB подскочила до 70 впервые с апреля.



Российский рынок

Ожидаем

Мы полагаем, что динамика на фондовых площадках будет определяться новостным фоном и технической картиной. Вероятность посленовогоднего ралли невысока. Наиболее реалистичным сценарием на январь мы считаем рост в диапазон 2200–2400 пунктов по Индексу МосБиржи. Лучше рынка могут торговаться акции банков и нефтегазового сектора. До конца новогодних каникул в России торговая активность будет слабой.

Пара USD/RUB, на наш взгляд, опустится в диапазон 60–65. Сезонный спрос на валюту ослабнет, и экспортеры будут увеличивать продажи, пока курс не ушел вниз. Необходимости для вмешательства государства в ситуацию на валютном рынке нет, хотя оно располагает возможностями для регулирования курса рубля.

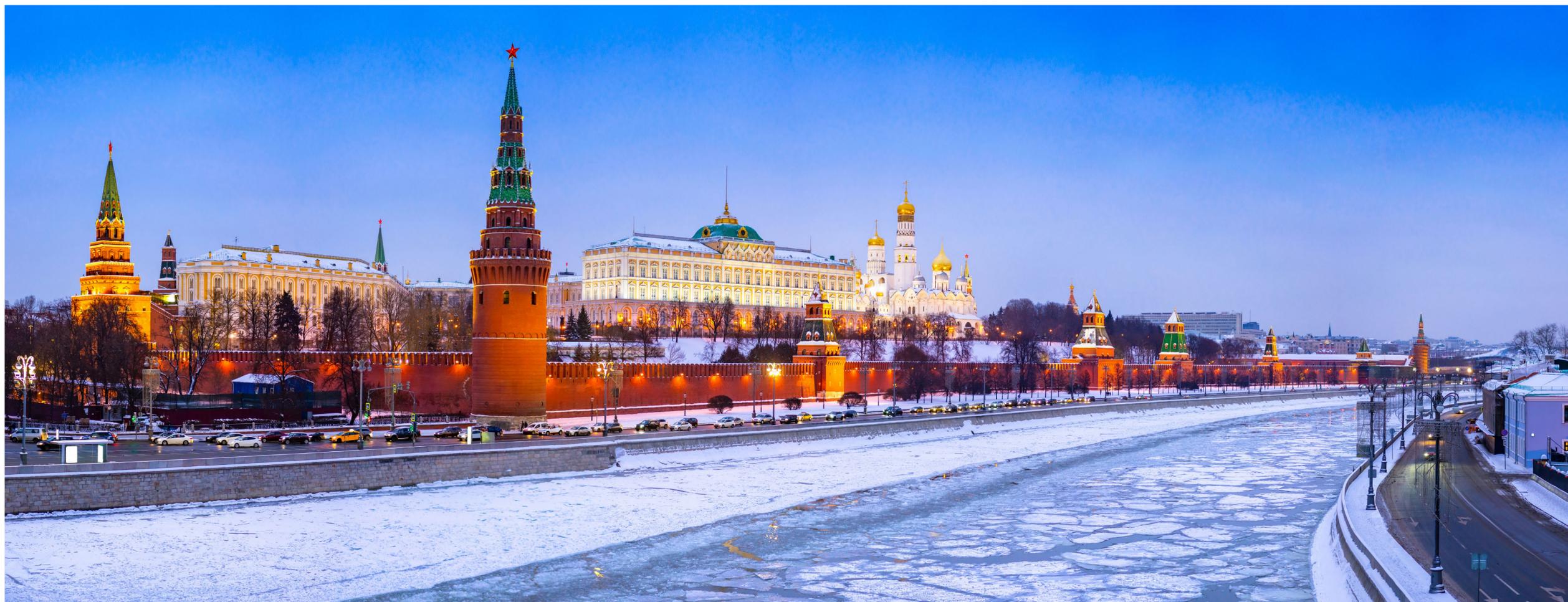
Наша стратегия

Остаемся вне рынка в бумагах первого эшелона (за исключением лонгов по акциям Полюса), однако считаем целесообразным открывать длинные спекулятивные позиции с горизонтом одна-две недели, если Индекс МосБиржи отрастет выше 2200 пунктов. Лучше рынка способны торговаться акции Сбербанка, ВТБ, Магнита, Ozon, ГМК, Полюса, Роснефти, ЛУКОЙЛа, Яндекса и МосБиржи. Аутсайдерами могут оказаться бумаги компаний черной металлургии.

