

№284 30 ноября 2023 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Нефть играет на стороне ФРС

Цена WTI скорректировалась почти на 20% с сентябрьских максимумов, вкупе с удешевлением бензина до самых низких отметок года это будет способствовать замедлению инфляции

Казахстан

Рекорды осеннего марафона

Узбекистан

Рост под вопросом

Россия

У непокоренных вершин

Германия

В шаге от рекорда



Содержание



Рынок США. Нефть играет на стороне ФРС.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Время взвесить будущие риски.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 28 ноября.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. Southern Copper: вверх на медных драйверах.....	11
Оptionная идея. IRON CONDOR ON TGT.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
IPO UL Solutions Inc. Многопрофильный сервис контроля.....	15
Рынок Казахстана. Рекорды осеннего марафона.....	16
Инвестиционная идея. Казахтелеком. Устойчивая связь с финансовым успехом.....	18
Российский рынок. У непокоренных вершин.....	19
Рынок Узбекистана. Рост под вопросом.....	24
Рынок Германии. В шаге от рекорда.....	26
Среднесрочная идея. Continental AG. Прибыль на прокачку.....	28
Новости Freedom Holding Corp.....	29
Контакты.....	30

Инвестиционный
обзор №284
30 ноября 2023
ffin.global

Фондовый рынок США

Нефть играет на стороне ФРС

Котировки нефти WTI движутся вниз пятую неделю подряд, в том числе из-за переноса министерской встречи ОПЕК+ с 26 на 30 ноября. От максимумов сентября они скорректировались уже примерно на 20%. Котировки фьючерсов на бензин в Штатах достигли самых низких отметок года, что способствует замедлению инфляции



Новости одной строкой:

- 14.11.2023** Потребительская инфляция в США за октябрь замедлилась с сентябрьских 3,7% до 3,2% г/г
- 16.11.2023** Загрузка производственных мощностей Штатов в октябре достигла двухлетнего минимума на уровне 78,9%
- 22.11.2023** Заседание ОПЕК+ было перенесена с 26 на 30 ноября из-за отсутствия консенсуса в отношении квот на добычу в 2024 году
- 24.11.2023** Индекс доллара (DXY) опустился до минимума с августа, так как рынок ожидает, что ФРС больше не будет повышать ставку

По состоянию на 28.11.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	1,00%	10,86%
QQQ	Индекс NASDAQ100	0,90%	12,80%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,25%	9,13%
UUP	Доллар	-0,31%	-2,54%
FXE	Евро	0,31%	3,47%
XLF	Финансовый сектор	1,06%	12,50%
XLE	Энергетический сектор	0,28%	0,35%
XLI	Промышленный сектор	0,69%	10,27%
XLK	Технологический сектор	0,88%	14,46%
XLU	Сектор коммунальных услуг	0,64%	6,74%
XLV	Сектор здравоохранения	2,25%	6,49%
SLV	Серебро	2,39%	5,15%
GLD	Золото	1,01%	-0,34%
UNG	Газ	-4,06%	-17,92%
USO	Нефть	0,10%	-9,62%
VXX	Индекс страха	-6,14%	-35,67%
EWJ	Япония	0,42%	8,28%
EWU	Великобритания	1,21%	7,55%
EWG	Германия	0,82%	13,93%
EWQ	Франция	1,07%	11,70%
EWI	Италия	0,77%	12,79%
GREK	Греция	0,98%	11,87%
EEM	Страны БРИК	0,46%	8,24%
EWZ	Бразилия	0,84%	12,83%
RTSI	Россия	1,88%	3,70%
INDA	Индия	0,32%	5,19%
FXI	Китай	0,92%	2,69%

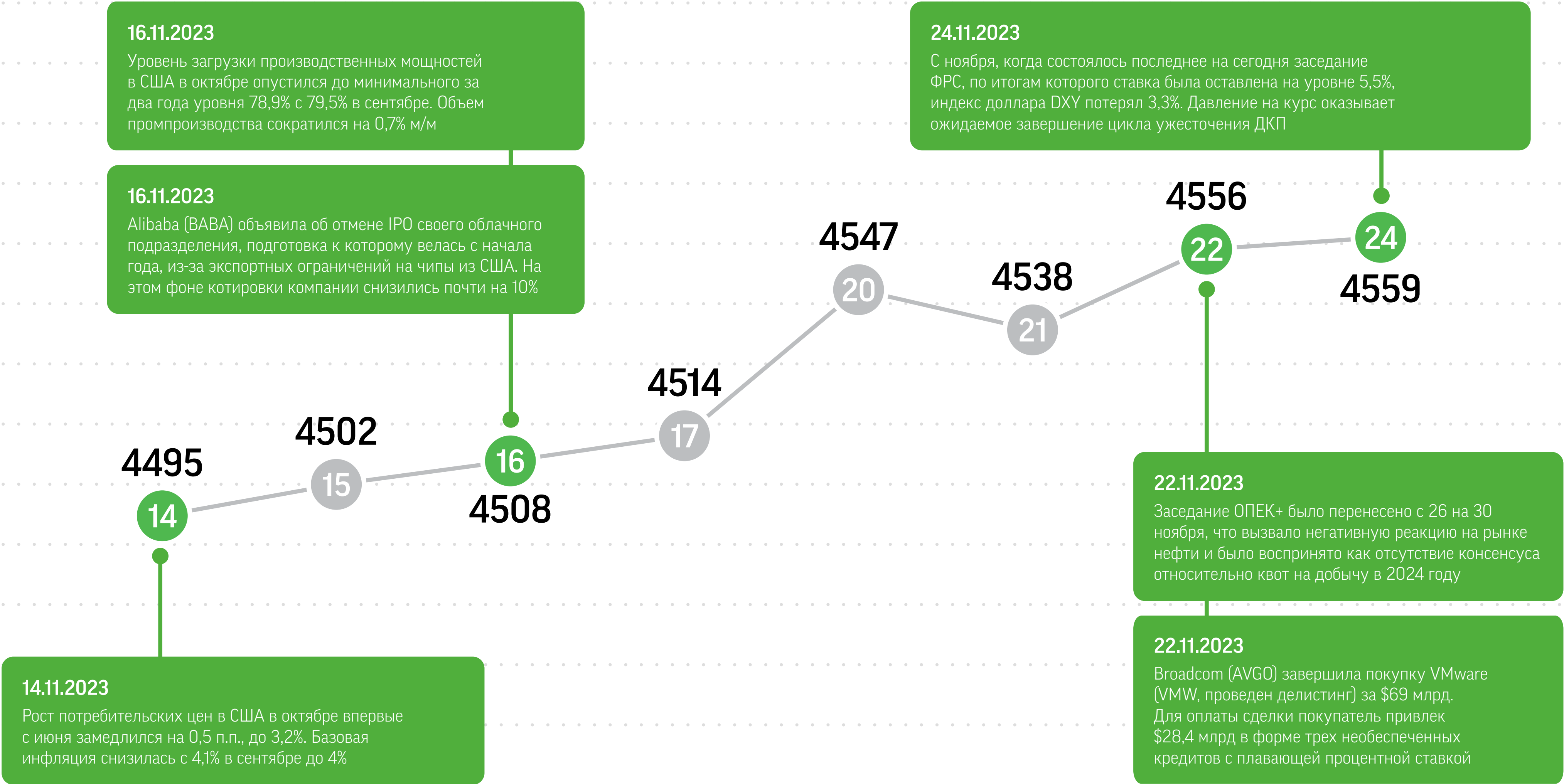


Инвестиционный
обзор №284
30 ноября 2023
ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (14.11.2023 – 24.11.2023)



В последнее время мы с полным на то основанием много говорили об устойчивости американской экономики и фондового рынка. Однако перед выпуском стратегического и инвестиционного обзоров на 2024 год, в которых можно будет найти много информации о перспективах отдельных секторов и акций, хотелось бы затронуть темы рисков следующего года. Очень важно, чтобы инвестор понимал, какие вызовы могут ждать его в будущем и какие меры для их преодоления стоит предпринять. Первым делом стоит упомянуть перспективу длительного периода сохранения высоких ставок. Связанный с ней риск заключается в том, что ФРС не будет смягчать ДКП в ближайший год из-за устойчиво высокой инфляции. Пока макростатистика указывает на ее замедление, но тренд может измениться на фоне сильного потребления. Это вызовет переоценку активов на рынке: долгосрочные казначейские облигации США и акции подвергнутся распродажам. Вероятность такого развития событий ниже 50%, но на случай реализации этого сценария стоит иметь пут-опционы на широкий американский рынок в первой половине года. Второй риск — это ослабление потребительской активности. Избыточные сбережения сильно сократились: на конец третьего квартала с постковидных пиков 2021 года на уровне около \$2,1 трлн их объем уменьшился до \$530 млрд (расчеты Freedom Broker). Вероятно, именно избыточные сбережения стали причиной сильного потребления, которое стало основным драйвером роста ВВП в текущем году. Мы обсуждали эту тему в августе на фоне новостей о достижении задолженностью по кредитным картам в США отметки \$1 трлн. Просрочка по кредиткам пока остается на локальных минимумах, то есть потребитель еще не накопил долги, чтобы покрывать ставшие привычными траты. Ослабление потребления введет экономику в рецессию, поэтому инвестору стоит диверсифицировать портфель за счет акций разных секторов с условием, что их эмитенты будут показывать устойчивый рост выручки и прибыли даже в условиях спада. С примерами диверсифицированных портфелей можно будет ознакомиться в нашем стратегическом и итоговом инвестиционном обзоре.

Геополитический риск один из самых сложных для прогнозов, но с учетом активизации военных операций по всему миру исключать его не стоит. Резкое обострение конфликтов на Ближнем Востоке или Тайване негативно повлияет на динамику локальных индексов. Однако клиентам Freedom Broker ловить такие всплески мы бы не советовали, так как они сложно прогнозируемы и очень волатильны. Для минимизации угроз стоит включить в портфель инструменты нефтегазового сектора (The Energy Sector SPDR Fund, XLE), ВПК (iShares U.S. Aerospace & Defense ETF, ITA), а также, возможно, золото (SPDR Gold Trust, GLD). Первые два актива показывают более стабильную доходность при любой волатильности, а вложения в золото станут защитой на случай форс-мажора.

В этом тексте мы затронули только три основных риска и основные способы от них защититься. Более полный список можно будет найти в стратегическом обзоре. Важно помнить, что, если рынок растет, не стоит оставаться от него в стороне из-за усиления рисков. Нужно правильно оценить ситуацию: «индекс страха» VIX сейчас на локальных минимумах 12,66 пункта, поэтому покупка 30-дневной страховки (опциона пут) на широкий рынок сейчас обойдется максимально дешево для постпандемного периода.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4500–4650 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Важные новости

Рост потребительских цен в Штатах существенно замедлился: в октябре он составил 3,2% г/г при консенсусе 3,3% после 3,7% в сентябре. В расчете месяц к месяцу зафиксирована нулевая динамика. Базовая инфляция (без учета цен на топливо и продукты питания) замедлилась с 4,1% в сентябре до 4% г/г в октябре (+0,2% м/м).

Уровень загрузки производственных мощностей в США за октябрь сократился на 0,6% м/м, до минимальных с того же месяца 2021-го 78,9%. Объем промышленного производства снизился на 0,7% м/м после увеличения на 0,19% в сентябре. Консенсус предполагал снижение промпроизводства на 0,3%. Более широкий показатель, включающий добычу природных ископаемых, а также электро- и газоснабжение снизился в октябре на 0,6% м/м.

