

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Ставки на пределе

ФРС оставила ставку без изменений. Это привело к активному снижению доходности «десятилеток» и убедило участников рынка, что текущий цикл ужесточения ДКП завершен

Казахстан

KASE собирается с силами

Узбекистан

Доход по осени считают

Россия

В ожидании нового бума IPO

Германия

DAX поймал волну позитива



Содержание



Рынок США. Ставки на пределе.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Russell 2000: мал, да удал. Ищем точки входа в акции small-caps.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 14 ноября.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. Caterpillar: дело техники.....	13
Оptionная идея. LONG CALL ON NEE.....	15
Обзор венчурных инвестиций.....	16
IPO ZEEKR Intelligent Technology Экологичная роскошь.....	17
Рынок Казахстана. KASE собирается с силами.....	18
Инвестиционная идея. FinEx FFIN Kazakhstan Equity ETF. Сборная Казахстана с заявкой на победу.....	20
Российский рынок. В ожидании нового бума IPO.....	21
Рынок Узбекистана. Доход по осени считают.....	26
Рынок Германии. DAX поймал волну позитива.....	28
Среднесрочная идея. Infineon Technologies AG. На переднем крае высоких технологий.....	30
Новости Freedom Holding Corp.....	31
Контакты.....	32

Инвестиционный
обзор №283
17 ноября 2023
ffin.global

Фондовый рынок США

Ставки на пределе

Решение ФРС сохранить ставку на уровне 5,5% привело к падению доходности американских десятилетних облигаций с 4,9% до 4,5% за три дня и вернуло оптимизм участникам рынка, которые считают, что дальнейшего ужесточения ДКП в этом цикле не будет



Новости одной строкой:

- 01.11.2023** По итогам заседания Комитета по открытым рынкам ФРС оставила ключевую ставку на уровне 5,5%
- 03.11.2023** В октябре безработица в США повысилась с сентябрьских 3,8% до 3,9%
- 10.11.2023** Долгосрочные инфляционные ожидания американцев достигли максимума за 12 лет, потребительская уверенность снизилась
- 11.11.2023** Международное рейтинговое агентство Moody`s ухудшило прогноз кредитного рейтинга США

По состоянию на 14.11.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	1,36%	2,11%
QQQ	Индекс NASDAQ100	2,90%	3,59%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,70%	1,88%
UUP	Доллар	0,78%	-0,30%
FXE	Евро	-0,38%	1,61%
XLF	Финансовый сектор	0,38%	2,11%
XLE	Энергетический сектор	-3,77%	-6,90%
XLI	Промышленный сектор	0,94%	0,79%
XLK	Технологический сектор	4,52%	6,46%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-2,49%	1,72%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,89%	-3,01%
SLV	Серебро	-4,15%	-2,12%
GLD	Золото	-2,86%	0,38%
UNG	Газ	-12,81%	-15,60%
USO	Нефть	-4,09%	-9,12%
VXX	Индекс страха	-5,90%	-21,29%
EWJ	Япония	-2,47%	1,49%
EWU	Великобритания	-0,93%	-1,99%
EWG	Германия	0,73%	2,57%
EWQ	Франция	0,28%	3,00%
EWI	Италия	-0,61%	3,59%
GREK	Греция	0,11%	7,77%
EEM	Страны БРИК	-0,29%	1,29%
EWZ	Бразилия	1,57%	7,18%
RTSI	Россия	1,25%	11,13%
INDA	Индия	0,77%	0,07%
FXI	Китай	-2,54%	-3,02%

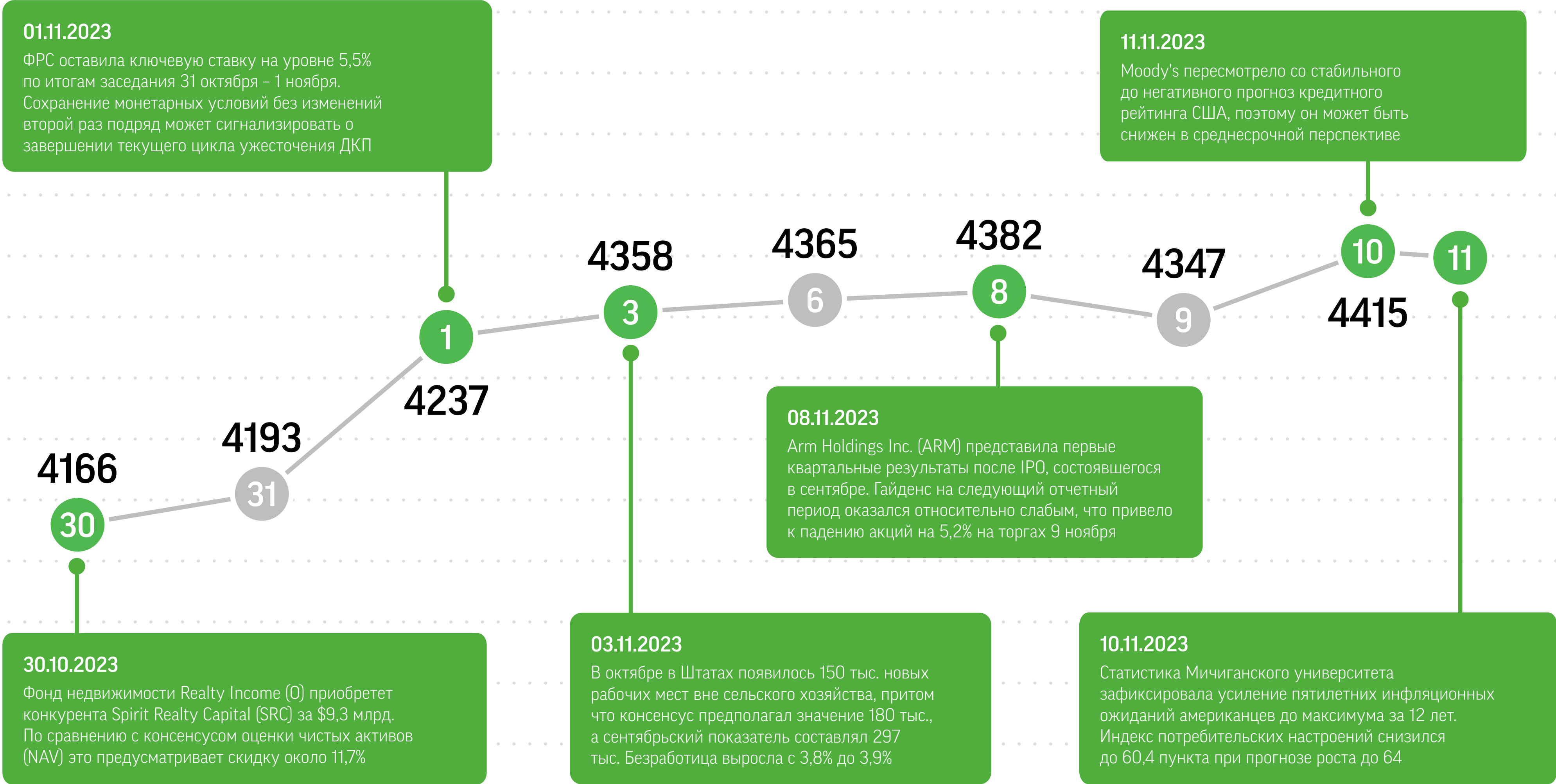


Инвестиционный
обзор №283
17 ноября 2023
ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (30.10.2023 – 11.11.2023)



Самое главное

Russell 2000: мал, да удал.

Ищем точки входа в акции small-caps

Инвестиции на бирже были и остаются притягательным финансовым инструментом для самого широкого круга людей. Неважно, имеет ли человек стабильную зарплату или ведет рискованный сезонный бизнес, фондовый рынок предложит каждому подходящие для него инструменты и обеспечит ликвидность для любого счета — и меньше \$10 тыс., и больше \$1 млрд. Остается только ответить на вопросы: что покупать и когда? Постфактум на графике всегда легко определить, что Amazon (AMZN), Apple (AAPL) и Microsoft (MSFT) хорошо смотрелись после кризиса доткомов, а Meta Platforms (META) или NVIDIA (NVDA) — после коррекции в прошлом году. Но в моменте оценить перспективу той или иной акции довольно трудно. Однако периодически такие возможности появляются. На фоне более активного, чем ожидалось, замедления инфляции индекс компаний малой капитализации (small-caps) Russell 2000 вырос на 5,5% за торговую сессию 14 ноября. В последний раз такую волатильность в этом сегменте рынка фиксировали в 2011 году, если не считать аномалий в период пандемии. Столь сильное движение может сигнализировать о фундаментальных изменениях.

Компании малой капитализации уже давно не показывали высокой доходности, поэтому многие инвесторы просто игнорируют этот класс активов. А вот в 2013-м именно small-caps заняли первое место среди широкого спектра инструментов по доходности, составившей за год 38% против 32% у крупнейших по капитализации компаний. В текущей ситуации, когда мультипликаторы small-caps находятся на исторических минимумах и дополнительным аргументом для покупок служит благоприятная сезонность (напомним, что ноябрь — самый сильный месяц в году с доходностью 4,2% против средней за месяц 0,75% на горизонте десяти лет), инвестиции в компании малой капитализации выглядят интересно. Более того, фундаментально именно этот класс активов являются лучшим выбором в период начала экономического цикла после рецессии.

На этот раз рецессии пока фактически не было, но в этом и заключается тонкая работа ФРС по сдерживанию инфляции и созданию условий для нового цикла роста экономики без предше-

ствующего спада. Успешное развитие этого сценария от ФРС мы пока не считаем базовым, но, если данные инфляции продолжат фиксировать устойчивый тренд на замедление, экономические условия улучшатся, а с ними более оптимистичными станут и наши прогнозы.

Техническая картина для компаний малой капитализации также складывается благоприятно, что создает удобную тактическую точку для входа в позиции. При пробое ближайшего сопротивления Russell 2000 способен показать один из лучших результатов за последние 10 лет и обойти не только S&P 500, но и NASDAQ 100, поскольку замедление инфляции и, как следствие, снижение ключевой ставки благоприятно повлияют на все активы, но на компании малой капитализации — в особенности.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4400–4600 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



Важные новости

Комитет по открытым рынкам (FOMC) принял решение сохранить ключевую ставку в США на уровне 5,5% по итогам заседания 31 октября – 1 ноября. Стабильное замедление инфляции позволяет говорить о завершении цикла ужесточения монетарных условий в Штатах. Следующее заседание FOMC пройдет 12–13 декабря.

Число новых рабочих мест вне сельского хозяйства в октябре составило лишь 150 тыс., что почти вдвое ниже сентябрьского значения 297 тыс. При этом консенсус предполагал рост показателя на 180 тыс. Безработица за октябрь поднялась с сентябрьских 3,8% до 3,9%.

По предварительным данным Мичиганского университета за ноябрь, инфляционные ожидания американцев вновь усилились, в том числе пятилетний показатель вернулся на максимум с 2011 года 3,2%. Уровень потребительского оптимизма упал с 63,8 пункта до 60,4 при прогнозе роста до 64 пунктов.

Рейтинговое агентство Moody's пересмотрело прогноз кредитного рейтинга США со стабильного до негативного из-за высокого дефицита бюджета и уменьшения доступности долга. Кредитный рейтинг Штатов в среднесрочной перспективе может быть снижен. Moody's — единственное из трех ведущих международных рейтинговых агентств, сохранившее наивысший рейтинг США.