**Инвестиционный
обзор №260**

29 декабря 2022

ffin.global



Новости компаний



МТС отчиталась за третий квартал по МСФО. Выручка группы составила 137,7 млрд руб. (+0,8% г/г), рост продаж наблюдался в сегментах телекома, финтех и медиа, а продажи оборудования снизились. OIBDA увеличилась во всех направлениях бизнеса МТС и оказалась равна 60,5 млрд руб. при марже 43,9%. Прибыль составила 12,3 млрд руб. Негативными драйверами стали повышение финансовых расходов и отрицательные курсовые разницы. Долговая нагрузка компании осталась на уровне 1,9x OIBDA.



QIWI представила результаты по международным стандартам финансовой отчетности за июль-сентябрь. Выручка компании выросла на 10% г/г, до 13 млрд руб. Скорректированная EBITDA увеличилась на 46% г/г, достигнув 4,69 млрд руб., а рентабельность этого показателя выросла до 64,4%. Скорректированная чистая прибыль поднялась на 73% г/г и составила 4,7 млрд руб., чистая маржа увеличилась до 53,8%. Структуры основателя компании Сергея Солонина в результате оферт выкупили 71% акций QIWI.



Тинькофф Банк опубликовал отдельные показатели за третий квартал. Чистый процентный доход группы увеличился на 5% г/г, до 36,7 млрд руб. Чистый комиссионный доход вырос на 54% г/г, достигнув 18,7 млрд руб. Чистая прибыль составила 5,9 млрд руб. (-64% г/г). Число клиентов увеличилось на 42% г/г, до 26,3 млн, из них 18,3 млн – активные. Ежедневная аудитория расширилась на 80%, до 8,7 млн.

Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global





Акция	14.11.2022	26.12.2022	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	795,2	893	12,30%
НЛМК	106,98	115,3	7,78%
ММК	30,99	32,075	3,50%
ГМК Норникель	15456	15050	-2,63%
Распадская	235,2	225,25	-4,23%
Алроса	68,59	59,31	-13,53%
Полюс	6682	7809	16,87%
Мечел, ао	102,3	102,7	0,39%
Мечел, ап	138,35	132,5	-4,23%
ОК РУСАЛ	40,22	40,045	-0,44%
Polymetal	333,8	377,2	13,00%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	139,8	140,95	0,82%
Сбербанк, ап	134,5	138,08	2,66%
ВТБ	0,017425	0,017105	-1,84%
АФК Система	13,027	12,01	-7,81%
МосБиржа	86,53	93,85	8,46%
Сафмар	462	490,8	6,23%
TCS, гдр	2789,5	2560,5	-8,21%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	169,6	162,12	-4,41%
НОВАТЭК	1118	1052,4	-5,87%
Роснефть	350,85	352,4	0,44%
Сургут, ао	22,075	22,075	0,00%
Сургут, ап	25,63	25,475	-0,60%
ЛУКОЙЛ	4658,5	4010	-13,92%
Башнефть, ао	940,5	921,5	-2,02%
Башнефть, ап	706	670,5	-5,03%
Газпром нефть	458,2	505	10,21%
Татнефть, ао	384,4	350,8	-8,74%
Татнефть, ап	369,9	341,5	-7,68%