Плановое заседание участников соглашения ОПЕК+ на уровне министерств было перенесено с 26 на 30 ноября, что стимулировало снижение котировок нефти, которое продолжается пятую неделю подряд. Рынок воспринял перенос встречи как признак неспособности прийти к компромиссу относительно лимитов нефтедобычи на 2024 год.

Индекс DXY, отражающий стоимость доллара относительно корзины из шести резервных валют, на 24 ноября снизился до 103,4 пункта — минимальной отметки с августа. Ослабление доллара обусловлено ожиданием завершения цикла ужесточения денежно-кредитной политики ФРС. С начала ноября DXY потерял более 3%.

Актуальные тренды

Обзор на 28 ноября

Глобальная картина

Глобальная картина

В течение последних двух недель S&P 500 прибавил 3,3%, NASDAQ 100 вырос на 2,9%, Dow Jones — на 3,2%. Главным позитивным драйвером для американского рынка стали данные инфляции, которая замедляется активнее, чем предполагали прогнозы. Ее динамика повышает вероятность завершения текущего цикла поднятия ставки ФРС и разворота регулятора к смягчению монетарных условий во второй половине 2024 года. С учетом более сильных, чем ожидалось, данных розничных продаж участники торгов все больше убеждаются в том, что ФРС достойно проводит «мягкую посадку» экономики. Инфляция замедляется, а деловая активность и состояние потребления остаются стабильными. Некоторую поддержку рынку оказало и принятие законопроекта о госфинансировании, который позволил предотвратить приостановку работы правительства. В течение предпоследней недели ноября рынки позитивно реагировали на новость о переходе бывшего главы OpenAI Сэма Альтмана в Microsoft (MSFT), где он продолжит работать в направлении ИИ. Продолжение тренда на снижение доходностей 10-летних гособлигаций США на фоне удачного размещения трежерис с длительной дюрацией также оказало поддержку сентименту.

Сезон отчетности за третий квартал можно считать завершенным. На начало последней ноябрьской недели отчиталось 96,4% компаний из индекса широкого рынка. Общий итог незначительно улучшился: EPS в среднем увеличилась на 4,8% (против 4,2% ранее), превысив прогнозы у 81% компаний, сюрприз в отношении этого показателя составил 7,7%. В то же время реакция инвесторов на корпоративные результаты и прогнозы стала более пессимистичной. За последние две недели котировки 10 из 17 отчитавшихся компаний с капитализацией выше \$20 млрд продемонстрировали снижение, тогда как в первой половине ноября позитивную реакцию на отчет-

ность акции показывали более чем в 60% случаев. Консенсус в отношении прибыли на акцию за четвертый квартал по-прежнему предполагает рост около 3,9% г/г.

В ближайшие две недели в фокусе рынка будут отчеты Broadcom (AVGO-US), Lululemon Athletica (LULU-US), AutoZone (AZO-US), The Kroger (KR-US), Dollar General (DG-US).

Макроэкономическая статистика

Статистические данные последних двух недель укладываются в концепцию «экономики Златовласки». С одной стороны, инфляция продолжает замедляться (базовый ИПЦ за октябрь вырос на 4% г/г при консенсусе 4,1%). С другой — розничные продажи оказались лучше прогнозов (базовый индекс розничных продаж повысился на 0,1%, притом что прогнозировалось сокращение на 0,2%). Вкупе с медленным увеличением числа первичных заявок на пособие по безработице и более сильными данными PMI от Markit за ноябрь (в сфере услуг индекс оказался равен 50,8 пункта при консенсусе 50,4) это сигнализирует об относительной устойчивости бизнес-активности. В следующие две недели инвесторы будут отслеживать статистику расходов на личное потребление, ценовой индекс PCE, показатели деловой активности, отчет по рынку труда и др.

Монетарная политика ФРС

Тезисы, которые содержались в «минутках» ФРС, усилили ожидания, что ключевая ставка уже находится на предельном для текущего цикла уровне. Из протокола последнего на сегодня заседания FOMC следует, что дополнительное ужесточение монетарных условий целесообразно только в случае приостановки тренда на замедление инфляции. В то же время сворачивание программы QT (сокращения баланса ФРС) может быть отложено на более поздний период.

Техническая картина

Среднесрочная ситуация для S&P 500 остается благоприятной, но локально число «медвежьих» факторов растет. Осциллятор RSI находится в зоне перекупленности с 20 ноября, что нетипично для индекса. Недавнее восходящее движение сопровождалось снижением объемов торгов. При этом за месяц бенчмарк прибавил почти 10%, что вместе с близостью к локальным пикам может указывать на повышенную вероятность коррекции в ближайшей перспективе.



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
SCCO	SOUTHERN COPPER CORP.	Добыча металлов и минералов	55 540	2023-11-24	72	84	2024-11-23	17%	Покупать
CAT	CATERPILLAR INC.	Машиностроение	125 998	2023-11-10	248	283	2024-11-09	14%	Покупать
CROX	CROCS, INC.	Одежда и предметы роскоши	6 123	2023-10-27	101	131	2024-10-26	30%	Покупать
SBUX	STARBUCKS CORPORATION	Гостиницы, рестораны и досуг	115 011	2023-10-13	101	110	2024-10-12	9%	Держать
KHC	THE KRAFT HEINZ COMPANY	Продукты питания	43 076	2023-09-29	35	44	2024-09-28	25%	Покупать
FTNT	FORTINET, INC.	Программное обеспечение	40 538	2023-09-15	53	75	2024-09-14	42%	Покупать
GOOGL	ALPHABET INC.	Интерактивные медиа и сервисы	1 605 549	2023-09-01	137	151	2024-08-31	10%	Покупать
BIDU	BAIDU	Информационные технологии	34 917	2023-08-18	120	180	2024-08-17	50%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	32 951	2023-11-09	227	300	2024-11-08	32%	Покупать
AMD	ADVANCED MICRO DEVICES, INC.	Производство полупроводников	197 107	2023-08-01	122	145	2024-07-31	19%	Покупать
LTHM	LIVENT CORP.	Химическая промышленность	2 435	2023-05-15	14	33	2024-05-14	144%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	7 954	2023-10-03	12	18	2024-10-02	48%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	27 983	2023-06-01	128	152	2024-05-31	19%	Покупать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	1 742	2023-08-18	9	10	2024-08-17	17%	Покупать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	64 551	2023-08-18	113	134	2024-08-17	18%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 519 413	2023-08-03	147	180	2024-08-02	22%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	735	2023-08-18	2	10	2024-08-17	298%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	11 811	2023-07-25	53	82	2024-07-24	56%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	19 472	2023-08-18	85	111	2024-08-17	32%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	146 159	2023-08-18	94	115	2024-08-17	22%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	23 684	2023-08-18	28	38	2024-08-17	37%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	2 015	2023-08-18	6	7	2024-08-17	30%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	14 622	2023-08-18	106	115	2024-08-17	8%	Держать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	1 892	2023-08-18	4	7	2024-08-17	93%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	830	2023-08-18	2	5	2024-08-17	127%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	140 895	2023-08-02	127	140	2024-08-01	11%	Покупать



Инвестиционный
обзор №284
30 ноября 2023
[ffin.global](#)



Для компаний Dish Network Corp. (DISH), Farfetch Ltd (FTCH), Live Nation Entertainment (LYV) и Peloton Interactive (PTON) в качестве целевой цены представлен консенсус FactSet.
Компании Sunrun (RUN) и American Tower Corp. (AMT) исключены ввиду реализации потенциала роста.

Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



Инвестиционный
обзор №284

30 ноября 2023

ffin.global



16 ноября китайский гигант электронной коммерции **Alibaba (BABA)** представил отчетность за третий квартал. На фоне публикации котировки компании упали почти на 10%. Причиной этого стала совершенно неожиданная новость об отмене IPO облачного подразделения Alibaba, подготовка к которому велась с начала 2023 года. Компания объяснила отказ от проведения размещения новыми экспортными ограничениями на чипы из США, которые, по расчетам компании, серьезно ослабят продуктивное предложение облачных подразделений и сузят линейку услуг по текущим контрактам, а также ограничат возможности технологической модернизации подразделения. С учетом этого Alibaba назвала перспективы своего облачного бизнеса неопределенными.

Риторика менеджмента может означать резкое ослабление позиций холдинга в ИИ-гонке в КНР. В свою очередь, конкуренты Alibaba в облачном бизнесе Tencent и Baidu заявили, что новые экспортные ограничения оказывают на их деятельность минимальное влияние, так как они заранее закупили необходимое оборудование для тренировки своих ИИ-моделей на годы вперед. Контрастирующее с оптимизмом конкурентов заявление Alibaba привело к резкому снижению ее рыночной оценки, так как облачное подразделение воспринималось как один из главных драйверов роста холдинга. Одновременно компания впервые объявила дивиденды, что может быть расценено инвесторами как знак негативного пересмотра перспектив дальнейшего расширения бизнеса (впрочем, неизвестно, будут выплаты единоразовыми или станут постоянными). Ситуацию усложнила сопутствующая новость о планах семейного траста Джека Ма продать 10 млн АДР компании (0,4% общего объема акций), хотя от этой идеи позже было решено отказаться.

В условиях сильной конкуренции, сдерживающей рост основного для компании розничного подразделения, а также на фоне проблем в облачном сегменте перспективными направлениями для Alibaba остаются только зарубежная торговля и логистика. В то же время их масштаба может оказаться недостаточно для улучшения показателей всего холдинга в соответствии с общими ожиданиями. Мы понижаем целевую цену по акции BABA со \$150 до \$140, сохраняя рекомендацию «покупать».



Руководство OpenAI, стартапа, стоящего за разработкой популярного чат-бота ChatGPT, 17 ноября сообщило об отставке основателей компании Сэма Альтмана и Грега Брокмана, так как первый «не был последовательно откровенен в коммуникации с советом директоров». Затем стало известно, что Альтман, Брокман и ряд сотрудников OpenAI войдут в подразделение **Microsoft (MSFT)**, специализирующееся на передовых разработках в сфере ИИ. Некоторые сотрудники OpenAI получили публичные приглашения от Salesforce (CRM). На короткое время CEO OpenAI был назначен Эммет Шир, сооснователь и бывший глава Twitch. Однако уже 21 ноября из-за заявлений более 700 из 770 сотрудников OpenAI о намерении покинуть компанию на пост ее главы вернулся Альтман. За его возвращение активно выступали инвесторы компании, а вынудивший Альтмана подать в отставку совет директоров был распущен. В его новый состав войдут Грег Брокман (это было одним из условий возвращения Альтмана), экс-глава Salesforce Брет Тейлор займет пост председателя СД. Также в его составе будут бывший министр финансов США Ларри Саммерс и Адам Д'Анджело (CEO Quora). Всего в новом совдире должно быть девять членов, в том числе представитель Microsoft. Ситуация в компании стабилизируется, Альтман планирует продолжить тесное сотрудничество с Microsoft (MSFT). Сделка по продаже акций сотрудников OpenAI, исходя из оценки компании на уровне \$86 млрд, возобновлена.