Актуальные тренды

Обзор на 14 ноября

Глобальная картина

Отскок S&P 500 за последние две недели на 7,2% сумел полностью компенсировать коррекцию от пиков октября. Главным драйвером роста стало снижение доходностей гособлигаций США от локальных максимумов под влиянием нейтральной риторики главы ФРС Джерома Пауэлла по итогам ноябрьского заседания. Участники рынка расценили комментарий председателя Федрезерва как намек на переход от повышения ставки в режим наблюдения за эффектом от этой меры. Давление на доходности трежерис оказало и заявление Минфина о пересмотре вниз своих планов в отношении объема долгосрочных долговых аукционов в ноябре-январе. Снижение PMI также было воспринято позитивно на рынке акций. Постепенное ослабление деловой активности, по мнению большинства инвесторов, позволит сдерживать инфляционный импульс, снимая необходимость дополнительного ужесточения ДКП. Покупательскую активность стимулировала и нормализация оценок рынка: в конце октября форвардный мультипликатор P/E для S&P 500 опустился до 17,1 с июльских 19,7.

Сезон квартальной отчетности продолжает приносить в основном приятные сюрпризы. По состоянию на 10 ноября отчиталось 92% входящих в индекс широкого рынка компаний. Консенсус FactSet предполагает рост EPS по итогам квартала на уровне 4,2%, притом что на 27 октября прогнозировалось увеличение этого показателя лишь на 2,4%. На фоне улучшения рыночного сентимента реакция котировок компаний на квартальные результаты также стала более позитивной, хотя, как мы отмечали ранее, в целом сезон отчетности не стал существенным триггером роста ввиду ухудшения прогнозов EPS на октябрь-декабрь (преимущественно на фоне разовых эффектов в секторе здравоохранения), а также пересмотра вниз некоторых ориентиров на первые два квартала будущего года. При этом ожидания в отношении EPS на весь 2024-й остаются сильными (+11,5%). В ближайшие несколько месяцев прибыль на акцию в поквартальном

выражении будет повышаться, что может способствовать дополнительному росту оптимистичных настроений.

В ближайшие две недели в фокусе рынка будет отчетность Cisco (CSCO), Palo Alto Networks (PANW), Applied Materials (AMAT), NVIDIA (NVDA), Deere&Company (DE) и прочие.

Макроэкономическая статистика

Выходившая в последние недели макростатистика оказывала благоприятное воздействие на рынок. Октябрьские данные деловой активности от ISM в производственном и сервисном секторах продемонстрировали снижение до 46,7 и 51,8 пункта при консенсусе 49 и 53 пункта соответственно. Безработица за прошлый месяц выросла с сентябрьских 3,8% до 3,9%, хотя изменений не ожидалось. Число новых рабочих мест вне сельского хозяйства составило лишь 150 тыс. при прогнозе 180 тыс. Главным положительным сюрпризом стали данные инфляции: общий и базовый индексы CPI снизились до 3,2% и 4% соответственно при консенсусе 3,3% и 4,1%. Все это укрепляет уверенность участников рынка в том, что в декабре ФРС оставит ключевую ставку на уровне 5,5%.

В следующие две недели инвесторы будут отслеживать данные розничных продаж, производственных цен и настроений потребителей.

Монетарная политика ФРС

На ноябрьском заседании Федрезерв ожидаемо сохранил ставку на уровне 5,5%. Комментарии главы регулятора Джерома Пауэлла на итоговой пресс-конференции не содержали принципиально новых положений или «ястребиных» сигналов. Это укрепило убежденность участников рынка в том, что текущий уровень ставки является предельным и далее ФРС будет удерживать ее на текущих уровнях. В то же время Пауэлл отметил, что несколько месяцев позитивных данных инфляции — это лишь «начало», поэтому не исключил дополнительных мер ужесточения ДКП, если это потребуется.

Техническая картина

Технические сигналы в течение последних двух недель стали гораздо более позитивными. S&P 500 удалось вернуться в восходящий канал, сохраняющий актуальность с октября 2022 года. Полное закрытие сентябрьского гэпа также способствует продолжению «бычьего» тренда. При этом полагаем, что бенчмарку будет сложно пробить вверх сопротивление на уровне 4440 пунктов и закрепиться выше, поэтому наиболее вероятен переход к консолидации.



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



Инвестиционный
обзор №283
17 ноября 2023
ffin.global



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
CAT	CATERPILLAR INC.	Машиностроение	123 031	2023-11-10	242	283	2024-11-09	17%	Покупать
CROX	CROCS, INC.	Одежда и предметы роскоши	4 680	2023-10-27	77	131	2024-10-26	70%	Покупать
SBUX	STARBUCKS CORPORATION	Гостиницы, рестораны и досуг	118 560	2023-10-13	104	110	2024-10-12	6%	Держать
KHC	THE KRAFT HEINZ COMPANY	Продукты питания	40 770	2023-09-29	33	44	2024-09-28	32%	Покупать
FTNT	FORTINET, INC.	Программное обеспечение	38 626	2023-09-15	50	75	2024-09-14	49%	Покупать
GOOGL	ALPHABET INC.	Интерактивные медиа и сервисы	1 546 798	2023-09-01	132	151	2024-08-31	14%	Покупать
BIDU	BAIDU	Информационные технологии	30 396	2023-08-18	107	180	2024-08-17	68%	Покупать
AMT	AMERICAN TOWER CORP.	Коммерческая недвижимость	85 597	2023-10-27	184	210	2024-10-26	14%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	32 253	2023-11-09	223	300	2024-11-08	35%	Покупать
AMD	ADVANCED MICRO DEVICES, INC.	Производство полупроводников	188 674	2023-08-01	117	145	2024-07-31	24%	Покупать
LTHM	LIVENT CORP.	Химическая промышленность	2 329	2023-05-15	13	33	2024-05-14	155%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	7 699	2023-10-03	12	18	2024-10-02	53%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	25 764	2023-06-01	117	152	2024-05-31	29%	Покупать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	1 773	2023-08-18	9	10	2024-08-17	15%	Держать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	62 193	2023-08-18	109	134	2024-08-17	23%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 473 529	2023-08-03	143	180	2024-08-02	26%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	921	2023-08-18	3	10	2024-08-17	217%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	11 905	2023-07-25	53	82	2024-07-24	54%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	20 186	2023-08-18	88	111	2024-08-17	27%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	139 717	2023-08-18	90	115	2024-08-17	28%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	23 650	2023-08-18	28	38	2024-08-17	37%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	2 011	2023-11-02	9	10	2024-11-01	8%	Держать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	1 600	2023-08-18	4	7	2024-08-17	63%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	14 357	2023-08-18	104	115	2024-08-17	10%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	1 780	2023-08-18	3	7	2024-08-17	106%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	522	2023-08-18	1	5	2024-08-17	261%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	137 845	2023-08-02	124	135	2024-08-01	9%	Держать

Для компаний Dish Network Corp. (DISH), Farfetch Ltd (FTCH), Live Nation Entertainment (LYV) и Peloton Interactive (PTON) в качестве целевой цены представлен консенсус FactSet.

Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков



30 октября американский инвестиционный фонд недвижимости **Realty Income Corp. (O)** объявил, что приобретет конкурента Spirit Realty Capital (SRC) за \$9,3 млрд. Эта цена, с одной стороны, предполагает премию примерно 14,9% к цене закрытия 27 октября, а с другой – по сравнению с консенсус-оценкой чистых активов (NAV) предусматривает скидку около 11,7%. Мультипликатор P/AFFO NTM составляет 10,1x при текущей оценке Realty Income на уровне 11,9x. Расчеты по сделке будут осуществлены акциями. В результате этой покупки Realty Income сможет нарастить AFFO на 2,5%, диверсифицировать и улучшить кредитный профиль, сэкономить за счет увеличения масштабов деятельности.

Наша целевая цена по акциям Realty Income составляет \$60 за бумагу. Потенциал роста к текущим котировкам – около 20%. Фонд выплачивает дивиденды ежемесячно. Доходность к текущим котировкам составляет 6% годовых.

Краткий обзор сектора

REIT (Real Estate Investment Trust) – это инвестиционные фонды недвижимости. Статус REIT обеспечивает компаниям значительные налоговые льготы при одновременном обязательстве

распределять в виде дивидендов практически всю налогооблагаемую прибыль. REIT преимущественно являются публичными компаниями с широкой базой акционеров. Вложения в эти фонды позволяют инвесторам сделать ставку на недвижимость в различных сегментах, от жилищного до офисного, от дата-центров до телекоммуникационных вышек. Активы REIT преимущественно сосредоточены американском рынке, есть и фонды, например American Tower, с международной диверсификацией бизнеса. Одним из ключевых факторов инвестиционной привлекательности REIT являются регулярные дивидендные выплаты, которые вытекают из обязанности распределять прибыль, а также высокая ликвидность акций по сравнению с прямыми инвестициями в недвижимость. Ключевыми финансовыми показателями для анализа деятельности REIT являются чистый операционный доход (Net Operating Income, NOI), который отображает отдачу от недвижимости и рассчитывается как арендная выручка за вычетом операционных эксплуатационных расходов, и скорректированные операционные средства на акцию (Adjusted Funds from Operations per Share, AFFO per Share), которые позволяют отслеживать базу для распределения дивидендов и рассчитываются как чистая прибыль, скорректированная на «бумажные» и разовые статьи. В текущем году динамика индекса REIT отстает от широкого рынка ввиду ужесточения монетарных условий в США. Акции ряда крупнейших REIT торгуются с дисконтом. Мы не ожидаем дополнительного повышения ставки ФРС в нынешнем цикле ужесточения ДКП и считаем, что можно начинать формировать позиции и фиксировать высокую дивидендную доходность в секторе.

Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков



2 ноября **Apple (AAPL)** представила достаточно сильные результаты по итогам четвертого квартала 2023 финансового года, но ее прогнозы на текущий квартал снова оказалось неоднозначными из-за осторожных ориентиров в отношении выручки. Продажи iPhone в целом совпали с ожиданиями, даже несмотря на опасения относительно рынка Китая и ограничений производственных возможностей. На данный момент пессимизм, вызванный этими факторами, выглядит чрезмерным, их недостаточно для значимого пересмотра оценок эмитента вниз. Экспансия Apple в новые регионы успешно продолжается, уверенный рост корпорация демонстрирует и на домашнем для себя рынке Северной Америки. Продажи Mac-устройств превосходят ожидания, как в целом и динамика восстановления рынка ПК. Рост высокомаржинального сервисного сегмента по-прежнему обгоняет заложенные в гайденсы темпы и оказывает положительное влияние на валовую маржу. Компания успешно контролирует затраты и сохраняет привлекательные параметры возврата средств инвесторам.

Выручка Apple в четвертом квартале завершившегося финансового года упала на 0,7% г/г, до \$89,5 млрд, при консенсусе на уровне \$89,4 млрд (-0,8% г/г), оказавшись также лучше гайденса менеджмента. Это объясняется сильными результатами сервисного сегмента, а также уверенными продажами Mac и стабильными доходами от реализации iPhone. Негативный эффект валютных курсов (ВК) на выручку, как и ожидала компания, отнял от ее роста 2 п.п. Таким образом, без учета валютной переоценки продаж корпорации повысились на 1,3% г/г. EPS (GAAP) по итогам квартала составила \$1,46, превзойдя ожидания инвесторов на 5%.