Акция	14.11.2022	26.12.2022	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	3,182	3,2	0,57%
РусГидро	0,785	0,7452	-5,07%
ОГК-2	0,5341	0,525	-1,70%
Юнипро	1,435	1,299	-9,48%
ТГК-1	0,00779	0,007274	-6,62%
Энел	0,4894	0,4898	0,08%
Мосэнерго	1,786	1,744	-2,35%
Потребительский сектор			
Магнит	4974,5	4442	-10,70%
X5	1587	1548	-2,46%
Лента	751,5	694,5	-7,58%
Детский мир	64,36	68,72	6,77%
М.видео	171,2	162,9	-4,85%
OZON, адр	1518,5	1383,5	-8,89%
Fix Price	356	341,8	-3,99%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	234,55	228,9	-2,41%
Ростелеком, ао	57,57	55,57	-3,47%
Ростелеком, ап	58,3	55,1	-5,49%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	25,58	24,46	-4,38%
НМТП	4,875	4,32	-11,38%
ДВМП	39,81	33,6	-15,60%
GLTR, гдр	282	272,2	-3,48%
Совкомфлот	38,82	37,86	-2,47%

Лидерами роста стали акции Газпром нефти, а также металлургических компаний – Полюса, Polymetal, Северстали. В аутсайдерах оказались бумаги транспортного сегмента, телекомов, а также большинства представителей энергетического, нефтегазового и потребительского сегментов.

Инвестиционная идея

Русагро. Лакомый кусочек

В значительно просевших за уходящий год расписках агрохолдинга накопилось большое количество сильных драйверов роста

RusAgro	
Тикер	AGRO
Цена на момент анализа	668,00 ₺
Целевая цена акций	780,00 ₺
Потенциал роста	16,77%
Стоп-аут	640,00 ₺
Капитализация, \$ млн	1 290

Расписки Русагро с начала уходящего года подешевели примерно на 40%. Это сопоставимо с потерями рынка в целом: Индекс МосБиржи за этот период упал на 42%. Однако динамика котировок агрохолдинга за последний месяц и квартал была заметно хуже общерыночной. В сентябре бумаги Русагро откатились на минимум с 2020 года. Капитализация компании составляет около 90 млрд руб. (\$1,3 млрд), а торговая активность в ее бумагах в настоящее время в два-три раза ниже, чем год назад, когда они котировались в Лондоне.

Компания раскрывает основные операционные и финансовые результаты. По итогам девяти месяцев 2022-го выручка Русагро составила 182 млрд руб. (+16 г/г), скорректированная EBITDA достигла 35,4 млрд руб. (+15% г/г), рентабельность оказалась равна 19%. Чистая прибыль сократилась на 96% г/г, до 1,3 млрд руб., что было обусловлено отрицательными курсовыми разницеми (17,1 млрд руб.). Чистый долг компании составил 104,5 млрд руб., долговая нагрузка была на уровне 1,98х 12М EBITDA.

Производство сахара на предприятиях Русагро за январь-сентябрь увеличилось на 18%, до 636 тыс. тонн. Поставки продукции сегмента «свиноводство» выросли на 12%, до 205 тыс. тонн. Отрицательную динамику продемонстрировала отгрузка масложировой и молочной (-5% г/г), а также растениеводческой продукции (-10% г/г).

Русагро сохраняет сильные рыночные позиции. Компания владеет одним из самых больших земельных банков: в ее распоряжении 660 тыс. га в черноземном регионе. Холдинг является крупнейшим производителем сахарной свеклы в стране. Некоторая часть выпускаемой Русагро продукции используется в других направлениях его бизнеса, что повышает рентабельность производства. Кроме того, компания является ведущим производителем подсолнечного масла, а также крупным игроком на рынках сахара, майонеза, свинины, растениеводческой продукции.

Некоторые риски для бизнеса Русагро связаны с сектором растениеводства. 46% земельного банка компании расположено в Белгородской области, 6% – в Курской и Воронежской. На сельскохозяйственный сегмент в прошлом

году пришлось около 18% выручки. Учитывая эту долю, обозначенные риски представляются нам относительно низкими. Конъюнктура цен на сельскохозяйственную продукцию несколько ухудшилась, что связано с сезонностью и замедлением инфляции. По итогам года экспорт свинины может сократиться на 10%.