Реальные причины первоначального увольнения Сэма Альтмана до сих пор остаются неизвестными. Среди наиболее вероятных называют крайне агрессивную стратегию по коммерциализации ИИ без учета всех рисков. По данным Reuters, незадолго до отставки CEO OpenAI несколько научных сотрудников компании обратились к ее руководству с письмом о потенциальных угрозах для человечества, содержащихся в продуктах с использованием ИИ. Технический директор OpenAI Мира Мурати позже признала, что такое письмо действительно было написано, а также рассказала о существовании проекта Q*. Некоторые исследователи в OpenAI считают этот проект прорывом на пути создания общего искусственного интеллекта (artificial general intelligence, AGI), который сможет научиться решать любые задачи не хуже, а возможно, и лучше человека. Источники Reuters сообщают, что новая модель OpenAI решает математические задачи уровня начальной школы, что вызывает сильный оптимизм у создателей, ведь освоение математики считается одним из ключевых этапов появления AGI. Возвращение Альтмана на позицию главы OpenAI позволит компании далее реализовать свою стратегию в области развития ИИ в соответствии с представлениями руководства и ключевых инвесторов, среди которых Microsoft. Технологическая гонка ускоряется, и никто из ее ключевых участников не готов отставать от конкурентов. В ближайшие кварталы мы увидим активное расширение применения технологий ИИ и их монетизации такими компаниями, как Microsoft.



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков



NVIDIA Corporation (NVDA) представила очередной сильный квартальный отчет и гайденс на этот квартал, превзойдя все ожидания инвесторов. Компания остается ключевым бенефициаром ИИ-революции, при этом быстро расширяя свою продуктовую линейку, чтобы предоставлять своим клиентам более комплексные решения. NVIDIA Corporation (NVDA) представила очередной сильный квартальный отчет и дала уверенный гайденс на октябрь-декабрь. И результаты, и прогнозы значительно превзошли ожидания инвестсообщества. Компания остается ключевым бенефициаром ИИ-революции, поэтому быстро расширяет линейку востребованных у клиентов продуктов с высокой добавленной стоимостью и услуг. Это позволяет не только существенно нарастить объемы бизнеса, но и повысить его прогнозируемость и рентабельность. NVIDIA продолжит увеличивать выручку сегмента дата-центров в этом и следующем году на фоне сильного спроса и расширяющихся производственных мощностей TSMC. По словам менеджмента NVIDIA, эффект от новых мер экспортного контроля США окажет существенный негативный эффект на выручку в IV квартале и это уже учтено в гайденсе. Новые, «урезанные» чипы, как подтвердили представители руководства компании, будут представлены в ближайшие месяцы. Детальных оценок эффекта на будущие доходы NVIDIA не дала. Мы ожидаем, что новые чипы позволят почти полностью компенсировать доходы в будущих периодах. При этом NVIDIA демонстрирует результаты лучше среднерыночных в игровом сегменте, у нее сохраняется нереализованный потенциал выпуска SoC-чипов для ПК в 2025 году. Мы оцениваем квартальный отчет компании умеренно позитивно с учетом сохраняющихся рисков из-за мер экспортного контроля.

Выручка NVIDIA за третий финансовый квартал 2024 года выросла на 206% г/г, до \$18,1 млрд (+34% кв/кв), что оказалось намного лучше самых смелых ожиданий. Гайденс менеджмента предполагал повышение показателя в пределах 159–170% г/г, до \$15,7–16,3 млрд, а рынок в среднем придерживался верхней границы прогнозного диапазона (\$16,2 млрд). Скорректированная EPS увеличилась в 6,9 раза к прошлогоднему уровню, достигнув \$4,02. Этот результат на 19% превысил консенсус \$3,37. Наши ориентиры в отношении выручки и EPS NVIDIA также были более консервативными. Повышение первого показателя мы закладывали на уровне 180% г/г – преимущественно за счет высоких доходов сегмента Data Center на фоне увеличения средних цен (ASP) из-за ажиотажного спроса, а также более сильного, чем у конкурентов, роста в сегменте потребительских GPU.

Динамика доходов NVIDIA от Data Center также продолжает опережать ожидания. Компания развивает целостную экосистему ИИ – от чипов и сетевого оборудования до ПО и специализированных услуг. Ускоренный цикл обновления поколений микросхем (с двух лет до года) дополнительно усиливает конкурентные позиции эмитента. Выручка сегмента Data Center выросла на 279% г/г, до \$14,5 млрд (+41% кв/кв), хотя рынок ожидал ее увеличения на 238% г/г. Ключевыми драйверами

роста остаются продажи HGX Grace Hopper (CPU+GPU), предназначенных для обучения и работы больших языковых моделей ИИ, и сетевое оборудование InfiniBand. Также недавно начались поставки ускорителей L40S, используемых в классических серверах для обучения и работы моделей ИИ, а кроме того, для повышения производительности при работе с метавселенными и графикой. Доля ускорителей предыдущих поколений на базе архитектуры Ampere (чипы A100, A800) в общей структуре продаж сокращается.

Отчетный период стал первым полным кварталом продаж чипа GH 200 Grace Hopper (CPU + GPU), который оказался очень востребован корпорациями, научными учреждениями и госсектором. NVIDIA получила огромное количество заказов, в том числе от German Supercomputing Center (Jülich), разрабатывающей суперкомпьютер с мощностью более 90 эксафлопс. На данный момент, по оценкам компании, общая вычислительная мощность запланированных к созданию суперкомпьютеров на базе Grace Hopper превышает 200 эксафлопс. Для их обеспечения потребуется 50 тыс. чипов.

Выручка подсегмента сетевого оборудования повысилась на 155% г/г, превысив \$10 млрд в годовом выражении (annual run rate). Квартальная выручка составила примерно \$2,5–3 млрд (~20% от совокупной выручки сегмента Data Center). С первого квартала следующего года NVIDIA начнет поставки Ethernet-коммутаторов Spectrum-X, которые обеспечат подсегмент дополнительным драйвером роста.

NVIDIA начинает формировать существенный рекуррентный доход от своих сервисов и ПО. План компании в отношении рекуррентной выручки (ARR) от ПО и сервисов предполагает объем \$1,0 млрд. Этот результат должен быть достигнут в первую очередь благодаря продуктам DGX Cloud (AI training) и NVIDIA AI Enterprise (AI inference). Отложенная выручка, отражающая доходы от ПО и услуг, увеличилась в 2,2 раза год к году, достигнув \$1,27 млрд (+78% кв/кв).

Усиление спроса на продукты NVIDIA обусловлено необходимостью обработки запросов для ИИ-моделей (inference), а не обучения (training). В данной области важным достижением компании можно считать релиз открытой библиотеки NVIDIA TensorRT-LLM, использование которой повышает производительность ИИ-моделей почти в два раза. При этом совместное использование недавно анонсированного GPU-ускорителя Hopper H200 с памятью HBM3e и NVIDIA TensorRT-LLM позволяет обеспечить прирост производительности уже в четыре раза.

Несмотря на довольно сдержанные комментарии менеджмента NVIDIA относительно долгосрочного эффекта новых мер экспортного контроля США, мы ожидаем, что адаптированные под них чипы позволят почти полностью компенсировать потенциальное выпадение доходов. В текущем квартале изменение правил экспорта продукции NVIDIA приведет к существенному снижению доходов компании в Китае, Вьетнаме, некоторых странах Ближнего Востока. Менеджмент подтвердил, что в ближайшие месяцы представит новые «урезанные» чипы для подпадающих под экспортные ограничения рынков, но не ожидает материального эффекта от этой меры в текущем квартале. Сейчас NVIDIA пытается получить лицензии на поставки чипов некоторым клиентам. Менеджмент



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

не дает среднесрочных или долгосрочных прогнозов по эффекту мер экспортного контроля или их смягчения на фоне выпуска упрощенных версий чипов.

Выручка Gaming-сегмента выросла на 81,4% г/г, до \$2,86 млрд (+14,9% кв/кв), при консенсусе \$2,68 млрд (+70,4% г/г). Результаты продаж оказались лучше, чем в целом по рынку. Совокупные поставки ПК, по данным IDC, в апреле-июне упали на 9% г/г. Негативным фактором стал сократившийся на те же на 9% г/г объем реализации консолей Nintendo Switch, для которой NVIDIA является эксклюзивным поставщиком GPU. Платформа облачного гейминга GeForce NOW продолжает рост, и этот квартал отметился добавлением крупных и требовательных к производительности AAA-игр, что, вероятно, позволит существенно увеличить приток пользователей. Также сохраняется нереализованный потенциал выпуска SoC-чипов для ПК в 2025 году, о которых по-прежнему ничего не известно.

Выручка ProfVis увеличилась на 108% г/г, до \$0,42 млрд (+9,7% кв/кв), при общерыночных ожиданиях на уровне \$0,38 млрд. Менеджмент доволен динамикой продаж, а также отмечает новый активно развивающийся сегмент бизнеса, связанный с обработкой изображений в сфере здравоохранения и с клиентами из государственного сектора. Компания продолжает развивать NVIDIA Omniverse Cloud, инструментарий для разработки и применения приложений промышленных метавселенных, куда были добавлены инструменты для симуляции работы фабрик и автономных транспортных средств.

Выручка Auto-сегмента выросла лишь на 4% г/г, до \$0,26 млрд (+3,2% кв/кв), что в целом совпало с консенсусом. NVIDIA заключила соглашение с Foxconn, которая планирует стать ODM-производителем электротранспорта. Неприятной новостью, появившейся за пару дней до отчета, стал судебный иск немецкой компании Valeo Schalter und Sensoren, которая обвинила NVIDIA в присвоении данных, составляющих коммерческую тайну, что якобы позволило компании существенно ускорить разработку своего ПО и сэкономить сотни миллионов долларов.

Рентабельность NVIDIA уверенно повышается на всех уровнях благодаря сильному росту продаж, особенно в сегменте Data Center, а также за счет реализации ранее списанных запасов и эффективного контроля операционных затрат. Валовая маржа Non-GAAP продолжила рост и по итогам квартала достигла 75% (консенсус: 72,4%). Non-GAAP операционная маржа достигла 63,8% (консенсус: 59,6%). При этом рост операционных затрат компании удалось ограничить 16% г/г.

Гайденс менеджмента NVIDIA на октябрь-декабрь благодаря сильному спросу на продукты в сегменте Data Center, восстановлению игрового направления, интенсивному расширению производственных мощностей TSMC и активному развитию продуктовой линейки оказался значительно сильнее общерыночных ориентиров. Выручка, по расчетам руководства NVIDIA, должна увеличиться на 224–237% г/г, до \$19,6–20,4 млрд, при валовой марже non-GAAP в диапазоне 75–76% и операционной в пределах 63,8–65,2% при консенсусе FactSet \$18 млрд (+197% г/г), около 72% и 60% соответственно. На этом фоне менеджмент ориентируется на рост скорректированной EPS в 4,8–5

раз от прошлогодних уровней, до \$3,24–3,42, что на 12–17% превышает средние прогнозы FactSet. Мы сохраняем рекомендацию «покупать» по акции NVDA и повышаем целевую цену с \$600 до \$625.



Broadcom (AVGO) получила разрешение китайского регулятора на приобретение VMware (VMW, проведен делистинг) с рядом поведенческих ограничений и 22 ноября осуществила эту сделку стоимостью \$69 млрд. Как и предполагали ее первоначальные условия, покупка была на 50% оплачена акциями, на 50% – денежными средствами, хотя держатели 96%-го пакета VMware первоначально изъявили желание получить компенсацию в форме бумаг AVGO (коэффициент конвертации составлял 0,2520 AVGO к 1,0 VMW). Для оплаты приобретения Broadcom привлекла \$28,4 млрд долга в форме трех необеспеченных кредитов с плавающей процентной ставкой. Сделка не повлияет на политику компании по управлению капиталом. Менеджмент планирует довести долговую нагрузку по NetDebt/EBITDA ниже целевых уровней 2,5x на горизонте двух лет после закрытия сделки. 9 декабря Broadcom проведет презентацию квартальных результатов, на которой поделится планами объединенной компании и финансовыми гайденсами.