- Выручка от продаж iPhone в отчетном квартале поднялась на 2,8% г/г, до \$43,8 млрд, что в целом совпало с консенсусом. Быстрые темпы роста доходов по-прежнему фиксируются на развивающихся рынках Южной Азии (в первую очередь в Индии), Латинской Америки, Ближнего Востока. Сильные результаты продаж отмечены также в Канаде и США. Менеджмент указывает на то, что сейчас ограничен в поставках iPhone 15 Pro и iPhone 15 Pro Max производственными мощностями, но рассчитывает, что эта проблема будет снята концу календарного года. Снова наблюдались рекордные уровни смен платформы с Android на iOS, что в целом косвенно подтверждают данные независимых аналитических агентств. Удовлетворенность пользователей iPhone в США осталась на прежних уровнях – около 98%. По данным консалтинговой компании IDC, в третьем квартале мировые поставки смартфонов упали на 0,1% г/г, до 302,8 млн устройств. При этом доля продуктов Apple расширилась с прошлогодних 17,2% и 16,3% в предыдущем квартале до 17,7%. В результате поставки iPhone должны были

вырасти на 2,5% г/г, до 53,6 млн штук. Последние отчеты аналитических агентств указывают на чуть более быстрое восстановление рынка, чем предполагалось ранее.

- На рынке КНР Apple, как американская компания, сталкивается с возросшим протекционизмом государства, а также со сменой предпочтений потребителей в пользу отечественных аналогов. На рынок смартфонов верхнего ценового сегменте вернулась Huawei, использующая в своих устройствах собственные чипы, пока еще существенно уступающие иностранным аналогам. Тем не менее беспокойство вызывает то, что из-за сложной международной обстановки Apple может потерять долю на крупнейшем в мире рынке. Данные отраслевых аналитических агентств и подтверждают падение продаж iPhone с июля по сентябрь на 6% г/г в натуральном выражении. Это объясняется упомянутой ограниченностью возможностей для производства iPhone 15 Pro и iPhone 15 Pro Max, эффектом высокой базы из-за сильных продаж iPhone 14 в первом полугодии за счет маркетинговых акций в преддверии появления на рынке нового поколения смартфона. Сама Apple осталась довольна продажами в Китае, где они сократились на 2%, но с учетом негативного эффекта от валютной переоценки в 6 п.п. выросли на 4%. На наш взгляд, говорить о значимом ухудшении положения Apple в Китае нет оснований. Конкуренция, бесспорно, усилилась, но этот рынок, как и рынок США, для компании уже сформировался, хотя занимаемая на нем доля может меняться.
- Выручка от продаж Mac-устройств упала на 33,8% г/г, до \$7,6 млрд, однако консенсус предполагал ее сокращение на 46% г/г, до \$6,2 млрд. Существенное снижение продаж обусловлено реализацией отложенного спроса в июле-сентябре прошлого года после снятия карантинных ограничений в Китае, а также более ранним выводом на рынок новой линейки устройств в этом году (пик продаж пришелся на предыдущий квартал). Поддержку сегменту оказывает спрос со стороны корпоративных клиентов: в частности, Starbucks недавно обновила более 10 тыс. Mac-устройств до последних MacBook Air на базе M2. Удовлетворенность пользователей этой техникой в США держится около 97%. Отметим, что, по данным крупнейших аналитических агентств, поставки ПК в отчетном периоде сократились на 7,6% г/г, а у Apple этот показатель упал на 23,1% г/г, ориентировочно до 7,2 млн устройств. В свою очередь, рыночная доля компании сократилась с прошлогодних 12,7% до 10,6%, однако увеличилась с 8,6%, показанных в апреле-июне.
- Выручка от реализации iPad упала на 10,2% г/г, до \$6,4 млрд, при консенсусе FactSet на уровне \$8,5 млрд (+18,7% г/г). Так же, как и в случае с Mac, это во многом объясняется эффектом отмены локдауна в Китае в аналогичном периоде 2022-го. Основным фактором давления на сегмент остается слабый спрос потребителей на электронику, в частности на планшеты, которые сложно назвать устройством первой необходимости. В то же время компания снова отмечает, что более 50% клиентов в этом квартале впервые купили планшет Apple.

Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков



Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



- Выручка сегмента Wearables, Home and Accessories снизилась на 3,4% г/г, до \$9,3 млрд, заметно глубже прогнозируемых рынком -1,9% г/г. Несмотря на сложные макроусловия, компания видит сильный спрос на устройства Apple, указывая на то, что около двух третей клиентов впервые приобрели AppleWatch, удовлетворенность которыми в США также находится около 97%.
- Сервисный сегмент продолжает демонстрировать ускорение роста выручки, в отчетном периоде составившего 16,3% г/г, до \$22,3 млрд, при консенсусе \$21,4 млрд (+11,6%). Менеджмент вполне удовлетворен этим результатом. Напомним, что в текущем квартале Apple традиционно подняла цены на выборочные подписки, чтобы стабильно наращивать сервисную выручку. Число платных подписчиков и транзакционных клиентов компании демонстрирует двузначные годовые темпы роста.

Рентабельность бизнеса Apple тоже показывает опережающие темпы роста, что в текущих макроусловиях и при продолжающейся диверсификации производственной цепочки выглядит весьма обнадеживающе. Валовая маржа по сравнению с прошлым кварталом увеличилась на 0,7 п.п., до 45,2%, против ожидаемых рынком 44,5%. Этот результат достигнут благодаря контролю затрат и благоприятному изменению структуры продаж с увеличением доли сервисной выручки. Фактором давления на рентабельность стал обменный курс. Валовая маржа продуктового сегмента за квартал выросла на 1,2 п.п., до 36,6%, в основном из-за изменения структуры продаж и оптимизации затрат, которые были частично компенсированы динамикой валютных курсов. Маржа сервисного сегмента повысилась на 0,4 п.п. кв/кв и составила 70,9%. Операционная маржа выросла на 2,0 п.п. кв/кв, до 30,1%, превзойдя ожидания рынка на уровне 29,4%, в том числе благодаря эффективному контролю OpEx, оказавшихся на нижней границе гайденса менеджмента. Компания продолжает наращивать возвратность средств акционерам через программу выкупа собственных акций с рынка и стабильное повышение дивиденда. За июль-сентябрь компания вернула акционерам около \$25 млрд, из них \$3,8 млрд – в форме дивидендов (\$0,24 на акцию против \$0,23 в предыдущем квартале) и около \$20,5 млрд – посредством buy back.

Гайденс Apple на текущий квартал выглядит неоднозначным из-за достаточно консервативного ориентира в отношении роста выручки, компенсированного ожиданием более высокой маржи и прогнозом EPS, в целом совпавшим консенсусом. Детальных прогнозов на квартал менеджмент традиционно не представил, мотивируя это высокой неопределенностью макроэкономической ситуации. Ориентиры в отношении перспектив бизнеса оказались хуже ожиданий рынка, за исключением затратной части. В первом квартале 2024 финансового года Apple прогнозирует выручку на прошлогоднем уровне (\$117,2 млрд), хотя в этом периоде будет 13, а не 14 недель как в октябре-декабре 2022-го. Негативный эффект от ВК может составить около

1 п.п. Это оказалось намного хуже чересчур оптимистичных ожиданий инвесторов, которые рассчитывали на повышение выручки на 5,3 г/г. Менеджмент прогнозирует рост продаж iPhone в текущем квартале, а также ускорение темпов реализации устройств семейства Mac. При этом годовые темпы роста продаж сегмента iPad и Wearables, Home & Accessories замедлятся по сравнению с третьим кварталом из-за сдвига срока вывода новых линеек устройств на рынок по сравнению с 2022 годом. Напомним, что в конце 2022 года стартовали продажи iPad десятого поколения, AirPods Pro второго поколения, а также Apple Watch SE и новых Apple Watch Ultra. В сервисном сегменте менеджмент ожидает «сохранение средних двухзначных темпов роста выручки в неделю на уровне прошедшего квартала», то есть, по нашим прикидкам, этот рост составит около 12% г/г. Валовую рентабельность руководство корпорации закладывает в диапазоне 45–46% при консенсусе 44,5%. Операционные затраты покажут сезонный рост до \$14,4–14,6 млрд. Исходя из тезисов менеджмента, в первом квартале 2024 фингода EPS будет около \$2,11 (+12,4% г/г), что в целом совпадает с общерыночными ожиданиям на отметке \$2,1. Мы нейтрально оцениваем отчет Apple и сохраняем по ее акциям рекомендацию «покупать» с целевой ценой \$200.

arm

На постмаркете 8 ноября **Arm Holdings Inc. (ARM)** опубликовала первую квартальную отчетность после проведения IPO в сентябре этого года. Компании удалось продемонстрировать сильные результаты, но гайденс на третий квартал 2024 финансового года был оценен как слишком осторожный, хотя прогнозы на весь год оказались в целом выше консенсуса. На этом фоне торги 9 ноября акции ARM завершили снижением на 5,2%, что не выглядит вполне обоснованно. Общие темпы роста бизнеса превосходят ожидания, что находит отражение в повышении RPO и уверенном гайденсе на весь 2024 финансовый год. Хотя на некоторых целевых рынках сложилась непростая для компании ситуация, расширение рыночной доли Arm продолжается.

Выручка Arm за второй квартал 2024 финансового года выросла на 27,9% г/г, до \$806 млн, превысив и ориентиры менеджмента, и консенсус на уровне \$740 млн (+17,4% г/г). Высокий результат был обеспечен в первую очередь увеличением лицензионных доходов, в том числе благодаря подписанию пары крупных долгосрочных контрактов. Скорректированная EPS повысилась на 111,8% г/г, до \$0,36, превзойдя общерыночные прогнозы \$0,26 на 38,5%. Доходы в сегменте лицензионных и прочих доходов (License and other revenue) увеличились на 106,4% г/г, до \$388 млн, при среднерыночных ожиданиях лишь на уровне \$333 млн (+77,2%).

Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков



Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



Высокие темпы роста были обеспечены главным образом за счет ряда крупных контрактов, в частности соглашениями по модели Arm Total Access (ATA), подразумевающей предоставление клиентам доступа к широкому перечню патентов за фиксированную ежегодную плату. За отчетный квартал количество таких подписчиков выросло с 20 до 22. Более доступная по цене модель лицензирования Arm Flexible Access (AFA) с гибкими условиями доступа привлекла одного нового клиента и их общее количество достигло 212. Более 40 AFA-клиентов продлили контракты на предыдущих условиях, 18 заключили дополнительные соглашения. Менеджмент отмечает, что ИИ-тренд оказывает существенную поддержку бизнесу, так как все больше компаний обращаются к производительным и в то же время энергоэффективным чипам на базе технологий Arm.

На конец отчетного периода стоимость заключенных компанией контрактов в годовом выражении (ACV) достигла \$1108 млн (+3% г/г и +6% кв/кв). При этом объем отложенных контрактных обязательств к исполнению (RPO) вырос на 38% г/г и 44% кв/кв, до \$2414 млн. Лишь 28% из этой суммы будет признано в качестве выручки в ближайшие 12 месяцев, еще около 21% – в следующем аналогичном периоде, а оставшееся еще позднее. За второй квартал 2024 финансового года компания смогла заключить соглашения на рекордную для себя сумму около \$1121 млн. Выручка Arm от лицензионных отчислений (Royalty) упала на 5,4% г/г, до \$418 млн, что также оказалось лучше консенсуса FactSet \$407 млн (-7,9% г/г). Общее снижение объема рынка, вызванное преимущественно продолжающимся восстановлением в сегменте смартфонов было частично компенсировано расширением доли Arm в сегментах облачных вычислений и автомобильных компонентов и более высокими ставками роялти, в том числе за счет все более активного использования более дорогого ARMv9. В сегменте облачных вычислений наблюдались двузначные темпы роста. В автомобильном направлении роялти от поставок усовершенствованных систем помощи водителю (ADAS) за год более чем удвоились. Но сегмент решений для интернета вещей (IoT) демонстрирует сопоставимые с прошлогодними уровни доходов, так как продолжается нормализация запасов, а европейские клиенты все больше опасаются рецессии. Динамика выручки от лицензионных отчислений Arm значительно сильнее, чем у других производителей полупроводников со сходной структурой бизнеса и напрямую зависящих от объема продаж чипов. В их числе MediaTek, Qualcomm и TSMC, которые в отчетном квартале зафиксировали снижение выручки более чем на 10% г/г.