У агрохолдинга есть основания рассчитывать на реализацию умеренных драйверов роста. Высокая продовольственная инфляция способствует увеличению выручки Русагро. В будущем году сохранится сильный спрос на пшеницу в мире. Одним из позитивных для компании факторов станет дальнейшее ослабление рубля. Русагро входит в число эмитентов, соответствующих критериям для разрешения возобновления дивидендных выплат. В 2023 году вероятно получение листинга на бирже одной из дружественных стран, что позволит иностранным акционерам совершать сделки с бумагами российского агрохолдинга.



Инвестиционная идея

Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global

Финансовые показатели	2019	2020	2021
Выручка, \$ млн	134 053	164 872	226 341
Изменение, %	56%	23%	37%
EBITDA, \$ млн	17 515	34 383	56 527
EBITDA маржа, %	13,1%	20,9%	25,0%
Чистая прибыль, \$ млн	9 876	24 185	41 503
Чистая маржа, %	7,4%	14,7%	18,3%

	2019	2020	2021
P/B	0,6	0,7	0,7
P/S	0,8	0,9	1,0
P/E	8,3	4,6	3,7
ROA	4,2%	9,5%	13,0%
ROE	9,4%	20,9%	30,3%

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
AGRO:RX	-0,5%	-2,2%	-12,9%	-3,1%	-41,7%
IMOEX	0,4%	1,2%	-1,3%	9,9%	-42,6%
RTS	-1,3%	-0,4%	-15,6%	-8,5%	-39,9%



Рынок Узбекистана

Завершаем год в зеленом

Несмотря на ужесточение монетарных условий мировыми центробанками, основному узбекистанскому бенчмарку удалось удержаться на положительной территории

С 9 по 23 декабря котировки акций на РФБ Тошкент демонстрировали разнонаправленное движение, однако индекс EqRe Blue смог закрыть этот период ростом на 2,87%. Наихудшую динамику из всех компонентов бенчмарка показали Хамкорбанк (НМКВ) и Узпромстройбанк (SQBN), потерявшие 2,22% и 2,15% соответственно. В лидерах повышения оказались акции КМЗ (KUMZ), прибавившие 12,86% в течение двух недель. Также заметно подорожали бумаги Узметкомбината (UZMK) и Ипотека-банка (IPTB), выросшие на 9,66% и 8,86% соответственно. Котировки Кизилкумцента (QZSM) и Кварца (KVTS) зафиксировали умеренное повышение на 4,11% и 1,52%, в то время как акции остальных компаний из состава индекса широкого рынка в рассматриваемые две недели продемонстрировали околонулевую динамику. В середине декабря финансовые регуляторы США, Европы и Великобритании в рамках борьбы с ценовым давлением повысили ключевые процентные ставки, в то время как ЦБ Узбекистана оставил их без изменений. По мере того как участники рынка оценивали принятые центробанками решения, глобальные фондовые площадки возобновили движение вниз. На локальном рынке техническая картина свидетельствует о том, что котировки EqRe Blue консолидируются в узком диапазоне на протяжении более одного месяца и вероятность движения как вверх, так и вниз, в зависимости от пробития локальных экстремальных уровней, остается одинаковой. В течение последней недели года мы не ожидаем сильных ценовых колебаний как на местном, так и на глобальном фондовых рынках ввиду снижения объема торгов в период праздничных дней. Публикации важной макростатистики и выхода значимых корпоративных новостей также не ожидается. Как следствие, EqRe Blue, скорее всего, в ближайшее время продолжит движение в боковике.