В результате слияния будет сформирован мировой лидер сектора технологической инфраструктуры с сильным портфелем производимого оборудования (Broadcom) и одними из лучших программных решений (VMware) в сегменте виртуализации и кибербезопасности. Объединенная компания сможет получить существенную выгоду от повышения эффективности продаж и объединения клиентских баз, улучшенной интеграции оборудования с программным обеспечением, более комплексного подхода к исследованиям и разработке, а также оптимизации административных и прочих операционных затрат. Еще в 2022 году во время анонса покупки VMware менеджмент прогнозировал, что сделка принесет Broadcom дополнительно около \$8,5 млрд EBITDA в 2023 году. С учетом наших ориентиров в отношении EBITDA VMware на уровне \$4,9 млрд это соответствует около \$3,6 млрд синергетического эффекта от увеличения объемов реализации и сокращения издержек. С учетом актуальной оценки менеджментом потенциального синергетического эффекта и наших прогнозов финансовых метрик двух отдельных компаний мы ожидаем, что в 2024 году консолидированная EPS составит около \$48,1. На десятилетнем горизонте VMware в среднем торговалась с премией около 40% по мультипликатору P/E NTM. При текущей структуре доходов консолидированной компании справедливый уровень этого коэффициента составляет 21x, что соответствует целевой цене акции AVGO \$1000. Несмотря на небольшой потенциал роста котировок этой бумаги, мы даем рекомендацию «покупать» и ожидаем, что 9 декабря менеджмент поделится более оптимистичным и детализированным прогнозом в отношении консолидированного бизнеса, чем наши первичные оценки. Это позволит пересмотреть таргет по данной бумаге вверх.



Инвестиционная идея

Southern Copper: вверх на медных драйверах

Акции Southern Copper интересны для покупки с целевой ценой \$84

Тикер	SCCO
Цена акций на момент анализа	\$71,80
Целевая цена акций	\$84,00
Потенциал роста	16,93%

Причины для покупки:

Доминирующее положение компании в отрасли. Southern Copper (SCCO) – американская «дочка» Grupo Mexico, генерирующая 82% выручки за счет поставок меди. Обладает одной из крупнейших в мире ресурсных баз с самым длительным циклом освоения месторождений среди конкурентов и, как следствие, самым высоким потенциалом для наращивания производства. Как один из лидеров металлургической и горнодобывающей промышленности, компания обладает достаточными мощностями для экономии на масштабе, конкуренции в ценообразовании и горизонтальной интеграции.

Ситуация в экономике КНР и перспективы мирового спроса на медь. Медь широко применяется в различных отраслях промышленности, спрос на нее растет с повышением уровня жизни во всем мире, а также с развитием тренда на электрификацию транспорта (по прогнозам, к 2050 году доля EV превысит 40%), развертыванием сетей 5G, развитием технологий IoT, расширением числа дата-центров и т.д. Цены на медь приблизились к двухмесячному максимуму на фоне ослабления доллара и ожидаемого повышения спроса на фоне планов китайского руководства поддержать индустрию недвижимости. Дополнительным драйвером роста медных котировок стали проблемы с ее поставками из Панамы. Индекс доллара находится на минимуме за два месяца ввиду укрепления уверенности инве-

сторов в том, что текущий цикл повышения ставки ФРС завершен. Ослабление доллара делает цены на цветные металлы относительно более низкими для держателей других валют. Активное замедление потребительской инфляции усилило уверенность рынка в том, что ФРС оставит ставки без изменений в декабре, а вероятность их снижения в мае 2024-го оценивается примерно в 60%.

Продажи недвижимости в Китае за октябрь сократились на 20% г/г и на 52% к значению за тот же период 2020 года. Ввод жилых помещений в эксплуатацию сократился на 21% г/г, число выданных ипотечных кредитов упало на 16%. Несмотря на стагнацию в секторе недвижимости, новые экономические стимулы, направленные на инфраструктурные проекты, могут подстегнуть активность китайских девелоперов в 2024 году. Продолжительный спад на рынке недвижимости КНР привел к тому, что власти решили выделить для его поддержки около \$138 млрд в дополнение к \$1,8 трлн, направленным на финансирование инфраструктурных проектов с начала года. Кроме того, Народный Банк Китая оставил базовую ставку на уровне 3,45%, что должно способствовать спросу на кредиты.

Проблемы Cobre Panama. Один из крупнейших в мире рудников и заводов по переработке меди (2% мирового предложения), которыми управляет First Quantum, остановил коммерческое производ-

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
SCCO	1,2%	(5,6%)	0,4%	(9,0%)	24,7%
S&P 500	0,1%	0,4%	10,6%	2,7%	14,9%
Russell 2000	(0,3%)	0,1%	8,7%	(3,6%)	(3,3%)
DJ Industrial Average	0,2%	0,9%	9,3%	2,5%	4,6%
NASDAQ Composite Index	0,3%	0,6%	13,0%	4,2%	29,3%



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



Инвестиционный
обзор №284
30 ноября 2023
ffin.global



Инвестиционная идея



ство из-за забастовок рабочих. Если проблемы с поставками сохранятся, это может оказать некоторую поддержку ценам на медь.

Техническая картина. На прошлой неделе цены на медь восстановились после нескольких месяцев снижения. В октябре котировки отскочили от нижнего

канала поддержки на уровне \$3,56 и поднялись до \$3,72, где сопротивление было сформировано фигурой «треугольник». Мы прогнозируем, что в течение года цена на медь вырастет в диапазон \$4,2–4,5.

Целевая цена по акции SCCO – \$84.

Инвестиционный
обзор №284

30 ноября 2023

ffin.global



Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Выручка	7 985	10 934	10 048	10 015	10 253	10 813	12 741	12 480	13 742
Основные расходы	4 738	4 744	5 487	6 106	6 242	6 152	5 966	5 758	5 564
Валовая прибыль	3 247	6 190	4 561	3 909	4 011	4 661	6 776	6 723	8 178
SG&A	126	125	125	125	128	135	159	155	171
EBITDA	3 896	6 871	5 232	3 038	2 969	3 430	5 320	5 480	5 644
Амортизация	776	806	796	746	915	1 097	1 297	1 531	1 562
EBIT	3 121	6 065	4 436	3 784	3 884	4 526	6 617	6 568	8 007
Процентные выплаты (доходы)	347	350	305	312	290	260	200	77	77
EBT	2 746	5 697	4 248	3 472	4 533	5 621	6 417	6 491	7 930
Налоги	1 174	2 299	1 596	1 042	1 360	1 686	1 348	1 363	2 379
Чистая прибыль	1 564	3 384	2 642	2 421	3 163	3 925	5 069	5 128	5 542
Dilluted EPS	\$2,03	\$4,39	\$3,41	\$3,14	\$4,05	\$5,12	\$6,61	\$6,69	\$7,17
DPS	\$1,50	\$3,20	\$3,50	\$2,61	\$3,37	\$4,25	\$5,49	\$5,56	\$5,95

Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	32%	37%	59%	66%	68%	73%	82%
ROA	15%	14%	19%	22%	27%	32%	39%
ROCE	28%	24%	24%	27%	38%	37%	37%
Выручка/Активы (x)	0,58x	0,60x	0,60x	0,61x	0,70x	0,67x	0,67x
Коэф. покрытия процентов (x)	13,04x	11,13x	11,42x	13,31x	19,46x	19,31x	23,54x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Валовая маржа	35%	41%	49%	39%	39%	43%	53%	54%	60%
Маржа по EBITDA	44%	49%	53%	30%	29%	32%	42%	44%	41%
Маржа по чистой прибыли	18%	20%	32%	24%	31%	36%	40%	41%	40%

Опционная идея

IRON CONDOR ON TGT



Инвестиционный
обзор №284
30 ноября 2023
ffin.global



Инвестиционный тезис

Target Corporation (TGT) – одна из ведущих розничных сетей в США, управляющая более чем 1950 дисконтными магазинами. История этой компании уходит корнями в 1902 год, когда Джордж Дейтон основал в Миннеаполисе универмаг Dayton Dry Goods Company. На конец 2022 года ритейлер занимал шестое место по размеру выручки в стране.

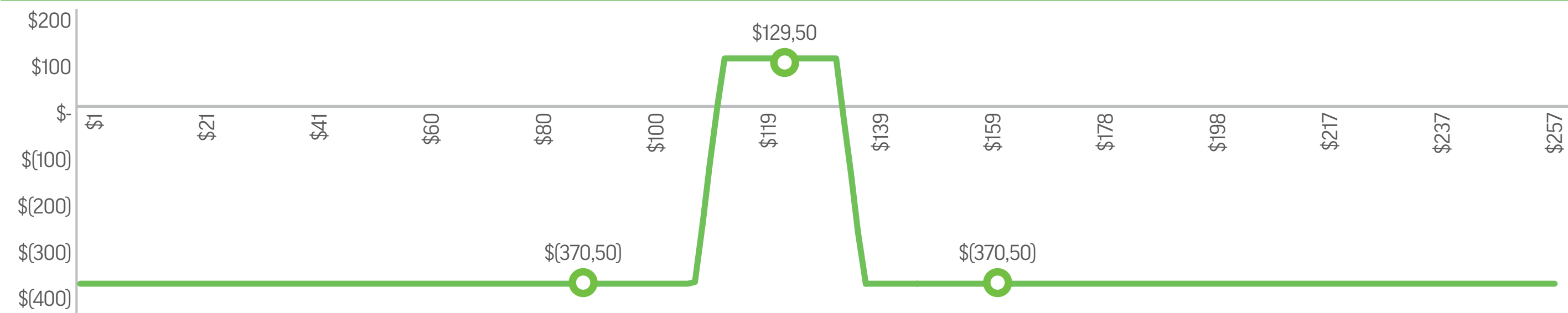
Почти все магазины Target площадью более 170 тыс. кв. футов предоставляют обширный ассортимент промтоваров (одежда, обувь, бытовая техника, товары для дома, игрушки, электроника, косметика, мебель) и полный спектр продуктов питания (около 24% общих продаж). Компания также активно развивает сегмент электронной коммерции (17% продаж). Онлайн реализуется тот же ассортимент, что представлен в офлайн-магазинах, а также товары, предоставляемые как самой компанией, так и ее партнерами. Валовая прибыль варьируется в зависимости от вида продаваемой продукции. Наиболее рентабельна реализация товаров длительного пользования под собственной торговой маркой сети. Примерно треть продаж, по данным отчетности за 2022 год, приходится на товары собственных и эксклюзивных брендов. Товары первой необходимости и продукты питания формируют около 55% продаж, товары длительного пользования – 45% (по данным за второй квартал 2023 года).

Сразу после снятия карантина Target демонстрировала сильные результаты продаж. Положительную роль сыграл отложенный спрос на товары длительного пользования. Однако к концу 2021 года компания начала испытывать проблемы, связанные с повышенными запасами. Инфляция, снижение объема сбережений, проблемы с наймом на рынке труда, а также участвовавшие кражи из магазинов привели к тому, что рентабельность ритейлера значительно снизилась.