Операционная non-GAAP-маржа Arm активно увеличивается, но реальные затраты растут быстрее выручки, особенно в части компенсаций сотрудникам в форме акций и опционов. Ранее компания этих выплат не практиковала, что делает историческое сравнение non-GAAP-метрик менее репрезентативным. Валовая рентабельность упала на 1,7 п.п. год к году, до 94,3%. На операционном уровне рост затрат превысил рост выручки за этот год, но основным фактором

давления стало существенное увеличение бонусов для сотрудников в форме акций, которая в отчетном периоде составила \$490 млн. В эту сумму входит поощрение за удачное IPO в общем объеме \$280–350 млн. Скорректированная на бонусные выплаты и другие расходы на первичное размещение операционная маржа составила бы 23,1% по сравнению с 29,0% годом ранее. Повышение операционных затрат обусловило в основном увеличение расходов на R&D. Штат компании в этом сегменте был расширен на 18% г/г.

Гайденс менеджмента в отношении выручки и EPS на третий финансовый квартал оказался слабее общерыночных прогнозов. Это преимущественно объясняется временным фактором и переносом части выручки на четвертый квартал, поскольку ориентиры компании на полный финансовый год сильнее, чем ожидало большинство инвестсообщества.

Менеджмент прогнозирует рост выручки в текущем квартале на 5% г/г, до \$720–800 млн, при консенсусе \$776 млн (+7,2% г/г), а также рассчитывает на скорректированную EPS в диапазоне \$0,21–0,28 при общерыночных ожиданиях \$0,27.

Гайденс компании по итогам 2024 финансового года предполагает увеличение выручки на 12,7% г/г, до \$2960–3080 млн, против консенсуса 2965 млн (+10,7% г/г), скорректированную EPS менеджмент Arm закладывает в диапазон \$1–1,1, а аналитики прогнозируют результат \$1,03. Мы даем по акции ARM рекомендацию «покупать» с целью \$62.

NETFLIX

Американские актеры объявили о заключении соглашения со студиями и о завершении забастовки, так как условия новых трудовых контрактов были одобрены профсоюзом. В результате забастовки удалось добиться повышения оплаты труда в первый год контракта на 7% с ростом ставки на 4% в 2024-м и индексацией на 3,5% с июля 2025 года, хотя в первоначальные требования было заложено увеличение зарплат на 11% и по 4% за следующие два года соответственно. В свою очередь, киностудии изначально были готовы проиндексировать оплату труда актеров на 5%, 4% и 3,5% с текущего по 2025 год.

Актерский профсоюз SAG-AFTRA сумел договориться с работодателями о постепенном повышении оплаты труда артистов второго плана на 11%, 4% и 3,5%.

Заключение новых трудовых соглашений в киноиндустрии и возобновление ее нормальной работы однозначно является позитивным фактором для акций **Netflix (NFLX)**. За пять торговых сессий к 14 ноября их котировки прибавили около 4%, достигнув \$452. Наши ориентиры в отношении Netflix остаются прежними, поскольку мы изначально закладывали окончание

Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

забастовки профсоюза актеров к концу текущего года. Менеджмент стримингового сервиса на конференции с инвесторами по итогам третьего квартала дал ориентир в отношении затрат на создание контента с текущем году на уровне \$13 млрд. Часть расходов, отложенных из-за профсоюзной акции протеста, будет реализована в 2024 году, общий объем финансирования на эти цели определен на уровне \$17 млрд. Это доказывает, что руководство Netflix изначально рассчитывало на завершение забастовок до конца текущего года, поэтому мы не ждем изменения гайденса компании. Наша целевая цена по акции Netflix – \$482, рекомендация – «покупать».



По данным Reuters, **NVIDIA (NVDA)** планирует в ближайшее время представить три новые упрощенные версии чипов, попавших под расширенные меры экспортного контроля США. Мы считаем, что в первую очередь среди адаптированных версий этих полупроводников будут:

- HGX H20 – вероятный аналог кластерного GPU-ускорителя HGX H100, используемого для вычислений и обучения ИИ-моделей в передовых дата-центрах
- L20 PCIe – версия специализированного серверного ускорителя L40, используемого для ускорения вычислений и работы с ИИ-моделями, а также находящим обширное применение в облачном гейминге и обработке сложной графики метавселенных в реальном времени
- L2 PCIe – аналог L4, младшей версии L40

По информации Semianalysis, массовое производство этой продукции начнется в декабре. По данным китайского портала ITHome, массовое производство H20 и L20 начнется в декабре, а L2 – в январе. ITHome также опубликовал основные характеристики названных ускорителей. Стоит отметить, что, исходя из данных спецификаций, новые чипы L40 и L4 не требуют использования современных технологий упаковки кристаллов от TSMC (CoWoS), что снимет часть производственных ограничений для NVIDIA. Это может позволить компании в краткосрочной перспективе показать еще более сильные финансовые результаты.

После анонса расширенных экспортных ограничений сценарий с еще более урезанными версиями чипов казался наиболее вероятным. Это решение позволит NVIDIA практически полностью нивелировать среднесрочное давление на свои доходы в этом сегменте. В КНР компания генерирует около 20–25% выручки направления Data Center, что эквивалентно 15–20% совокупных доходов в ближайшие годы. Рынок ИИ-ускорителей Китая сейчас оценивается в более чем \$7 млрд, а доля NVIDIA на нем составляет около 90%.

Тем не менее меры экспортного контроля США, подталкивают китайские компании развивать

собственные разработки и активнее использовать локальные комплектующие. Так, недавно стало известно, что Baidu сделала крупный заказ на ИИ-ускорители компании Huawei, находящейся под санкциями США. По данным ряда инсайдеров, речь идет о 16 тыс. чипов Huawei Ascend 910B стоимостью около \$60 млн. Скорее всего, это весь производственный потенциал производителя на данный момент. iFlyTek в комментариях к квартальным результатам заявила, что Huawei Ascend 910B уже сопоставимы с чипами NVIDIA A100 по общей вычислительной мощности, но пока уступают в производительности. Стало известно, что iFlyTek и Huawei совместно ведут разработку целостной ИИ-экосистемы. Помимо самих чипов крайне важна программная часть, ведь большинство китайских компаний до сих пор полагается на платформу NVIDIA CUDA. У Huawei есть подобный продукт, но он пока сильно уступает американскому конкуренту. Для успешного развития собственной ИИ-экосистемы китайским компаниям понадобится от трех лет, а также существенная клиентская база и / или финансовая поддержка государства.



Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



Инвестиционная идея

Caterpillar: дело техники

Более прочное, чем у прямых конкурентов, положение в индустрии обеспечивает привлекательность акций CAT для покупки с целью \$282

Тикер	CAT
Цена акций на момент анализа	\$241,67
Целевая цена акций	\$283
Потенциал роста	17,1%

О компании

Caterpillar Inc. (CAT) – один из лидеров сегмента производства и продажи спецтехники для создания инфраструктуры, строительства, сырьевой отрасли, лесного хозяйства, энергетики и других индустрий. Кроме того, компания занимается обслуживанием всех видов своей техники, а также предоставляет клиентам финансовые продукты Caterpillar Financial Services (лизинг и факторинг) и Caterpillar Insurance Holdings (страхование).

Ключевые инвестиционные тезисы:

Реализация инфраструктурных программ как драйвер роста сегмента строительной техники. Доля продаж Caterpillar в Северной Америке за третий квартал текущего года в общем показателе составила 58%. Консенсус Американского института архитекторов предполагает наиболее заметное увеличение активности в строительстве отелей и инфраструктуры и менее выраженное – в создании новых производственных мощностей. Эти тенденции поддержат спрос на строительную технику. Рост соответствующего рынка в соответствии с различными усредненными прогнозами составит от 4% до 8%. В регионе EAME Caterpillar в третьем квартале нарастила выручку за счет повышения цены реализации и позитивных курсовых разниц. В ходе посвященного релизу отчета конференс-колла представители менеджмента отме-

тили, что активность в регионе остается высокой, и сохранили оптимистичный прогноз, несмотря на сложную политическую обстановку на Ближнем Востоке. В АТР бизнес Caterpillar остается под давлением из-за медленного восстановления экономики Китая. В то же время компания намерена продолжить экспансию в другие государства АТР ввиду большого количества реализуемых там инфраструктурных проектов. Отметим, что переход к автономным технологиям способен стать дополнительной точкой роста в сегментах строительной техники и оборудования для добывающей отрасли.

Сохранение высоких доходов направления агрегатов для энергетики. Доля выручки этого сегмента в Северной Америке за июль-сентябрь составила 52%. S&P Global ориентируется на стабильный рост CAPEX в буровом, добычном и геологоразведочном подсегментах ключевого для компании региона до 2027 года. В третьем квартале наиболее высокие продажи Caterpillar зафиксировала в подсегментах оборудования для энергетики и генерации. Менеджмент связывает это с повышенным спросом на турбины, агрегаты для бурения скважин, а также на технику для строительства и эксплуатацию дата-центров. Рентабельность компании по EBITDA за третий квартал достигла максимальных за 12 месяцев 23,3%. За последние три года портфель заказов

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



Инвестиционный
обзор №283
17 ноября 2023
ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
CAT	0,8%	1,4%	(9,8%)	(15,3%)	2,2%
S&P 500	(0,1%)	1,0%	1,9%	(1,2%)	10,5%
Russell 2000	0,0%	(1,9%)	(0,8%)	(11,4%)	(9,4%)
DJ Industrial Average	0,2%	0,7%	2,0%	(2,7%)	1,7%
NASDAQ Composite Index	(0,2%)	1,8%	2,7%	0,9%	21,6%



Инвестиционная идея



Caterpillar удвоился. Ее руководство уделяет особое внимание влиянию дезинфляционных факторов на продажи, в приоритете сокращение структурных затрат и повышение эффективности бизнеса.

На наш взгляд, Caterpillar останется более устойчивой к макроэкономическим вызовам, чем другие представителей ее индустрии.

Наша рекомендация по акции CAT – «покупать» с целевой ценой \$282.