Текущие рекомендации по акциям

- Даем рекомендацию «**держать**» по акциям Кизилкумцента (QZSM), Кувасайцемента (KSCM), Узвторцветмета (UVCM), Ипотека-банка (IPTB) и КМЗ (KUMZ) до пересмотра целевой цены нашими аналитиками.
- **Покупать** на текущих уровнях советуем бумаги УзПТСБ (URTS), Кварца (KVTS), Узметкомбината (UZMK) и Хамкорбанка (НМКВ).

Тимур Норматов,
инвестиционный аналитик
ИП ООО FREEDOM FINANCE



Инвестиционный
обзор №260
29 декабря 2022

ffin.global

Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	09.12.22	23.12.2022	
EqRe Blue	1732	1782	2,87%
KVTS	3300	3 350	1,52%
QZSM	3409	3 549	4,11%
SQBN	10,69	10,46	-2,15%
URTS	19998	20 000	0,01%
UZMK	7799	8 552	9,66%
KSCM	245010	245 000	0,00%
НМКВ	90,00	88	-2,22%
IPTB	0,79	0,86	8,86%
UIRM	7000	6 999	-0,01%
KUMZ	700,01	790	12,86%
A028090	49997	40000	-20,00%
A005900	5000	3500	-30,00%



Макростатистика

- Девальвация **узбекского сума** по отношению к доллару составила 3,97% г/г, спред между депозитами в USD и UZS находится в пределах 15–20%. С 9 по 23 декабря сум в паре с долларом снизился на 0,48%.
- Средняя **ставка по размещениям «коротких» гособлигаций** за последние две недели оказалась равна 17,00%. Ставка овернайт на межбанковском рынке сохранялась на отметке 14,00%. Государственный облигационный долг к концу рассматриваемого периода оценивался в \$ 4,901 млрд.
- Доходность **евробондов Узбекистана** с погашением в 2029 году составила 6,64% в первую из рассматриваемых недель и незначительно выросла до 6,69% к третьей декаде декабря.
- Центральный банк Узбекистана сохранил **ключевую ставку** на уровне 15%.
- С января по ноябрь объем **вкладов, номинированных в сумах**, увеличился на 60%.
- В течение зимнего периода Узбекистан дополнительно импортирует из Туркменистана 1,5 млрд куб. м **природного газа**.
- ЕБРР предоставит кредит в размере \$520 млн для финансирования строительства двух ветряных электростанций **ACWA Power** общей мощностью 1 ГВт.
- По состоянию на 9 декабря 2022 года в стране проживало более **36 млн человек**.
- Всемирный банк выдаст Узбекистану субсидированные кредиты объемом \$470 млн, а также займы с низкой процентной ставкой на сумму \$480 млн для поддержки **социальных и экономических реформ**.
- Согласно проекту Закона о бюджете, рост **ВВП Узбекистана** в 2023 году прогнозируется на уровне 5,3%.
- За 11 месяцев 2022 года **импорт электромобилей** увеличился почти в 2,8x по сравнению с аналогичным периодом 2021-го.

Новости отдельных компаний

- Агентство Fitch повысило рейтинг **УзАвто Моторс (UZMT)** с В+ до ВВ- со стабильным прогнозом.
- Венгерский OTP Bank выкупил госдолг в **Ипотека-банке (ИПТВ)**.
- **УзАвто Моторс** подписало три соглашения с Kazakh Allur и Банком развития Казахстана о строительстве завода по выпуску Chevrolet Opix производственной мощностью 30 тыс. единиц год.
- Акции **Узтемирйулконтейнера (УТЮК)** были включены в официальный котировальный список РФБ Тошкент с 21 декабря 2022 года.
- Компания **Узтемирйулконтейнер** отправila первый контейнерный поезд из Узбекистана в Болгарию.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global



Коррекция перед Рождеством

После более чем двух месяцев роста DAX перешел к снижению на фоне усиления «ястребиной» риторики главы ЕЦБ