15 ноября компания отчиталась за третий квартал выручкой и прибылью выше прогнозов. На этом фоне акции Target взлетели на 17%. Компания также улучшила свои прогнозы текущий квартал.

Несмотря на сильную отчетность, мы ожидаем, что до конца текущего года котировки ритейлера останутся в коридоре \$115–135, поэтому рекомендуем открыть короткую позицию Iron Condor.

График прибыли/убытка и контрольные точки в сделке



Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
						Дельта	Гамма	Вера	Тета		1М	3М	6М	12М
TGT	Покупать	Call 140	29.12.2023	0,700	\$ (129,50)	0,169	0,032	0,106	-0,034	20,32%	66,24%	42,98%	35,37%	31,45%
	Продавать	Call 135	29.12.2023	1,900		0,363	0,048	0,149	-0,053	20,25%				
	Покупать	Put 110	29.12.2023	0,110		-0,023	0,004	0,023	-0,010	31,61%				
	Продавать	Put 115	29.12.2023	0,205		-0,044	0,009	0,039	-0,015	27,94%				

Параметры сделки

Продажа	Short Iron Condor on TGT
Страйки	Long Call \$140; Short Call \$135; Long Put \$110; Short Put \$115
Покупка	+TGT^DCT140;+TGT*DCT110
Продажа	+TGT^DCT135;+TGT*DCT115
Дата экспирации	29.12.2023
Маржинальное обеспечение	\$500
Максимальная прибыль	\$130
Максимальный убыток	\$371
Ожидаемая прибыль	26%
Точка безубыточности	\$136,30
	\$113,71

Управление позицией

Если в день экспирации 29.12.2023 цена базового актива будет находиться между проданными опционами колл и пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$130. При цене базового актива в диапазонах \$110–115 или \$135–140 убыток будет варьироваться, в таком случае необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) TGT для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива поднимется выше стоимости купленного опциона колл или ниже купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$371.

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №284

30 ноября 2023

ffin.global



Divergent Technologies

Divergent Technologies, компания из Лос-Анджелеса, специализирующаяся на генеративном проектировании с использованием ИИ и 3D-печати для автомобильной, аэрокосмической и оборонной промышленности. В числе партнеров Divergent — Aston Martin и Mercedes-AMG. В аэрокосмической и оборонной промышленности компания активно сотрудничает с шестью государственными подрядчиками из США. Divergent привлекла \$230 млн в рамках финансирования серии D, чтобы ускорить коммерческое внедрение своей системы цифрового производства. Инвестраунд возглавила компания Hexagon AB, которая вложила в стартап \$100 млн. Также финансирование бизнесу предоставили новые и существующие институциональные инвесторы и семейные офисы.

Petvisor

Petvisor — ИТ-стартап из Флориды, предоставляющий ветеринарным клиникам инструментарий с поддержкой мобильных устройств для оперативной коммуникации с владельцами домашних животных. Продукт Petvisor используется в более 10 тыс. ветеринарных клиник и 400 груминг-центров. В последнем раунде финансирования компания привлекла инвестиции в объеме \$100 млн от Arah Digital Funds.



RefleXion

RefleXion — биотех, специализирующийся на разработке противоонкологической терапии, из Хейворда, штат Калифорния. Главный продукт компании на данный момент — радиотерапия SCINTIX, предназначенная для лечения опухолей легких и костей. В последнем на сегодня раунде финансирования RefleXion получила \$105 млн, главным образом от фонда The Rise Fund, стратегической программы TPG, а также Ally Bridge, Pfizer Ventures и Johnson & Johnson Innovation. Привлеченные средства будут направлены на продвижение SCINTIX на предназначенные для этого продукта рынки.

Cytovale

Cytovale — компания из Сан-Франциско, специализирующаяся на ранней диагностике иммуноопосредованных заболеваний. В рамках инвестраунда серии C, который был возглавлен Norwest Venture Partners, Cytovale получила финансирование в объеме \$84 млн. Эти средства планируется направить на распространение разработанного компанией экспресс-теста IntelliSep, предназначенного для оперативного обнаружения внутрибольничных инфекций, в том числе вызывающих сепсис, который является третьей по частотности причиной смерти пациентов в стационарных медучреждениях США. По данным Crunchbase, основанная в 2013 году компания за свою историю привлекла инвестиции в объеме \$129 млн.



IPO UL Solutions Inc.

Многопрофильный сервис контроля

13 ноября заявку на IPO подала UL Solutions, специализирующаяся на сертификации широкого спектра продуктов и технологий. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, J.P. Morgan, BofA Securities, Citigroup, Jefferies, UBS Investment Bank



Инвестиционный
обзор №284
30 ноября 2023
ffin.global

Чем интересна компания:

- О компании.** UL Solutions проводит испытания различных видов продукции и сертификацию нормативных требований для компаний по всему миру, располагая одной из старейших независимых испытательных лабораторий в США, которая ежегодно тестирует более 20 млрд продуктов. Являясь одной из крупнейших североамериканских компаний в секторе тестирования, инспекций и сертификации, UL Solutions проводит проверки как физической продукции, так и программного обеспечения, а, кроме того, консультирует по процессам производства и разработки. Перечень предоставляемых компанией услуг очень широк и охватывает спектр от тестирования SIM-карт до консультирования по проектам строительства ветряных электростанций. В 2022 году компания обслужила более 80 тыс. клиентов в более чем в 110 стра-

нах, в том числе примерно 60% компаний из списка Fortune 500 и Fortune's Global 500.

- Потенциальный рынок.** В прошлом году UL Solutions оценивала свой адресный рынок в \$240 млрд. Мировой рынок TIC (testing, inspection and certification) разделяется на направление сервисов, предоставляемых непосредственно самой компанией (приблизительно 60%), и услуг, передаваемых на аутсорсинг. По данным UL Solutions, размер рынка аутсорсинговых TIC в 2022 году составлял \$99 млрд.
- Финансовые показатели.** Выручка компании в 2021 году увеличилась на 9%, в 2022-м – на 0,1%, за январь-сентябрь 2023-го – на 5%. EBIT-маржа в последние три года стабильно превышает 10%. В 2020-м она равнялась 16%, в 2021-м – 11%, в 2022-м – 16%, а за девять месяцев 2023 оказалась на отметке 14%. Долг от всех активов составлял 17,8%.

Обзор перед IPO	
Эмитент	UL Solutions Inc
Тикер	ULS
Биржа	NYSE
Объем к размещению	
Андеррайтеры	Goldman Sachs, J.P. Morgan, BofA Securities, Citigroup, Jefferies, UBS Investment Bank.



Рекорды осеннего марафона

После обновления исторического максимума рост на площадках Казахстана приостановился, но в долгосрочной перспективе вероятно продолжение ралли

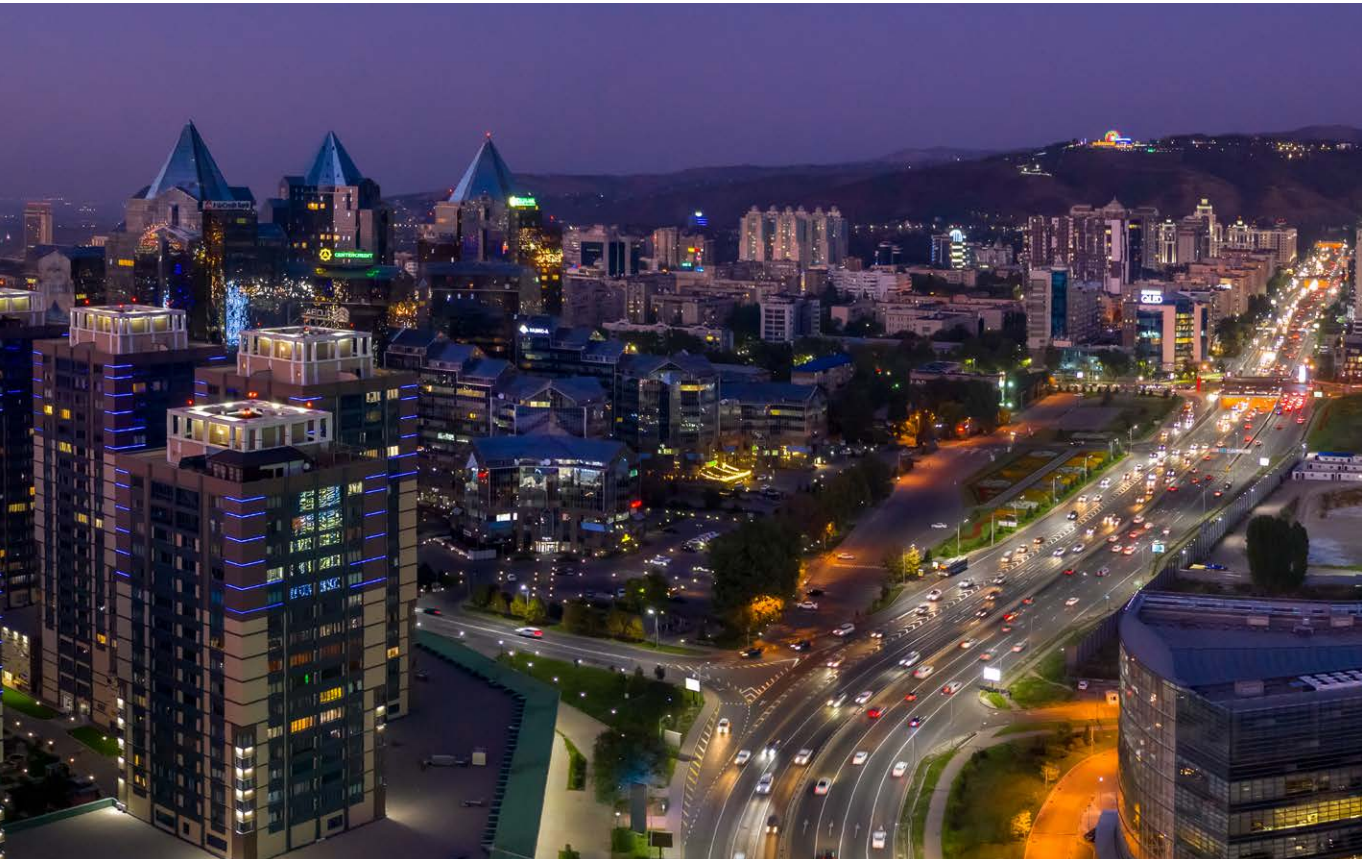
За последние две недели индекс KASE вырос на 2,2% и вновь вышел на исторические максимумы. В целом подтвердился наш прогноз, предполагавший усиление интереса инвесторов к ведущим акциям казахстанского рынка. С 7 ноября по 28 ноября в плюсе завершились 13 сессий, в минусе – три.

Подошел к концу сезон отчетов, который, на наш взгляд, оказал умеренное влияние на котировки, хотя именно на этот период пришелся рост рынка. Народный банк продемонстрировал нейтральные результаты, зафиксировав в отчете поквартальное снижение чистой прибыли из-за уменьшения доходов от страховой деятельности, однако показал весьма неплохой рост в годовом выражении. Отчет Казмунайгаза также можно оценить нейтрально. Выручка компании повысилась и в годовом, и в поквартальном сопоставлении, несмотря на падение цен на нефть, однако показатель свободного денежного потока оказался слабым. Анализ результатов Казатомпрома и Казтрансойла мы представим позже. Kaspi.kz утвердил дивиденды в размере 850 тенге, реестр на их получение был закрыт 17 ноября. Казахтелеком выплатит по 300 тенге на привилегированную акцию, фиксация реестра акционеров назначена на 3 декабря.