Инвестиционный обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Выручка	41 746	50 984	59 427	68 141	73 775	79 890	87 662	98 857	100 834	102 850
Основные расходы	29 082	35 513	41 350	44 022	48 921	54 338	59 276	66 924	68 263	69 628
Валовая прибыль	12 664	15 471	18 077	24 119	24 855	25 551	28 386	31 933	32 571	33 223
SG&A	4 642	5 365	5 651	6 277	7 444	8 061	8 846	9 975	10 175	10 378
EBITDA	7 339	9 320	11 347	15 647	15 811	15 469	17 143	19 025	19 406	19 794
Амортизация	2 432	2 352	2 219	2 141	1 920	1 873	1 854	1 867	1 904	1 942
EBIT	4 907	6 968	9 128	13 506	13 891	13 597	15 290	17 159	17 502	17 852
Процентные выплаты (доходы)	514	488	443	513	583	587	1 067	1 053	1 074	1 096
EBT	4 732	7 461	9 370	13 511	13 262	12 962	13 964	15 853	16 170	16 493
Налоги	1 734	972	2 665	2 922	2 947	2 880	3 103	3 523	3 593	3 665
Чистая прибыль	3 599	5 929	7 341	10 601	10 296	10 063	10 842	12 311	12 577	12 829
Dilluted EPS	\$6,56	\$10,81	\$13,84	\$20,62	\$20,55	\$20,75	\$23,12	\$27,19	\$28,93	\$30,74
DPS	\$4,12	\$4,36	\$4,71	\$5,10	\$5,55	\$6,04	\$6,57	\$7,15	\$7,78	\$8,46

Анализ коэффициентов	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
ROE	24%	37%	45%	57%	45%	39%	38%	38%	38%	38%
ROA	5%	7%	9%	13%	11%	11%	10%	11%	11%	11%
ROCE	9%	13%	18%	26%	25%	23%	23%	24%	24%	24%
Выручка/Активы (x)	0,53x	0,62x	0,73x	0,78x	0,79x	0,81x	0,77x	0,91x	0,91x	0,91x
Коэф. покрытия процентов (x)	9,55x	14,28x	20,60x	26,32x	23,82x	23,16x	14,33x	16,29x	16,29x	16,29x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Валовая маржа	30%	30%	30%	35%	34%	32%	32%	32%	32%	32%
Маржа по EBITDA	18%	18%	19%	23%	21%	19%	20%	19%	19%	19%
Маржа по чистой прибыли	9%	12%	12%	16%	14%	13%	12%	12%	12%	12%

Опционная идея

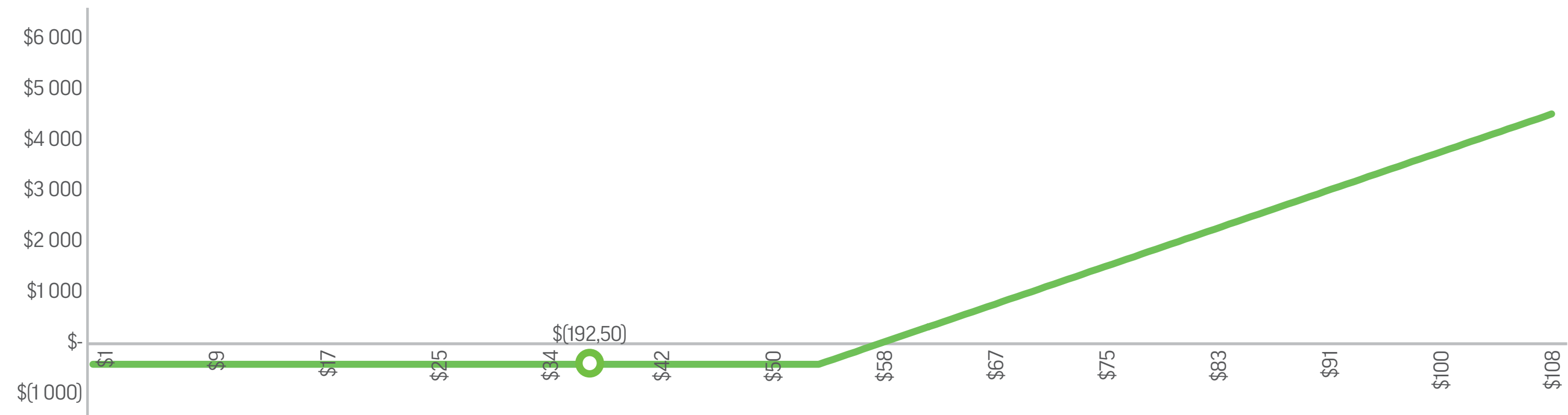
LONG CALL ON NEE



Инвестиционный тезис

NextEra Energy, Inc. (NEE) – американская компания, в которую входят крупнейший представитель энергетического сектора Флориды Florida Power & Light (FPL), а также ряд активов в США и Канаде, в основном относящихся к сфере возобновляемой энергетики. Недавно NextEra отчиталась за третий квартал финансового года ростом прибыли с прошлогодних \$1862 млн до \$2080 млн. Чистая прибыль компании за отчетный период увеличилась на 14% г/г, до \$1920 млн (\$0,94 на акцию). Оба показателя недотянули до общерыночных ожиданий. В то же время база клиентов NextEra расширилась на 66 тыс. Подразделение NextEra Energy Resources (NEER) запустило новые проекты в области генерации зеленой энергии и ее хранения совокупной мощностью 1665 МВт. Входящая в группу структура NextEra Energy Partners еще в мае анонсировала продажу своих газопроводных активов, чтобы сосредоточиться исключительно на развитии в сегменте возобновляемых источников энергии и достичь цели по нулевым выбросам углерода к 2025 году. Несмотря на несколько более слабые квартальные результаты, отмечаем оптимальный баланс энергетических активов NextEra. Считаем, что реализация вышеупомянутых планов позволит компании получить больше экологических льгот и увеличить свободный денежный поток. Еще одним фактором инвестиционной привлекательности этого актива является стабильная выплата дивидендов. С учетом вышесказанного считаем, что к моменту экспирации опциона 29 декабря цена акции NEE поднимется выше \$57.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Параметры сделки

Продажа	Long Call on NEE
Страйки	Long Call 55
Покупка	+NEE^DCT55
Дата экспирации	29.12.2023
Маржинальное обеспечение	\$193
Цена выхода	\$270
Максимальный убыток	\$193
Ожидаемая прибыль	40%
Точка безубыточности	\$56,93

Управление позицией

Если 29 декабря, в день экспирации, цена базового актива будет выше \$55, но ниже \$56,93, инвестор получит убыток, который будет варьироваться и по максимуму составит \$193. Если котировка поднимется выше точки безубыточности \$56,93, потенциальная прибыль будет не ограничена. Однако мы рекомендуем закрыть позицию при достижении стоимостью опциона колл отметки \$270.

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
NEE	Покупать	Call \$55	29.12.2023	1,925	\$ (192,50)	0,477	0,073	0,077	-0,027	28,61%	38,19%	38,58%	30,51%	27,43%

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global

Next Insurance

Стартап из калифорнийского Пало-Альто Next Insurance занимается страхованием микро- и малых компаний в США через одноименную платформу с широким спектром продуктов. Next использует технологии машинного обучения для облегчения процесса покупки и предоставления страхования. По итогам октября клиентская база стартапа превысила 500 тыс. компаний. 2 ноября Next объявила о привлечении \$265 млн от стратегических инвесторов — гигантов страховой индустрии Allstate и Allianz. Эти средства планируется направить на дальнейшее расширение бизнеса и ускорение выхода в прибыльность. Цель Next — стать партнером для 33 млн предприятий малого бизнеса в США.



Shield AI

Shield AI – созданная в 2015 году компания, которая занимается разработкой универсальной системы автономного управления летательными аппаратами от дронов до реактивных истребителей на основе искусственного интеллекта. 31 октября Shield AI объявила о привлечении \$200 млн в рамках раунда финансирования серии F, который был возглавлен Riot Ventures и U.S. Innovative Technology Fund. Также среди инвесторов был фонд Кэти Вуд ARK Invest. По итогам раунда оценка Shield AI достигла \$2,7 млрд. Полученные средства компания планирует направить на масштабирование своего нового продукта V-BAT Teams, который позволяет использовать несколько летательных аппаратов одновременно для выполнения различных задач.



Seurat Technologies

Seurat Technologies специализируется на 3D-печати изделий из металлов с использованием экологически чистой энергии. Предложенная стартапом технология призвана устранить проблему выброса парниковых газов при производстве соответствующей продукции. 30 октября Seurat Technologies объявила о завершении раунда финансирования серии C, в котором привлекла \$99 млн от NVentures (подразделение NVIDIA) и Capricorn, а также Denso Global, General Motors и Ventures Honda Motor. В настоящее время Seurat Technologies наладила выпуск 25 тонн металлических деталей в год и планирует расширение производства. По оценкам Reuters, по итогам последнего на сегодня инвестраунда оценка компании достигла \$350 млн.



Infinitum Electric

Infinitum Electric занимается разработкой и производством электродвигателей, используемых в электромобилях и промышленном оборудовании. Отличительные особенности этой продукции — небольшая масса, экономичность и бесшумность. 1 ноября Infinitum Electric сообщила, что привлекла в инвестраунде серии E \$185 млн от Just Climate, Alliance Resource Partners, Rockwell Automation и Chevron Technology Ventures. Это финансирование будет направлено на расширение бизнеса и увеличение объемов производства для удовлетворения спроса, а также стимулирования декарбонизации промышленности. В планах менеджмента довести объем производства к концу будущего года до 300 тыс. единиц.



IPO ZEEKR Intelligent Technology

Экологичная роскошь

9 ноября заявку на IPO подал производитель электромобилей премиум-класса ZEEKR Intelligent Technology. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, Morgan Stanley, BofA Securities, CICC



Инвестиционный
обзор №283
17 ноября 2023
ffin.global

Чем интересна компания:

- **О компании.** ZEEKR Intelligent Technology Holding Limited производит и поставляет на рынок электромобили премиум-класса, в том числе модели ZEEKR 001, ZEEKR 001 FR, ZEEKR 009 и ZEEKR X. По данным Frost&Sullivan, по состоянию на октябрь 2023 года компания в общей сложности продала 170,053 тыс. единиц своей продукции. Согласно последней оценке после очередного инвестиционного раунда на сумму \$750 млн, состоявшегося в феврале, стоимость автопроизводителя была определена в \$13 млрд.

- **Потенциальный рынок.** По данным TechSci Research, китайский рынок электромобилей 2018 году оценивался в \$74 млрд, а уже к 2024-му он должен увеличиться до \$330 млрд. Основные драйверы его роста – это усовершенствование технологий и стремление минимизировать вредные для окружающей среды выбросы.
- **Финансовые показатели.** В 2021 году выручка ZEEKR выросла на 102%, в 2022-м – на 389%, в первом полугодии 2023-го – на 136%. EBIT-маржа с -66% в 2021 году повысилась до -22% в 2022-м и -17% за январь-июнь текущего года.

Обзор перед IPO	
Эмитент	ZEEKR Intelligent Technology
Тикер	ZK
Биржа	NYSE
Объем к размещению	
Андеррайтеры	Goldman Sachs, Morgan Stanley, BofA Securities, CICC.



KASE собирается с силами

Технические сигналы указывают на вероятность возвращения казахстанского рынка в зеленый сектор при поддержке ряда фундаментальных факторов

За последние две недели KASE вырос на 0,8%, но, несмотря на формально положительный результат, более широкая картина отражает устойчивый боковой тренд индекса. В первой половине ноября акции показали умеренную волатильность, исключением стали бумаги KEGOC, которые в несвойственной себе манере активно росли до 7 ноября и падали после. Примечательным моментом, сигнализирующим о застое на рынке, стало снижение торговых оборотов на KASE на 8,2% в октябре. При этом объем торгов акциями упал по сравнению с сентябрьским уровнем в 1,5 раза, до 27,2 млрд тенге, хотя количество сделок выросло почти на треть, до 82,6 тыс. бумаг. На техническом графике KASE формируется фигура «флаг». Ждем появления позитивных драйверов, которые позволят покупателям отыграть данную техническую формацию.

В лидеры роста в первой половине текущего месяца вышел Банк ЦентрКредит, котировки которого поднялись на 5%. В акциях эмитента продолжается долгосрочное ралли, позволившее бумагам подойти к максимумам с 2009 года. Moody’s повысило рейтинги ЦентрКредита до Ba2 (эквивалент BB) с позитивным прогнозом. Еще двум кредитным организациям из представительского списка KASE – Народному банку (Baa2) и Kaspi.kz (Ba1) – Moody’s улучшило прогноз до позитивного.

ГДР Казатомпрома прибавили в цене 4,1%, а его же акции подорожали лишь на 0,9%. За последние две недели компания опубликовала производственный отчет за девять месяцев 2023-го,

заключила крупную сделку по долгосрочным поставкам урана в Китай, а также достигла соглашения о сотрудничестве с Францией в сфере производства ядерного топлива. Цены на уран ненадолго скорректировались и снова начали отрастать к максимумам с 2008 года.