Торговая пятитдневка с 12 по 16 декабря стала худшей для немецких рынков с середины сентября. По ее итогам DAX скорректировался на 1,1%, до 13 983 пунктов. Основное падение пришлось на четверг и пятницу, когда индекс потерял сначала 3,3%, а затем еще 0,7%. При этом во вторник бенчмарк прибавил 1,5%, поднявшись к новому локальному максимуму с начала июня на уровне почти 14 500 пунктов. Драйверами роста DAX обеспечили позитивные данные годовой инфляции в США, которая в ноябре составила самые низкие с декабря 2021-го 7,1%. В четверг ЕЦБ ожидаемо поднял ставку на 50 б. п., однако инвесторов смутили заявления главы финрегулятора о том, что повышения с тем же шагом будут продолжаться в обозримой перспективе. Кроме того, Кристина Лагард сообщила, что ЕЦБ намерен запустить программу количественного ужесточения с марта 2023 года.

Период с 19 по 23 декабря характеризовался высокой волатильностью, хотя по его итогам DAX поднялся на 0,34%, до 13 941 пункта. Несмотря на восстановление немецкого рынка в понедельник на 0,4%, во вторник бенчмарк опустился на минимум с начала ноября, после того как Банк Японии увеличил коридор доходности для 10-летних облигаций. Тем не менее падение было откуплено в течение дня, а в среду рост составил заметные 1,5% на фоне сильного позитивного движения в бумагах ретейлеров. Драйвером роста выступил уверенный отчет американской Nike, которая смогла превзойти общерыночные ожидания в отношении выручки и прибыли. Это, в свою очередь, привело к повышению котировок Adidas и Puma на 6,8% и 9,5% соответственно. Однако в четверг DAX упал на 1,3% на фоне неоднозначной макростатистики, выпущенной в

США. Число заявок на пособие по безработице увеличилось менее значительно в сравнении с ожиданиями, а оценка ВВП за третий квартал была улучшена до +3,2%, что увеличивает вероятность сохранения жесткой монетарной политики, проводимой ФРС. Среди отдельных акций отметим Volkswagen, котировки которой в понедельник потеряли 10,3% на новости о том, что Оливер Блюме продолжит возглавлять и Porsche, и Volkswagen одновременно.



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	09.12.22	23.12.22	
DAX Index	14 370,72	13 940,93	-3,0%
G1A GR Equity	7,86	8,90	13,1%
UN01 GR Equity	117,90	125,54	6,5%
SY1 GR Equity	10,09	10,70	6,0%
OSR GR Equity	51,92	54,64	5,2%
1COV GR Equity	7,70	8,08	5,0%
MRK GR Equity	51,86	53,68	3,5%
SAP GR Equity	36,12	37,07	2,6%
SIE GR Equity	5,78	5,88	1,8%
DB1 GR Equity	52,68	53,54	1,6%
BEI GR Equity	105,50	106,20	0,7%
SHL GR Equity	178,85	178,95	0,1%
MTX GR Equity	49,15	49,15	0,0%
HEN3 GR Equity	204,30	203,60	-0,3%



Ожидания и стратегия

Индекс DAX после коррекции откатился к 13 950 пунктам, вблизи которых консолидировался в течение недели с 19 по 23 декабря. При уходе бенчмарка ниже 13 800 возможно движение к 13 400 пунктам. Вероятность такого события выше средней. На скорый рост можно рассчитывать только в случае, если индекс сможет пробить вверх отметку 14 200 пунктов.

Рынок Германии

Важные новости

- **Гармонизированная инфляция** в Германии снизилась с 11,6% в октябре до 11,3% в ноябре, совпав с ожиданиями рынка. Основными драйверами роста цен остаются энергоносители (+38,4% г/г) и продовольственные товары (+21% г/г).
- **Индекс экономических настроений** в Германии от института Ifo вырос с 86,4 пункта в ноябре до 88,6 в декабре, превзойдя прогноз аналитиков на уровне 87,4.
- **Индекс цен производителей** в Германии упал с 34,5% г/г в октябре до 28,2% г/г в ноябре при консенсусе 30,6%. Снижение обусловлено падением цен на природный газ и электричество. В целом энергоносители подешевели на 9,6% м/м.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Корпорация высоких достижений