Лидерами роста стали бумаги Народного банка, подорожавшие на 9,8% на KASE и на 13,4% на LSE. С 14 по 21 ноября котировки в соответствии с нашими ожиданиями двигались вверх шесть сессий подряд. На 8,6% поднялись акции Банка ЦентрКредит, ока-

завшиеся в центре внимания инвесторов в последние дни. Котировки банка вновь вышли на многолетние максимумы и продолжили ралли, несмотря на технические признаки перекупленности. В аутсайдерах оказались ГДР Казатомпрома, которые отстали от акций в секторе и не смогли отыграть недавнее повышение цен на уран.

Доллар остается в нисходящем тренде против тенге с 20 октября, но активно пытается пробиться через уровни сопротивления, несмотря на общее снижение курса на мировом рынке.



Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	14.11.23	28.11.23	
Индекс KASE	4 085,19	4 176,23	2,2%
Халык Банк (GDR)	12,96	14,70	13,4%
Халык Банк (KASE)	150,00	164,70	9,8%
Банк ЦентрКредит (KASE)	891,00	967,99	8,6%
Kaspi (GDR)	94,00	98,00	4,3%
Казмунайгаз (KASE)	11 430,00	11 535,00	0,9%
Казатомпром (KASE)	18 595,00	18 739,99	0,8%
Казтрансойл (KASE)	863,79	861,99	-0,2%
Kcell (KASE)	1 959,40	1 953,29	-0,3%
Казахтелеком (KASE)	32 100,00	31 979,67	-0,4%
Kaspi (KASE)	46 125,00	45 899,00	-0,5%
KEGOC (KASE)	1 489,01	1 480,44	-0,6%
Казатомпром (GDR)	39,85	39,40	-1,1%

Ожидания и стратегия

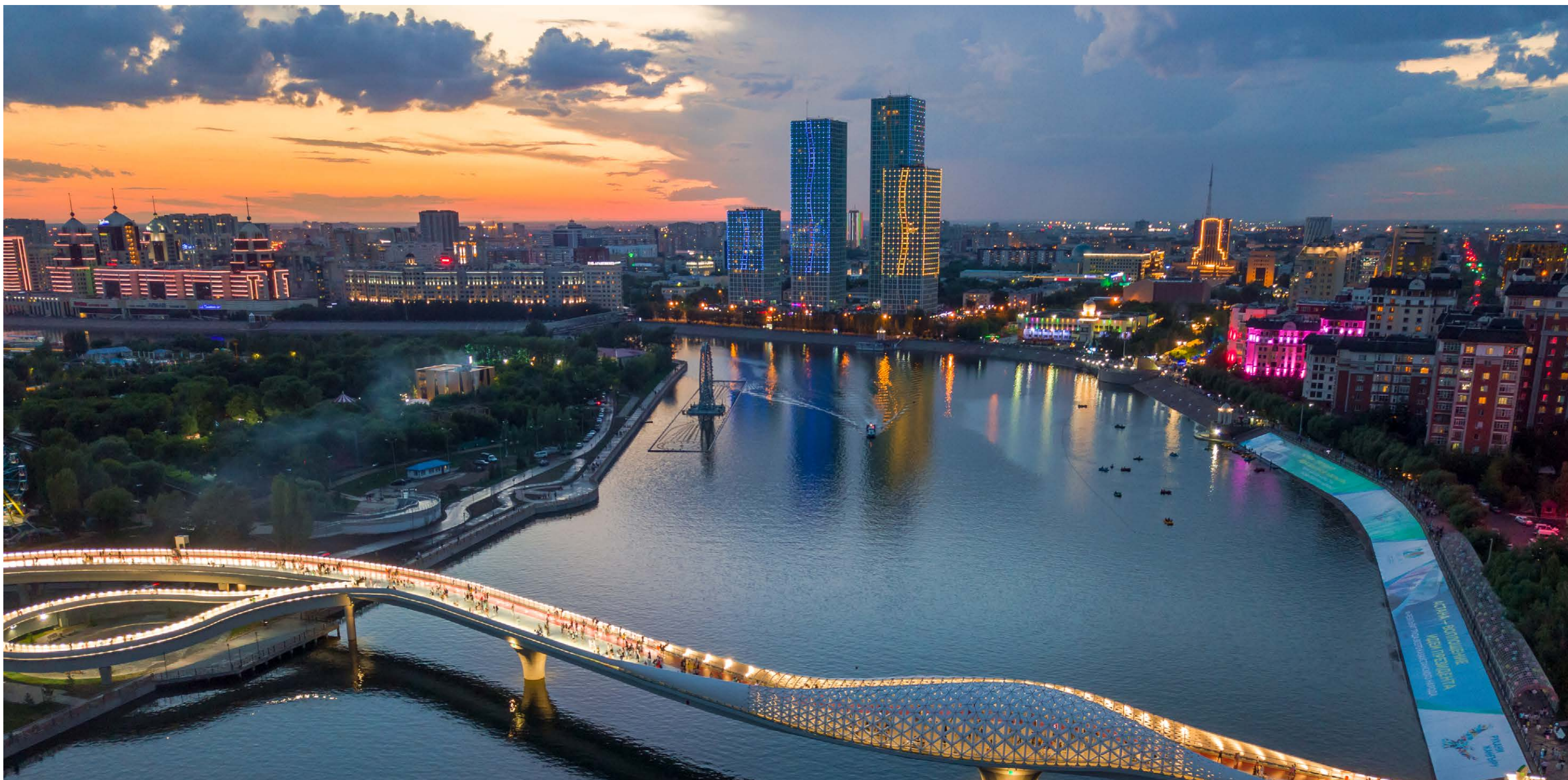
Локальное продвижение котировок KASE вверх замедлилось. Об этом сигнализирует снижение количества наших рекомендаций на покупку с четырех бумаг на 16 ноября до одной на 28-е: акции «роста» достигли локальных уровней сопротивления. Тем не менее ведущий фондовый индекс казахстанского рынка следует сценарию, который повторяется в течение года: перекупленность исчезает после небольшой коррекции, а затем ралли продолжается. Весьма вероятно, что мы снова увидим схожую динамику в более длительном отрезке времени.



Рынок Казахстана

Важные новости

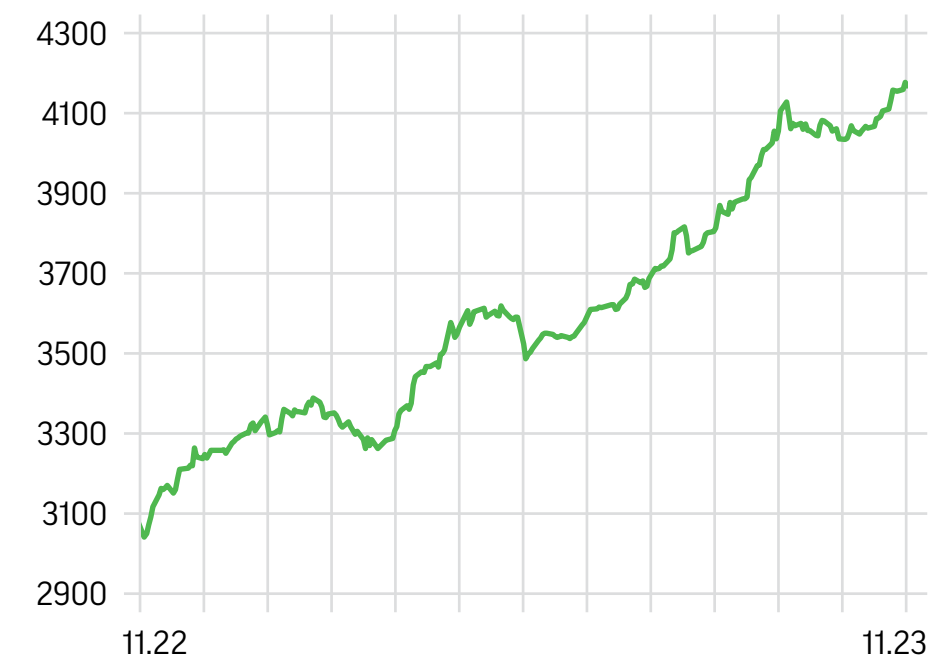
- **Нацбанк Казахстана снизил базовую ставку до 15,75%.** Регулятор отметил активное замедление инфляции, прогнозируя ее уход под отметку 10% в ближайшие месяцы. Внешнее инфляционное давление продолжает смягчаться на фоне сдерживающей политики центробанков и снижения мировых цен на продовольствие. Во внутренней экономике сохраняется проинфляционное давление со стороны фискального стимулирования, устойчивого внутреннего спроса, высоких и нестабильных инфляционных ожиданий.
- **Fitch подтвердило рейтинг Республики Казахстан на уровне BBB со стабильным прогнозом.** По мнению агентства, эта оценка отражает сильные бюджетные и внешние балансы, которые доказали свою устойчивость к внешним шокам, а также гибкость финансирования, подкрепленную накопленными сбережениями от нефтяных доходов.
- **Казтрансойл с января по октябрь поставил в Германию 57,5% от заявленного объема нефти на текущий год.** Объем транспортировки казахстанского жидкого углеводородного сырья по нефтепроводам Транснефти к пункту сдачи «Адамова застава» для дальнейшей поставки в Германию за 10 месяцев текущего года составил 690 тыс. тонн.



Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Казахтелеком. Устойчивая связь с финансовым успехом

Инвестиционную привлекательность акциям Казахтелекома обеспечивают стабильное увеличение выручки, развитие технологий и потенциальный дополнительный дивиденд после продажи Kcell

Инвестиционный
обзор №284
30 ноября 2023
ffin.global

Причины для покупки:

- Ускорение роста выручки в ключевых сегментах бизнеса.** В третьем квартале 2023 года выручка Казахтелекома с учетом госсубсидий увеличилась на 6,8% кв/кв и 0,3% г/г, достигнув 174 млрд тенге. Несмотря на уверенные темпы повышения доходов от основных направлений деятельности, по менее значимым сегментам выручка сократилась настолько, что это повлияло на итоговый результат. Так, поступления от услуг по передаче данных выросли на 6,2% кв/кв и 13% г/г, от услуг проводной и беспроводной телефонной связи – на 11% кв/кв и 8,9% г/г. В то же время продажи оборудования и мобильных устройств упали на 59% г/г, доход от услуг по межсетевому соединению снизился на 46% г/г, а от прочих статей – на 21% г/г.
- Увеличение операционных денежных потоков.** Свободный денежный поток Казахтелекома в третьем квартале 2023 года оказался отрицательным и составил 13 млрд тенге, что было на 84% лучше результата за апрель-июнь. Операционные денежные потоки увеличились на впечатляющие 24% г/г и 44% кв/кв. При этом капитальные затраты повысились на 709% г/г, так как компания продолжает развертывание сетей связи формата 5G. Именно это и обуславливает отрицательный результат входящих денежных потоков от операционной деятельности. В итоге консолидированные денежные средства компании на конец сентября оценивались в 38,8 млрд тенге, а с учетом краткосрочных финансовых активов в виде векселей и облигаций этот показатель равнялся 112,4 млрд тенге. Консолидированный чистый долг Казахтелекома вырос со 199 млрд до 256 млрд тенге, что включает объявленный дивиденд объемом 33,4 млрд тенге

- Перспективы.** Результаты Казахтелекома за третий квартал оказались немного ниже наших ожиданий. Выручка от основных направлений бизнеса увеличилась в годовом выражении, несмотря на высокую базу аналогичного периода 2022-го, в поквартальном сопоставлении показатель также демонстрировал позитивную динамику. Особенно важно, что телеком сумел повысить маржинальность. Также отмечаем заметный рост операционных денежных потоков и улучшение свободного денежного потока, несмотря на сохранение высоких капитальных затрат. Основное давление на результаты, обусловившее снижение целевой цены акции до 40800 тенге, оказала динамика ключевых метрик Kcell. Однако о процессе вывода этого бизнеса из структуры Казахтелекома говорят уже давно, а 21 ноября министр цифрового развития Багдат Мусин заявил, что сделка по продаже одного из мобильных операторов Казахтелекома состоится в 2024 году. Правда, на сегодня неясно, идет ли речь о Kcell или о Tele2. Весомым фактором инвестпривлекательности Казателекома остается возможность получения экстрадивидендов после продажи оператора.