В лидерах падения оказался KEGOC, акции которого стали самым волатильным инструментом на локальном рынке после проведения SPO. Сообщается, что в результате допэмиссии на KASE было привлечено 82,4% от общего объема размещения и удовлетворено почти две трети заявок.

На валютном рынке волна укрепления тенге против доллара, которая продлилась с 20 октября по 6 ноября, сменилась коррекцией с 461 тенге до уровня сопротивления 468. Затем рост доллара прекратился, о чем сигнализировала и корреляция котировок нацвалюты с основным фондовым индексом.



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	30.10.23	13.11.23	
Индекс KASE	4 032,90	4 065,40	0,8%
Банк ЦентрКредит (KASE)	846,00	888,50	5,0%
Казатомпром (GDR)	39,05	40,65	4,1%
Казакхтелеком (KASE)	31 800,00	32 498,00	2,2%
Kaspi (KASE)	44 995,50	45 702,25	1,6%
Казатомпром (KASE)	18 050,00	18 213,50	0,9%
Халык Банк (GDR)	12,70	12,80	0,8%
Kcell (KASE)	1 947,00	1 950,91	0,2%
Халык Банк (KASE)	149,79	149,94	0,1%
Казмунайгаз (KASE)	11 420,00	11 410,00	-0,1%
Kaspi (GDR)	92,10	91,50	-0,7%
Казтрансойл (KASE)	869,25	858,64	-1,2%
KEGOC (KASE)	1 530,00	1 491,10	-2,5%

Ожидания и стратегия

На графике KASE формируется паттерн «флаг», и мы полагаем, что в скором времени котировки индекса вернутся к росту, что приведет к пробоем важных локальных уровней сопротивления. Основными позитивными драйверами способны стать финансовые отчеты за третий квартал, а также факторы сезонности, поскольку к текущему моменту традиционная осенняя консолидация на рынке обычно завершается.



Рынок Казахстана

Важные новости

- **Инфляция в Казахстане в октябре составила 10,8%.** В целом результат был близок к нашему прогнозу 10,9%. Цены на продовольственные товары за год повысились на 10,4%, платные услуги подорожали на 11%, а непродовольственные товары – на 11,1%, однако годовая инфляция продолжает уверенно снижаться.
- **Казатомпром представил операционные результаты за третий квартал 2023 года.** И, хотя добыча компании в отчетном периоде сократилась на 1%, мы не считаем ее квартальные результаты слабыми благодаря более оптимистичным прогнозам. По итогам ВОСА стало известно о крупной сделке по поставке урана китайской State Nuclear Uranium Resource Development Company Limited, но реакция рынка на эту новость оказалась нейтральной.
- **Правительство прогнозирует рост экономики Казахстана по итогам 2023 года на 5%.** Об этом доложил президенту республики министр национальной экономики Алибек Куантыров. Ранее глава государства поставил задачу довести рост экономики Казахстана в текущем году до уровня не менее 4%. Отметим, что ориентир S&P в отношении ВВП страны предполагает его увеличение на 4,7%.



Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



FinEx FFIN Kazakhstan Equity ETF

Сборная Казахстана с заявкой на победу

Позитивную динамику котировок ETF на индекс KASE должен обеспечить комплекс фундаментальных и технических драйверов вкупе с улучшающейся макросредой

Причины для покупки:

- **Техническая картина.** На графике KASE идет формирование фигуры «флаг» после осенней стагнации котировок. Торги последних дней показывают, что границы наклонного канала в фигуре уже начинают пробиваться, сигнализируя о возможности продолжения ралли, начавшегося в июне 2022 года. Отметим, что большинство бумаг индекса находятся в затянувшемся боковике, сохраняя удобные для роста позиции в отсутствие сдерживающих технических факторов, таких как нисходящая дивергенция или общая перекупленность. На наш взгляд, рынку необходим триггер – сезонный либо ситуационный, – чтобы продолжить движение вверх. В качестве одного из основных факторов поддержки на 2024 год отметим более активное, чем прогнозировалось, замедление инфляции, что должно ускорить понижение базовой ставки Нацбанком.
- **Позитивные драйверы для отдельных бумаг.** Основными локомотивами роста фонда мы считаем четырех эмитентов: Народный банк (апсайд: 53%), Казахтелеком (апсайд: 35,5%), Kaspi.kz (апсайд: 21,1%) и Казмунайгаз (апсайд: 13,7%). Общий потенциал роста индекса KASE на момент написания этого материала составляет 13,6%. В банковском секторе делаем акцент на фундаментальный потенциал Народного банка и Kaspi, которые показывают уверенные финансовые результаты. Немаловажным является старт процедуры получения Kaspi листинга на биржах США. Из других бумаг выделим БЦК, в акциях которого уже достаточно давно продолжается ралли, несмотря на невысокий фундаментальный потенциал. У Казахтелекома остаются шансы показать взрывной рост в случае продажи Kcell и утверждения больших внеплановых дивидендов, как это уже случалось ранее. Каз-

мунайгаз в данном случае имеет наименьший позитивный потенциал из-за не самой благоприятной ситуации на рынке нефти, однако техническая картина намекает на выход вверх из текущего бокового тренда. У Казатомпрома остается возможность получить поддержку от цен на уран, которые скорректировались, но уже успели отыграть почти все локальные потери. У бумаг Казатомпрома на LSE сохраняется апсайд около 11% до максимумов 29 сентября. Еще одним позитивным драйвером для ведущих казахстанских эмитентов послужит приближающаяся активная фаза сезона отчетности, которая может усилить интерес к данным акциям.



FinEx FFIN Kazakhstan Equity ETF

Тикер на KASE	IE_FXBF
Цена на момент анализа	1 610 KZT
Целевая цена	1 819 KZT
Потенциал роста	13 %



Российский рынок

В ожидании нового бума IPO

Инвесторы проявляют интерес к планируемым публичным размещениям акций

Российский фондовый рынок остается в режиме консолидации. Многие компании возобновили раскрытие финансовых результатов, сезон отчетности продолжается, и в большинстве релизов зафиксировано увеличение выручки. Однако это не смогло обеспечить рынок сильным позитивным драйвером. Интерес участников торгов концентрируется преимущественно в дивидендных бумагах. На этот раз таких активов оказалось неожиданно много, ведь осень обычно не является заметным дивидендным сезоном. До конца года около 20 эмитентов, в том числе ЛУКОЙЛ, Ростелеком, Норникель и Фосагро, планируют выплатить дивиденд. Трендом сезона может стать редомициляция – перерегистрация эмитентов, чьи акции торгуются на Московской Бирже, в Россию или дружественную юрисдикцию. Это сделает возможным возобновление дивидендных выплат. Эту процедуру уже завершили VK и Polymetal, в процессе находятся MD Medical Group, Rusagro, Fix Price, HeadHunter. Ожидается, что возможностью сменить регистрацию воспользуется большинство представленных на московской площадке эмитентов.



Активизируется рынок IPO. Книгу заявок открыло и в первый же день переподписало ПАО «Южуралзолото». Эта компания индикативно оценивается в 140–170 млрд руб., а объем размещения составит 7–8,5 млрд руб. В начале ноября публичный статус приобрел ретейлер Henderson, объем его IPO оценивали примерно в 3 млрд руб. По данным Московской Биржи, до конца года свои акции на площадку выведут еще пять эмитентов. О соответствующих планах сообщали Совкомбанк, Делимобиль, Евротранс (прием заявок стартовал). В ближайшие три-четыре года, по оценке аналитиков, на рынок могут прийти порядка 100 новых компаний. Количество активных инвесторов на Московской Бирже достигло 3,6 млн. Это число больше количества всех зарегистрированных инвесторов еще шесть лет назад. Комиссионные доходы столичной площадки в третьем квартале увеличились на 60% г/г, а торговые обороты выросли более чем вдвое. Главной новостью стало прекращение торгов иностранными ценными бумагами на СПБ Бирже, которую включили в санкционный список. На этом фоне спрос на российские финансовые инструменты в перспективе увеличится.

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



Инвестиционный
обзор №283
17 ноября 2023
ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку			
Актив	Значение на		Изменение
	27.10.23	10.11.23	
MOEX	3 224	3 242	0,56%
PTC	1 079	1 107	2,59%
Золото	1 999	1 938	-3,05%
Brent	89,37	80,74	-9,66%
EUR/RUB	99,46	98,73	-0,73%
USD/RUB	94,16	92,36	-1,91%
CNY/RUB	12,830	12,623	-1,61%



Индекс МосБиржи в районе локального максимума в 3 250 п., а Индекс РТС достиг годового максимума в районе 1 100 пунктов. Пара USDRUB опустилась в район отметки 92.

Российский рынок

Ожидаем

Предполагаем, что динамика на российском фондовом рынке до конца месяца будет смешанной. Инвесторы не видят долгосрочной альтернативы акциям и продолжают покупать их, даже несмотря на то, что облигации после ужесточения денежно-кредитной политики ЦБ РФ сейчас выглядят очень привлекательными. Базовым сценарием считаем движение в диапазоне 3180–3270 пунктов по Индексу МосБиржи.

Достижение этим бенчмарком отметки 3300 на горизонте месяца по-прежнему возможно, если новостной фон и конъюнктура на сырьевых рынках не ухудшатся. Пара USD/RUB, на наш взгляд, будет торговаться в диапазоне 85–90. Эффект от введения обязательной продажи экспортной выручки в значительной степени реализовался, поэтому потенциал укрепления рубля в среднесрочном плане выглядит исчерпанным.

Наша стратегия

Продолжаем рекомендовать ситуативную торговлю с учетом новостного и общего внешнего фона, а также технической картины. Привлекательнее акций на краткосрочном горизонте выглядят облигации с фиксированным купоном.

**Инвестиционный
обзор №283**

17 ноября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Выручка группы **MD Medical Group** («Мать и дитя») за третий квартал увеличилась на 5,4% г/г, до 6793 млн руб. Выручка по сопоставимым клиникам поднялась на 4,7% г/г. Средний чек в поликлиниках вырос на 5,3% г/г, до 5,6 тыс. руб., в Москве и на 5% г/г, до 2,2 тыс. руб., в регионах. Доля столицы в выручке составила 47% (3237 млн руб.). В региональных госпиталях показатель увеличился на 14,6% г/г, до 1902 млн. Компания сообщила об открытии многопрофильного стационара на 60 мест.



Чистая розничная выручка **O'Key Group** с июля по сентябрь повысилась на 2,2% г/г, до 48,8 млрд руб. Показатель в сегменте гипермаркетов упал на 4,1% г/г, до 33 млрд руб., на фоне сокращения торговой площади на 2,9% и снижения сопоставимых продаж на 1,8%. Чистая выручка дискаунтеров составила 15,9 млрд руб. (+18,3% г/г) с долей в общем результате 32,5%. Онлайн-продажи увеличились на 16,9% г/г, до 1,5 млрд руб., с долей 4,6%. С начала года было закрыто два гипермаркета и открыто 25 дискаунтеров (net), торговая площадь составила 659 тыс. кв. м.



Розничная выручка **Fix Price** в третьем квартале составила 66,1 млрд руб. (+6,3% г/г), а оптовая выросла на 6% г/г, до 8,4 млрд руб. Общая выручка увеличилась на 6,3% г/г, достигнув 74,5 млрд руб. Сопоставимые продажи снизились на 2,8% г/г. Скорректированная EBITDA повысилась на 8,8% г/г, до 14,2 млрд руб., что соответствует рентабельности 19%. Чистая прибыль ретейлера подросла на 6,4% г/г, до 7,4 млрд руб., чистая маржа составила 10%. Количество магазинов достигло 6162, торговая площадь расширилась на 13% г/г, до 1335 тыс.