Росту акций Siemens к таргету способствуют уверенные квартальные результаты и оптимистичные прогнозы на будущий финансовый год

Причины для покупки:

- **Выручка, прибыль и позитивный прогноз на 2023 финансовый год.** В четвертом квартале выручка Siemens выросла на 18% г/г, до 20,6 млрд евро, а чистая прибыль удвоилась, достигнув 2,9 млрд евро. Оба результата превысили общерыночные ожидания. Активное улучшение финансовых показателей обеспечено за счет промышленного сегмента бизнеса корпорации, а также благодаря продаже подразделения Siemens Logistics, специализирующегося на обработке почтовых отправлений. Главный исполнительный директор Siemens заявил, что в 2023 финансовом году ее показатели продолжают уверенный рост, отметив высокий спрос на аппаратное и программное обеспечение, а также более интенсивное, чем ожидалось, увеличение доходов от цифрового бизнеса. В планах Siemens объединение пяти ее предприятий в независимую компанию по производству двигателей и сопутствующих механизмов с доходом около 3 млрд евро.
- **Рекомендации инвестбанков.** Из 26 покрывающих акции Siemens инвестбанков 21 дает рекомендацию «покупать», три советуют «держаться» и лишь два – «продавать». RBC Capital и Deutsche Bank обновили таргет по бумаге корпорации, установив его на отметке 155 евро. Цели от JPMorgan и Vertical Research – 156 и 165 евро соответственно. Средняя целевая цена по акции Siemens – 148,91 евро.
- **Техническая картина.** Акции Siemens тестировали сопротивление на уровне 137 евро, после чего откатились к поддержке 126 евро. На текущий момент котировки пытаются пробить локальное сопротивление 131 евро, в случае успеха они вновь направятся на штурм отметки 137 евро.

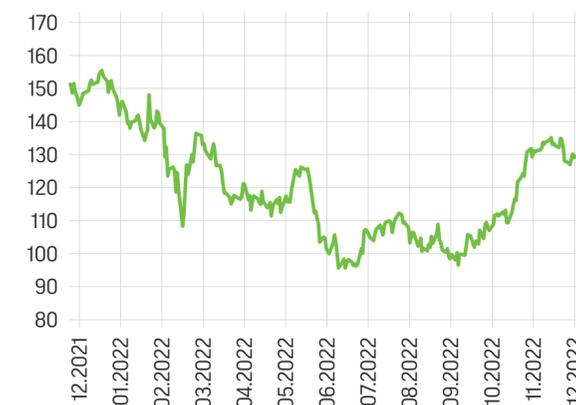


Среднесрочная идея

Siemens AG

Тикер на Xetra	SIE
Текущая цена	129,52 евро
Целевая цена	155 евро
Потенциал роста	19,67%

Динамика акций SIE на Xetra



Freedom Broker получила золотую награду FEAS Champions League Award 2022

Компания победила в номинации «Рынок долговых ценных бумаг». Отбор номинантов по методологии Федерации евро-азиатских фондовых бирж (FEAS) проводится в два этапа. В ходе первого из них каждая площадка дает оценку брокеру на основе данных об объеме торгов в денежном исчислении, количестве сделок, инструментов и торговых дней. На втором этапе победителей выбирают среди номинантов бирж – членов FEAS. Основная цель Champions League Award 2022 заключается в том, чтобы повысить осведомленность населения о фондовых рынках в странах, где работают биржи – члены FEAS.