ҚАЗАҚТЕЛЕКОМ

АО Казахтелеком

Тикер на KASE	KZTK
Цена на момент анализа	31 979 KZT
Целевая цена	40 800 KZT
Потенциал роста	40 800 %

Динамика акций на KASE



Российский рынок

У непокоренных вершин

Годовой максимум обновить не удастся, однако инвесторам может быть предложен механизм обмена заблокированных иностранных акций

Успешная смена юрисдикции материнскими структурами Fix Price, VK и Polymetal оживила интерес к теме редомициляции. Для основных бенефициарных собственников это означает возможность полноценного управления бизнесом, а также возможность выплачивать дивиденд, что частных инвесторов интересует в первую очередь. Запустили процесс «обратной релокации» или рассматривают такую возможность HeadHunter, Ozon, Etalon Group, MD Medical Group, TCS Group, CIAN. Вероятнее всего, в перспективе прописку сменят все иностранные компании, зарегистрированные в недружественных юрисдикциях.

На этом фоне появляются довольно спекулятивные сообщения, что массовая редомициляция приведет к падению рынка из-за огромного предложения новых акций. Однако при этом не учитывается free-float и то, что обмен длится, как правило, недолго. С 1 января могут быть запрещены инвестиции в иностранные ценные бумаги на ИИС, что потенциально приведет к перетоку средств из иностранных бумаг в акции ПАО и МКАО.

Продолжается сезон отчетности. Хотя большинство эмитентов не раскрывают подробностей, даже публикация общих форм – уже важный шаг вперед. Предоставление информации о финансо-

вых результатах дает компаниям возможность выплачивать дивиденды. Реестры акционеров на получение выплат в ближайшие два месяца закроют около 20 эмитентов. В отдельных случаях доходность превышает 6%.

Сохраняется повышенный интерес к IPO. За прошедшие две недели на бирже дебютировали Южуралзолото, представляющее горнодобывающий и металлургический сектор, а также оператор АЗС Евротранс. В сумме эти эмитенты привлекли около 20 млрд руб. на частном размещении. До конца года могут пройти еще несколько IPO, а бум на этом рынке может начаться уже в новом году. Вместе с тем крупные размещения оттягивают ликвидность и тормозят рост фондового рынка в целом.

Банк России разработал схему обмена заблокированными активами между частными инвесторами и нерезидентами из недружественных стран. Если она заработает, то порядка 70% частных инвесторов смогут продать свои портфели иностранных бумаг, и эти деньги могут быть инвестированы на российском фондовом рынке. Сроки реализации этого решения пока неизвестны, от этого зависит, будет ли ралли на фондовом рынке предновогодним или посленовогодним.



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



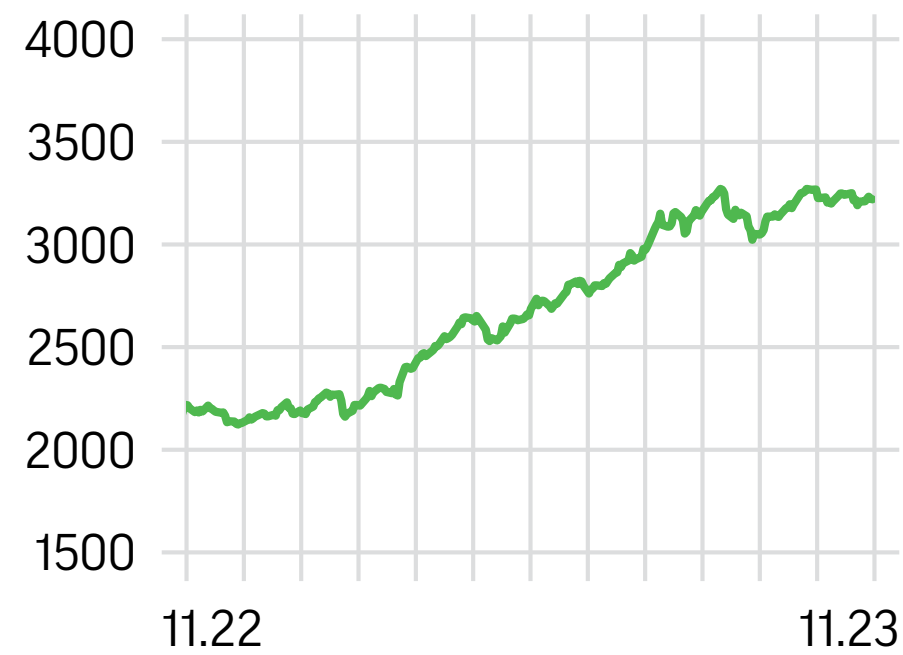
Инвестиционный
обзор №284
30 ноября 2023
ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	10.11.23	24.11.23	
MOEX	3 242	3 218	-0,75%
PTC	1 107	1 143	3,27%
Золото	1 938	2 011	3,77%
Brent	80,74	79,78	-1,19%
EUR/RUB	98,73	96,96	-1,79%
USD/RUB	92,36	88,59	-4,08%
CNY/RUB	12,623	12,376	-1,96%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи колебался вблизи 3200 пунктов, PTC подошел к годовому максимуму в районе 1150 пунктов. Пара USD/RUB опустилась к отметке 88.

Российский рынок

Ожидаем

Предполагаем, что динамика на российских фондовых площадках будет смешанной. Инвесторы не видят долгосрочной альтернативы акциям и продолжают покупать их, хотя на фоне ужесточения денежно-кредитной политики облигации сейчас выглядят очень привлекательными. Базовым сценарием на ближайшие две недели считаем движение рынка в диапазоне 3100–3200 пунктов по Индексу МосБиржи.

Достижение рублевым бенчмарком отметки 3300 пунктов до конца года по-прежнему выглядит возможным, если новостной фон и конъюнктура на сырьевом рынке не ухудшатся. Драйвером роста способен стать выкуп заблокированных акций у частных инвесторов. Пара USD/RUB, на наш взгляд, будет торговаться в диапазоне 85–90. Эффект от введения обязательной продажи на бирже экспортной валютной выручки в значительной степени реализовался, 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 №284**

30 ноября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Ренессанс Страхование отчиталось за третий квартал объемом страховых премий в сегменте Life 16,7 млрд руб., а в сегменте non-life – 15,6 млрд руб. Общий показатель увеличился на 16,8% г/г, до 27,7 млрд руб. Чистая прибыль по МСФО составила 9,6 млрд руб. Достаточность капитала оказалась равна 105%. Компания не исключает выплаты дивиденда в следующем году.



Выручка **МТС** по МСФО третий квартал выросла на 16% г/г, до 159,7 млрд руб. OIBDA повысилась на 12% г/г, до 60,8 млрд руб. Операционная прибыль сократилась на 4,5%, до 31,2 млрд руб. Чистая прибыль акционеров упала на 27% г/г, до 9 млрд руб. Чистый долг составил 473,9 млрд руб. (1,8x LTM OIBDA). Объем капзатрат увеличился на 44% г/г, достигнув 22,3 млрд руб.



HeadHunter по итогам июля-сентября нарастила выручку по МСФО на 76,5% г/г, до 8365 млн руб. Скорректированная EBITDA сервиса увеличилась на 101% г/г, до 5225 млн руб., рентабельность составила 62,5%. Скорректированная чистая прибыль поднялась на 120% г/г, до 3935 млн, чистая маржа составила 47%.



Новабев Групп (ex-BELUGA) представила результаты за девять месяцев. Выручка компании увеличилась на 17% г/г, до 77 671 млн руб., EBITDA выросла на 6% г/г, до 12 740 млн руб. Операционная прибыль составила 8 809 млн руб., чистая – 5262 млн руб., или 455,4 руб. на акцию. Объем продаж в натуральном выражении оказался равен 11,3 млн дал. Торговая сеть расширилась на 26%, до 1,58 тыс. магазинов.



Процентные доходы **МКБ** по МСФО за третий квартал составили 108,7 млрд руб. Чистый процентный доход оказался равен 32,5 млрд руб. Объем резервирования закрепился на отметке 20,88 млрд руб. Комиссионный доход достиг 5,5 млрд руб. Общие операционные доходы без учета расходов составили 31,8 млрд руб. Чистая прибыль оказалась равна 17,9 млрд руб. (0,49 руб. на акцию).



Магнит отчитался за июль-сентябрь по международным стандартам ростом выручки на 5,7% г/г, до 628,5 млрд руб., при EBITDA на уровне 42,4 млрд руб., что соответствует рентабельности 6,7%. Чистая прибыль увеличилась на 8% г/г, до 17 564 млн руб., чистая маржа составила 2,8%. Средний чек повысился на 3,8% г/г, трафик снизился на 0,6% г/г. Количество магазинов достигло 28,7 тыс. при расширении торговой площади сети на 5,8% г/г, до 9,9 млн кв. м.

Инвестиционный
обзор №284

30 ноября 2023

ffin.global



Новости рынков и компаний



Товaroоборот (GMV) **Ozon** за третий квартал по МСФО вырос на 140% г/г, до 450 млрд руб., число заказов увеличилось на 134% г/г, превысив 251 млн. Выручка поднялась на 77% г/г, до 109 млрд руб. Скорректированная EBITDA составила -3,9 млрд руб., чистый убыток вырос на 6% г/г, до 22 млрд руб. Операционный денежный поток достиг 24,9 млрд руб. По итогам года компания прогнозирует рост GMV на 90-100% г/г при выходе EBITDA в плюс.



С января по сентябрь **Фосагро** увеличило производство минеральных удобрений на 3,7% г/г, до 8,5 млн тонн. Продажи в натуральном выражении выросли на 2,5% г/г, до 8,7 млн тонн. Выручка составила 329 млрд руб. (\$3,9 млрд), а EBITDA – 151 млрд руб. (\$1,83 млрд) с рентабельностью 45,9%. Скорректированная чистая прибыль оказалась равна 83 млрд руб. Свободный денежный поток составил 81 млрд руб. Чистый долг закрепился на уровне 227,8 млрд руб. (1,3x LTM EBITDA).



Выручка **ОГК-2** за третий квартал по МСФО увеличилась на 13,8% г/г, до 41 266 млн руб., а операционная прибыль сократилась на 15% г/г, до 5276 млн руб. Чистая прибыль снизилась на 22% г/г, до 3490 млн руб., чистая маржа составила 8,4%.