Выручка **Эл5 Энерго** с января по сентябрь 2023-го по МСФО увеличилась на 21,7% г/г, до 44,2 млрд руб. Операционная прибыль составила 6276 млн руб. против убытка 8819 млн годом ранее. Чистая прибыль достигла 3438 млн руб. после чистого убытка в размере 8055 млн руб. за тот же период 2022-го.



Отгрузка **Positive Technologies** за девять месяцев текущего года составила 8,9 млрд руб. (+32% г/г). На расходы R&D компания направила 3,6 млрд руб. Чистый убыток без учета капитальных расходов оказался равен 1,3 млрд руб. Менеджмент планирует за год поставить заказчикам свои решения на сумму 22,5–27,5 млрд руб., основной объем отгрузок приходится на четвертый квартал. Число клиентов компании превысило 200 тыс.

Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Выручка **Мосэнерго** за третий квартал по международным стандартам увеличились на 8% г/г и составила 39 198 млн руб. Убыток от операционной деятельности увеличился с прошлогодних 2884 млн до 7519 млн руб. Чистый убыток составил 4834 млн руб. Чистая прибыль за девять месяцев 2023-го оказалась равна 2050 млн руб.



Чистые процентные доходы **Сбера** по МСФО за третий квартал оказались равны 668 млрд руб. Чистая прибыль с января по сентябрь составила 1148,9 млрд руб., или 52,7 руб. на обыкновенную акцию. Розничный кредитный портфель достиг 15,2 трлн руб., портфель корпоративных кредитов составил 22,7 трлн руб. СМИ сообщают, что банк улучшил прогноз показателей на 2024 год.



Оборот **Softline** за июль-сентябрь увеличился на 52% г/г, достигнув 22,1 млрд руб. (+52% г/г). Валовая прибыль выросла в 3,7 раза к прошлогоднему результату и составила 5,7 млрд руб. с маржей 26%. Скорректированная EBITDA оказалась равна 610 млн руб. против -1062 млн в третьем квартале 2022-го, рентабельность показателя составила 10%.



Выручка **VK** за третий квартал выросла на 37% г/г, до 33 млрд руб. Основным драйвером роста этого показателя стало увеличение доходов от онлайн-рекламы на 46% г/г, до 20,3 млрд руб. Сегмент образовательных услуг сгенерировал 4,1 млрд руб. (+57% г/г). Выручка B2B-направления повысилась на 63%, до 1,8 млрд руб. Средняя дневная аудитория составила 76 млн (+16% г/г). Пользователи VK сформировали 95% месячной аудитории Рунета.

Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global





Акция	27.10.2023	10.11.2023	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1363	1366,8	0,28%
НЛМК	191,72	195,88	2,17%
ММК	53,275	52,295	-1,84%
ГМК Норникель	17598	17390	-1,18%
Распадская	360,3	370,45	2,82%
АЛРОСА	70,71	70,73	0,03%
Полюс	11613	11214,5	-3,43%
Мечел, ао	285	319,03	11,94%
Мечел, ап	283,35	348,05	22,83%
Русал	39,96	39,985	0,06%
Polymetal	540,3	537,5	-0,52%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	270,01	280	3,70%
Сбербанк, ап	269,51	278,8	3,45%
ВТБ	0,025325	0,02502	-1,20%
TCS, гдр	3447	3496	1,42%
МКБ	7,214	7,348	1,86%
МосБиржа	191,68	210,25	9,69%
СПБ Биржа	161,7	103,3	-36,12%
Qiwi plc	623	608,5	-2,33%
ЭсЭфАй	556	554	-0,36%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	167,71	168,17	0,27%
НОВАТЭК	1680	1622	-3,45%
Роснефть	586,2	600,4	2,42%
Сургут, ао	32,365	32,725	1,11%
Сургут, ап	55,8	59,16	6,02%
ЛУКОЙЛ	7245	7289	0,61%
Башнефть, ао	2061	2283	10,77%
Башнефть, ап	1626	1689	3,87%
Газпром нефть	794,95	854,95	7,55%
Татнефть, ао	619,1	620	0,15%
Татнефть, ап	614,2	607	-1,17%
Прочие компании			
Yandex N.V.	2676	2597,4	-2,94%
МКПАО "БК"	585	592	1,20%
HeadHunter	3665	3485	-4,91%
Группа Позитив	2200	2167	-1,50%
Whoosh	212,1	218,99	3,25%
АФК Система	17,475	16,924	-3,15%
CIAN	724,2	686,2	-5,25%
Астра ао	499,1	502,75	0,73%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	27.10.2023	10.11.2023	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,3725	4,26	-2,57%
РусГидро	0,8464	0,8094	-4,37%
ОГК-2	0,6013	0,5882	-2,18%
Юнипро	2,376	2,311	-2,74%
ТГК-1	0,010822	0,010516	-2,83%
Эл5 Энерго	0,7828	0,74	-5,47%
Мосэнерго	3,1925	3,1775	-0,47%
Россети - ФСК	0,13076	0,12372	-5,38%
Потребительский сектор			
Магнит	6023	6025	0,03%
X5	2380,5	2291	-3,76%
Лента	745	731,5	-1,81%
Детский мир	71,42	67,64	-5,29%
М.видео	193,5	196,3	1,45%
OZON, адр	2686	2670	-0,60%
Fix Price	365,8	357,2	-2,35%
O'Key Group	36,57	34,73	-5,03%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	280,85	275,4	-1,94%
Ростелеком, ао	76,23	78,09	2,44%
Ростелеком, ап	72,6	74,3	2,34%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	40,22	39,15	-2,66%
НМТП	12,62	12,56	-0,48%
ДВМП	94	95,81	1,93%
GLTR, гдр	607,95	663,8	9,19%
Совкомфлот	120,8	122,95	1,78%
Строительство			
ГК ПИК	723,9	714,7	-1,27%
Группа ЛСР	709	707,4	-0,23%
Самолет	4025	3986	-0,97%
InGrad	1764	1822	3,29%
Эталон	86,22	83,3	-3,39%

С начала ноября рост наблюдался в основном в акциях нефтегазового и металлургического сегмента. Отрицательную динамику продемонстрировали бумаги энергетики и потребительского сектора. Абсолютными аутсайдерами на новостях стали акции СПБ Биржи.

Доход по осени считают

На фоне завершившегося сезона отчетов за январь-сентябрь ключевой индекс узбекистанской биржи скорректировался более чем на 6%

За неделю с 6 по 10 ноября индекс Egre Blue опустился на 6,18%, в том числе на 4,53% – в последний торговый день этого периода из-за обвала обыкновенных акций Хамкорбанка на 16,13%.
Все компании в нашем покрытии отчитались за девять месяцев 2023 года. Сильные финансовые результаты продемонстрировали УзАвто Моторс, Кизилкумцемент, а также Хамкорбанк и Узпромстройбанк. Лидерами роста первой половины ноября благодаря зафиксированному в отчетности за январь-сентябрь повышению чистой прибыли

на 73,2% г/г стали бумаги Кизилкумцемента (+6,23%). Обновленный таргет по данной бумаге 4487 сумов предполагает потенциал роста 54% от текущих котировок.
Акции Куvasайцемента (KSCM), Ипотека-банка (IPTB), Узпромстройбанка (SQBN) и УзАвто Моторс (UZMT) также торговались в зеленом секторе.
В результате масштабной распродажи бумаг Хамкорбанка (НМКВ) за две недели к 10 ноября его капитализация упала на 25,71%.

Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	27.10.2023	10.11.2023	
Egre Blue	1 858,60	1 729,12	-6,97%
KVTS	1 944,99	1 993,00	2,47%
QZSM	2 730,02	2 900,00	6,23%
SQBN	10,00	10,19	1,90%
URTS	17 399,00	17 300,00	-0,57%
UZMK	6 698,00	6 350,00	-5,20%
KSCM	211 000,00	220 000,00	4,27%
НМКВ	70,00	52,00	-25,71%
IPTB	0,94	0,96	2,13%
UIRM	5 499,00	5 500,00	0,02%
UZMT	69 000,00	69 884,00	1,28%

Текущие рекомендации по акциям

- Рекомендуем **держать** акции Куvasайцемента (KSCM), Кварца (KVTS), Узвторцветмета (UIRM), Ипотека-банка (IPTB) и КМЗ (KUMZ).
- Для **покупки** от текущих уровней с целью достижения целевой цены подойдут бумаги УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), УзАвто Моторс (UZMT), Кизилкумцемента (QZSM) и Хамкорбанка (НМКВ).



Инвестиционный
обзор №283
17 ноября 2023
ffin.global



Рынок Узбекистана

Важные новости

Новости экономики

- По данным государственного Статагентства, за октябрь индекс потребительских цен в республике вырос на минимальные за последние пять лет 1,04% м/м, а в годовом выражении поднялся на 9%. С начала 2023-го инфляция в Узбекистане составила 6,2%, также обновив многолетний минимум. За счет эффекта низкой базы рост цен замедлился в полтора раза по сравнению с тем же периодом прошлого года. За аналогичный период 2022 года данный показатель составлял 9,4%.

Новости компаний

- Выручка **УзАвто Моторс (UZMT)** за январь-сентябрь текущего года выросла на 44% г/г, до 38,11 трлн сумов, валовая маржа снизилась с прошлогодних 15,9% до 13,4%, чистая прибыль повысилась на 5% г/г, до 1,93 трлн сумов. Маржа чистой прибыли сократилась с 6,9% за январь-сентябрь 2022-го до 5,1%.
- Чистая прибыль **Узворцветмета (UIRM)** за девять месяцев текущего года упала на 71%, до 874 млн сумов. Выручка сократилась на 41% г/г, до 218 млрд сумов. При этом валовая маржа повысилась с 5% до 8%, а маржа чистой прибыли уменьшилась с 0,8% до 0,4%, то есть прибыль предприятия составляет меньше полупроцента от выручки.
- Чистая прибыль **Кувасайцемента (KSCM)** с января по сентябрь сократилась на 63% г/г, до 11,3 млрд сумов, при снижении выручки на 25,5% г/г, до 194 млрд. Стоит отметить, что в первом полугодии компания зафиксировала чистый убыток в объеме 3,7 млрд сумов.
- Чистая прибыль **Кизилкумцемента (QZSM)** за девять месяцев с января текущего года выросла на 73,2% г/г, достигнув 378 млрд сумов, притом что выручка повысилась лишь на 10,2% г/г, до 1,43 трлн сумов. Чистая прибыль компании по итогам отчетного периода превысила результат за весь 2022 год, равнявшийся 299 млрд сумов.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



DAX поймал волну позитива

После разворота вверх на фоне смягчения риторики ФРС и в целом успешного сезона отчетов основной немецкий фондовый индекс может нацелиться на штурм 16 000 пунктов

За период с 30 октября по 3 ноября впервые после шестинедельного падения DAX вырос на 3,4%, достигнув 15 189 пунктов. Наиболее выраженную динамику индекс продемонстрировал на торгах 2 ноября (+1,5%) на фоне комментариев главы ФРС Джерома Пауэлла о том, что чрезмерно высокая ставка может негативно сказаться на росте экономики США. Это было расценено участниками торгов как намек на отказ от дальнейшего ужесточения монетарных условий. В то же время вверх основной бенчмарк немецкого фондового рынка двигался вверх на протяжении всей торговой пятидневки, а с 31 октября по 1 ноября прибавил в совокупности 1,4%. Во вторник рынки позитивно отреагировали на статистику инфляции, замедлившейся до 2,9% г/г в еврозоне, а также до минимальных за два года 3% в Германии. Немецкий ВВП за третий квартал снизился лишь на 0,1% кв/кв при консенсусе 0,3% кв/кв. Такую же поквартальную динамику, по предварительным данным, продемонстрировал базовый показатель экономики еврозоны, в годовом сопоставлении он вырос на 0,1% г/г, что оказалось несколько слабее прогнозов. Среди лидеров роста этой пятидневки оказалась Siemens Energy: ее котировки 30 октября взлетели на 12,7% на заявлении топ-менеджера о том, что компания не нуждается в государственном финансировании.