Freedom Holding Corp. расширяет экосистему в Казахстане

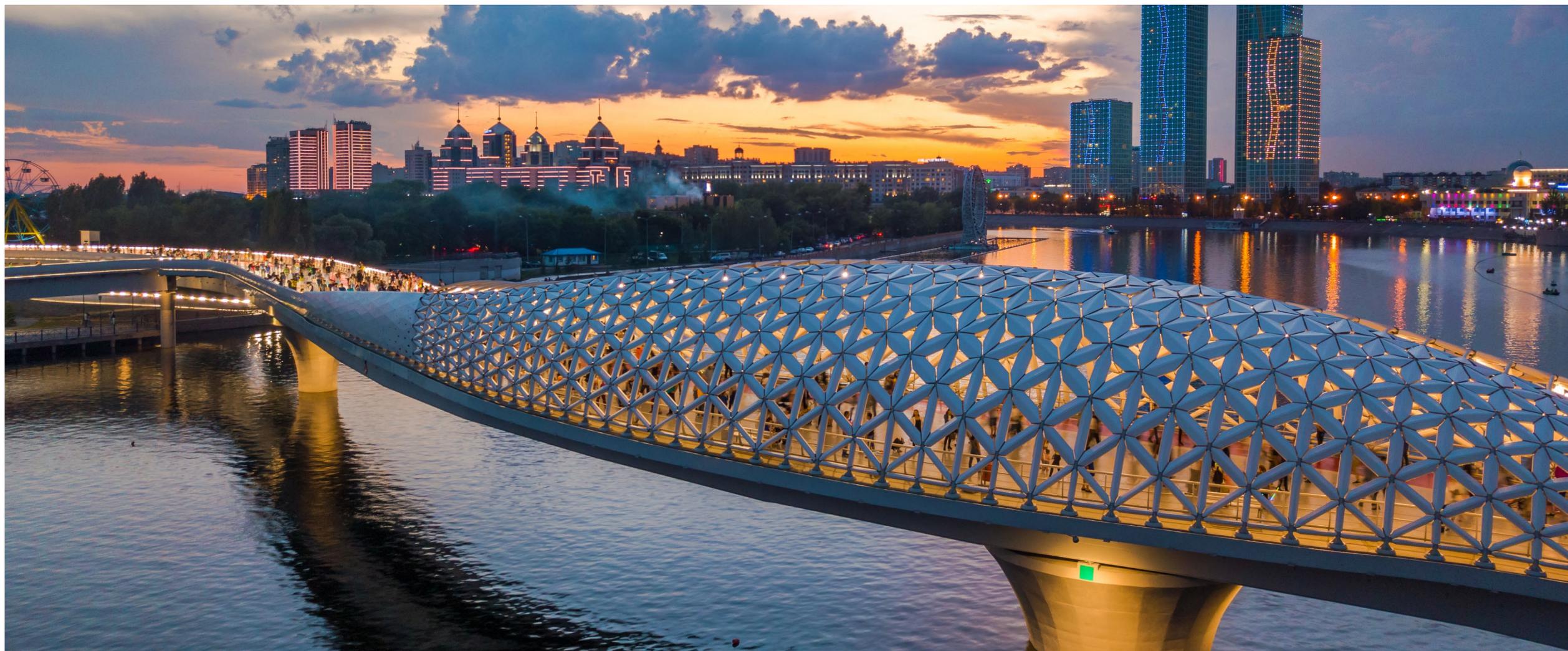
Freedom планирует приобрести 35% в капитале Sergek Group, которая известна разработками продуктов для системы «умный город» (smart city), включая интеллектуальную технологию контроля общественной и дорожной безопасности. Основатели Sergek Кайрат и Асет Ахметовы сохраняют контроль над компанией.

«Мы продолжаем расширять взаимодействие с казахстанской ИТ-сферой. Интеграция опыта Sergek Group в сегменте big data позволит нам принимать оптимальные решения в области автострахования и автокредитования, поэтому мы рассматриваем данный проект в качестве органичной части нашей цифровой экосистемы», – прокомментировал сделку CEO Freedom Holding Corp. Тимур Турлов.

Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global





Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №260

29 декабря 2022

ffin.global

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

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев
capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов
vadim.merkulov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина
prglobal@ffin.kz

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

+7 7172 727 555, info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

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

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