С 6 по 10 ноября основной индекс немецкого фондового рынка прибавил 0,3%, добравшись до 15 234 пунктов. В течение этого периода DAX демонстрировал повышенную волатильность. После снижения на 0,35% в понедельник, бенчмарк вырос на 1,4% в течение

следующих трех дней, чтобы в пятницу упасть на 0,77%, потеряв большую часть своих достижений за неделю. Наиболее значительным драйвером роста для DAX стали публикации сильных отчетов таких крупных эмитентов, как Henkel, Continental и Commerzbank, и других европейских компаний, успешные результаты которых тянули вверх отдельные сектора. Так, после улучшения прогноза операционной маржи производителем медоборудования из Дании Ambu сектор здравоохранения прибавил 0,7%. Однако на торгах 10 ноября на фоне комментариев руководителей ФРС, в том числе Джерома Пауэлла, о перспективах дальнейшего повышения ставок фондовый рынок Германии вновь ушел в минус. Дополнительным негативом стали слабые результаты британского производителя алкогольных напитков Diageo, обвалившие котировки пищевого сектора на 3,1%. Одним из аутсайдеров недели стал немецкий автоконцерн Daimler Truck, его акции упали на 4,6%, так как выручка и прибыль эмитента за третий квартал недотянула до общерыночных ожиданий.



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	27.10.23	10.11.23	
DAX Index	15 893,53	14 687,41	3,7%
O2D GR Equity	1,64	1,57	49,3%
LEG GR Equity	9,83	54,70	20,5%
ENR GR Equity	18,69	8,17	16,0%
LXS GR Equity	46,02	20,42	15,5%
LHA GR Equity	19,48	6,66	14,1%
KGX GR Equity	48,00	27,96	14,0%
AFX GR Equity	34,60	74,32	13,9%
VNA GR Equity	58,80	20,56	13,6%
EVD GR Equity	10,25	55,75	13,0%
RAA GR Equity	81,78	522,00	12,8%
EVK GR Equity	7,10	16,37	10,5%
SRT3 GR Equity	123,90	228,50	10,3%
NEM GR Equity	121,95	66,68	10,3%



Рынок Германии

Важные новости

- **Снижение ВВП Германии в третьем квартале оказалось меньше прогноза.** Аналитики, опрошенные Reuters, ожидали сокращения немецкой экономики на 0,3% кв/кв, а фактическое снижение составило лишь 0,1% кв/кв после роста на ту же величину кварталом ранее и нейтрального результата за январь-март. В годовом выражении показатель за третий квартал опустился на 0,3%.
- **Инфляция в Германии за октябрь ушла на минимум с августа 2021 года.** Темп роста потребительских цен замедлился до 3% в годовом выражении, а базовая годовая инфляция за месяц упала с 4,6% до 4,3% г/г.
- **Промышленное производство Германии в сентябре сократилось сильнее, чем предполагал консенсус.** Аналитики закладывали снижение показателя лишь на 0,1%, но фактически он упал на 1,4% м/м. В сравнении квартал к кварталу объем промпроизводства уменьшился на 2,1%.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Infineon Technologies AG. На переднем крае высоких технологий

Реализации высокого потенциала роста акций IFX способствуют сильные результаты, уверенные прогнозы и техническая картина

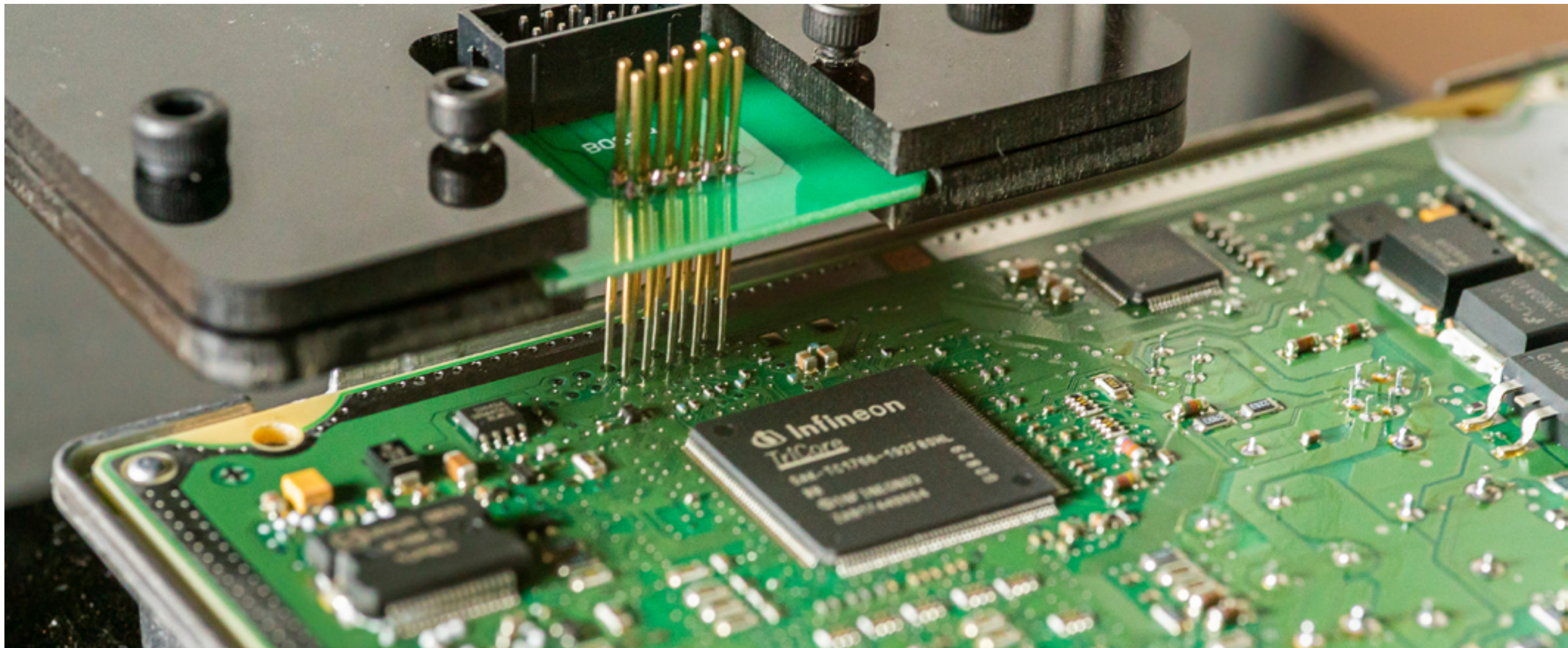
Инвестиционный
обзор №283
17 ноября 2023
ffin.global

Причины для покупки:

• **Высокий спрос на полупроводники как стабильный драйвер высокого роста выручки.** Infineon Technologies отчиталась за 2023 финансовый год выручкой, превысившей общерыночные ожидания: показатель увеличился на 15% г/г, достигнув 16,31 млрд евро при консенсусе 16,22 млрд. Маржа выросла на 30% г/г, до 27%, или 4,4 млрд евро. Дивиденд повышен с 0,32 до 0,35 евро на акцию. Прогноз компании на 2024 финансовый год предполагает выручку в пределах 16,5–17,5 млрд евро и инвестиции около 3,3 млрд евро, скорректированная валовая прибыль ожидается на уровне 45%.

- **Рекомендации ведущих инвестдомов.** На текущий момент Infineon Technologies покрывают 30 инвестбанков. Из них 25, в том числе Bernstein, Citi, Oddo BHF, советуют покупать бумагу с целью 45 евро, а Stifel – с таргетом 46. Остальные инвестдома дают рекомендацию «держаться», а средняя цель по акции составляет 44,52 евро.
- **Техническая картина.** Акции Infineon Technologies за последнее время преодолели наклонный канал и пытаются пробить вверх уровень сопротивления 33 евро. В случае успеха возможен рост котировки до 40 евро.

Среднесрочная идея	
Infineon Technologies AG	
Тикер на Xetra	IFX
Текущая цена	32,97 евро
Целевая цена	40 евро
Потенциал роста	21,21%



Freedom Holding Corp. отчитался ростом квартальной выручки в 2,4 раза

За три месяца, закончившиеся 30 сентября 2023-го и 2022 года, выручка Freedom Holding Corp. составила \$435,6 млн и \$180,1 млн соответственно. Столь значительное улучшение результата связано в основном с ростом процентных доходов, чистой выручки от торговых ценных бумаг, доходов от страховых компаний и увеличением комиссионных доходов между двумя периодами.

Увеличению выручки холдинга на 142% во втором квартале текущего финансового года способствовало:

- Повышение процентных доходов на 261%, или \$154,1 млн. Как и в прошлом квартале, это обусловлено увеличением собственного портфеля ценных бумаг, а также выданных банковских займов. Во втором квартале клиенты брокера продолжили более активно торговать, финансируя собственные позиции с помощью маржинального кредитования.
- Увеличение чистой прибыли от торговых ценных бумаг на 464%, или \$41,8 млн. В течение отчетного периода Freedom Holding Corp. реализовал прибыль по торговым ценным бумагам в размере \$41,1 млн. Ее большая часть была получена посредством продажи долговых ценных бумаг Министерства финансов Республики Казахстан. Также холдинг признал нереализованную чистую прибыль в объеме \$9,7 млн в связи с позициями по ценным активам, которые не были проданы по состоянию на 30 сентября 2023 года. Большая часть данной прибыли приходится на долговые финансовые инструмент Минфина РК и Казмунайгаза.
- Рост доходов от страховой деятельности на 121%, или \$31,8 млн, в связи с продолжающимся расширением данного направления бизнеса.
- Увеличение комиссионных доходов на 34%, или \$28,5 млн, обусловленное общим расширением операционной деятельности холдинга. Среди драйверов роста этого показателя поступления от обработки платежей в Paybox Technologies и ее дочерних компаниях, а также повышение комиссионных доходов от банковских услуг Freedom Bank в связи с увеличением объема обслуживания платежных карт.

Расходы Freedom Holding Corp. во втором квартале 2024 фискального года увеличились на 154%, или \$182,6 млн. Этому способствовали рост процентных расходов, повышение заработной платы и премий ввиду активного развития бизнеса и деятельности холдинга, а также интеграции целей по приобретению компаний.

Главные критерии, повлиявшие на изменение расхода:

- Увеличение процентных расходов на 241%, или \$98,5 млн, которое повлекло их повышение по краткосрочному финансированию посредством соглашений репо в связи с расширением объема такого финансирования, а также повышение процентных расходов по депозитам клиентов.
- Рост расходов на заработную плату и бонусы на 132%, или \$22,8 млн который произошел из-за расширения деятельности холдинга и в целом усиления рабочей силы за счет найма и приобретений.

Чистая прибыль холдинга достигла \$115,4 млн. Прибыль на акцию FRHC, рассчитанная исходя из средневзвешенного количества акций в 58,5 млн штук, составила \$1,97. Прочий совокупный доход увеличился с \$10,3 до \$87,8 млн.

Активы холдинга выросли на 40% по сравнению со значением на 31 марта 2023 года – с \$5,085 млн до \$7,138 млн. Обязательства увеличились на 44% – с \$4,314 млн до \$6,224 млн.

По состоянию на 30 сентября 2023 года количество брокерских клиентских счетов холдинга достигло 434 тыс., став на 9% выше показателя на 30 июня.



Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global



Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №283

17 ноября 2023

ffin.global

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.