Выручка **Cian PLC (ЦИАН)** с июля по сентябрь повысилась на 44% г/г, до 3238 млн руб. (\$33,2 млн), EBITDA составила 1086 млн руб. (\$11,1 млн), что соответствует рентабельности 33,5% (+9 п.п.). Чистая прибыль оказалась равна 812 млн руб. (\$8,3 млн), чистая маржа составила 25%.



QIWI отчиталась за третий квартал по МСФО ростом чистой выручки на 0,8% г/г, до 8793 млн руб., при сокращении скорректированной EBITDA на 36% г/г, до 3562 млн руб., и марже 40,5%. Скорректированная чистая прибыль компании в отчетном периоде упала на 24% г/г, до 3564 млн руб.



Выручка **Селигдара** за январь-сентябрь повысилась на 80% г/г, до 37 152 млн руб., EBITDA увеличилась на 69% г/г, до 12 759 млн руб., рентабельность составила 34%. Чистая прибыль девяти месяцев 2022-го в объеме 9082 млн руб. сменилась чистым убытком на сумму 8961 млн. Основной причиной отрицательного результата стала валютная переоценка в размере 12,5 млрд руб.

Инвестиционный
обзор №284

30 ноября 2023

ffin.global





Акция	10.11.2023	24.11.2023	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1366,8	1321,6	-3,31%
НЛМК	195,88	182,92	-6,62%
ММК	52,295	52,085	-0,40%
ГМК Норникель	17390	17120	-1,55%
Распадская	370,45	380	2,58%
АЛРОСА	70,73	66,18	-6,43%
Полюс	11214,5	11243	0,25%
Мечел, ао	319,03	308,85	-3,19%
Мечел, ап	348,05	361,95	3,99%
Русал	39,985	38,15	-4,59%
Polymetal	537,5	405,2	-24,61%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	280	286	2,14%
Сбербанк, ап	278,8	285,81	2,51%
ВТБ	0,02502	0,02488	-0,56%
TCS, гдр	3496	3485	-0,31%
МКБ	7,348	7,67	4,38%
МосБиржа	210,25	205,65	-2,19%
СПБ Биржа	103,3	99,3	-3,87%
Qiwi plc	608,5	554,5	-8,87%
ЭсЭфАй	554	563,4	1,70%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	168,17	165	-1,88%
НОВАТЭК	1622	1519	-6,35%
Роснефть	600,4	579,1	-3,55%
Сургут, ао	32,725	32,02	-2,15%
Сургут, ап	59,16	58,45	-1,20%
ЛУКОЙЛ	7289	7295	0,08%
Башнефть, ао	2283	2340	2,50%
Башнефть, ап	1689	1748	3,49%
Газпром нефть	854,95	868	1,53%
Татнефть, ао	620	646,4	4,26%
Татнефть, ап	607	646,8	6,56%
Прочие компании			
Yandex N.V.	2597,4	2596,8	-0,02%
МКПАО "БК"	592	624	5,41%
HeadHunter	3485	3600	3,30%
Группа Позитив	2167	2138,2	-1,33%
Whoosh	218,99	237,8	8,59%
АФК Система	16,924	16,698	-1,34%
CIAN	686,2	693,2	1,02%
Астра ао	502,75	505,85	0,62%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	10.11.2023	24.11.2023	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,26	4,231	-0,68%
РусГидро	0,8094	0,793	-2,03%
ОГК-2	0,5882	0,5564	-5,41%
Юнипро	2,311	2,186	-5,41%
ТГК-1	0,010516	0,00987	-6,14%
Эл5 Энерго	0,74	0,6668	-9,89%
Мосэнерго	3,1775	3,046	-4,14%
Россети - ФСК	0,12372	0,11894	-3,86%
Потребительский сектор			
Магнит	6025	6260,5	3,91%
X5	2291	2188	-4,50%
Лента	731,5	713	-2,53%
Детский мир	67,64	69,5	2,75%
М.видео	196,3	180,8	-7,90%
OZON, адр	2670	2880	7,87%
Fix Price	357,2	327,3	-8,37%
O'Key Group	34,73	34,73	0,00%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	275,4	262,85	-4,56%
Ростелеком, ао	78,09	81,07	3,82%
Ростелеком, ап	74,3	76,05	2,36%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	39,15	38,22	-2,38%
НМТП	12,56	11,38	-9,39%
ДВМП	95,81	84,12	-12,20%
GLTR, гдр	663,8	618,6	-6,81%
Совкомфлот	122,95	128,94	4,87%
Строительство			
ГК ПИК	714,7	703	-1,64%
Группа ЛСР	707,4	672,2	-4,98%
Самолет	3986	3990	0,10%
InGrad	1822	1801	-1,15%
Эталон	83,3	80,68	-3,15%

Акции большинства секторов демонстрировали разнонаправленную динамику. Котировки энергетических и строительных компаний преимущественно скорректировались. Аутсайдерами на корпоративных новостях стали бумаги Polymetal, а в лидеры роста на фоне публикации результатов вышла Whoosh.

Рост под вопросом

Во второй половине ноября большинство акций локального фондового рынка закрылись в красном секторе

За последние две недели индекс Egre Blue сумел прибавить 0,72%, несмотря на глубокую коррекцию котировок большинства входящих в него эмитентов. Лидерами падения оказались бумаги Кувасайцемента (KSCM), Узвторцветмета (UIRM) и Кварца (KVTS), обвалившиеся на 9,09%, 7,25% и 6,22% соответственно. Абсолютными лидерами роста стали обыкновенные акции Хамкорбанка (НМКВ), которые за две недели поднялись на 11,52%. Активность по компонентам индекса за последние две недели выросла

на 20% по сравнению с состоянием на завершение первой декады ноября. Настроение рынка определила новость об усилении инфляционных ожиданий в октябре. В среднем респонденты-физлица ожидают рост цен на 13,7%. Медианный уровень этих ориентиров увеличился до 11,1%. Средняя инфляция, ожидаемая предпринимателями, – 14,4% (+0,2 п.п.), медианная – 11,7%. На этом фоне по итогам планового заседания ЦБ Узбекистана 6 декабря прогнозируется сохранение ключевой ставки на отметке 14%.

Текущие рекомендации по акциям

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



Инвестиционный
обзор №284
30 ноября 2023
ffin.global

Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	10.11.2023	24.11.2023	
Egre Blue	1 729,12	1 741,53	0,72%
KVTS	1 993,00	1 869,00	-6,22%
QZSM	2 900,00	2 825,28	-2,58%
SQBN	10,19	9,96	-2,26%
URTS	17 300,00	17 249,00	-0,29%
UZMK	6 350,00	6 000,00	-5,51%
KSCM	220 000,00	200 000,00	-9,09%
НМКВ	52,00	57,99	11,52%
IPTB	0,96	0,95	-1,04%
UIRM	5 500,00	5 101,01	-7,25%
UZMT	69 884,00	69 990,00	0,15%



Рынок Узбекистана

Важные новости

Новости экономики

- Внешнеторговый оборот Узбекистана в январе-октябре увеличился на 25,2%, до \$51 млрд. Экспорт вырос на 29,1% г/г, до \$20,5 млрд. В его структуре на товары пришлось \$16,1 млрд, на услуги – \$4,4 млрд. Импорт повысился на 22,7% г/г, до \$30,5 млрд, товарный составил \$28,5 млрд, на услуги пришлось \$2 млрд.
- По данным ЦБ, в октябре ожидаемый узбекистанцами уровень инфляции снова начал расти. Средний прогноз физлиц предполагает повышение цен на 13,7%, медианный – на 11,1%. На первом месте среди факторов, определяющих инфляционные ожидания, остается динамика курса валют: эту причину назвали 59% респондентов. Следующий драйвер ускорения инфляции – цены на энергоносители, упомянутые 49% участников опроса, 36% респондентов назвали в качестве причин общего роста цен повышение тарифов ЖКХ. В октябре средняя инфляция, ожидаемая предпринимателями, составила 14,4%, медианная – 11,7%, в обоих случаях ориентиры увеличились на 0,2 п.п. Среди причин роста цен 62% называют колебания валютного курса, 47% – рост цен на топливо, 37% – повышение коммунальных тарифов.

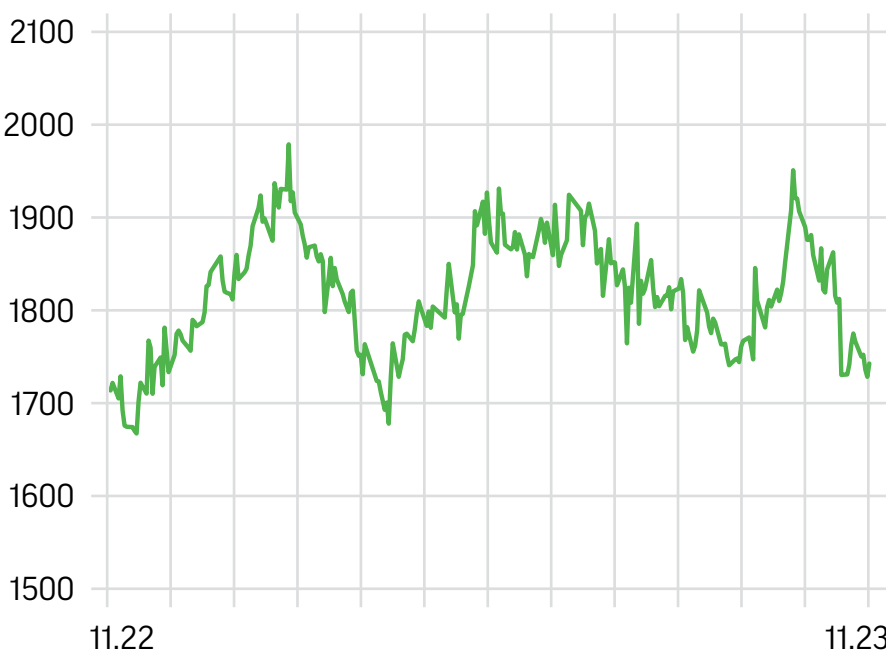
Новости компаний

- Страховая компания «Узбекинвест» выходит на IPO. Компания планирует разместить на РФБ «Тошкент» 14 млн привилегированных акций, что составляет 5% от уставного капитала. Дивидендная доходность рассчитывается по формуле «ставка рефинансирования ЦБ РУз + 10%», что на сегодняшний день составляет 24% годовых.
- Fitch подтвердило рейтинг УзАвто Моторс на уровне BB-. Благодаря господдержке он совпадает с суверенным рейтингом Узбекистана. УзАвто Моторс поставляет на внутренний рынок бюджетные автомобили, что обеспечивает компании сильные конкурентные преимущества перед иностранными автоконцернами. В то же время Fitch указывает на более слабый бизнес-профиль УзАвто в сравнении с другими автопроизводителями ввиду ограниченного масштаба производства, узкого ассортимента продукции и концентрации продаж на домашнем рынке. Fitch прогнозирует снижение рентабельности по итогам текущего года, несмотря на рост количества поступающих на рынок автомобилей класса С и выше. Снижение маржинальности связано с повышением цен на сырье и комплектующие, которое лишь частично компенсируется более высокими ценами на конечную продукцию.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №284

30 ноября 2023

ffin.global





С 13 по 17 ноября основной индекс немецкого фондового рынка DAX продемонстрировал максимальный с конца марта 2023 года рост на 4,5%, достигнув 15 919 пунктов. В плюсе завершался каждый из пяти торговых дней, а самый высокий результат (+1,8%) бенчмарк показал во вторник, после публикации данных инфляции в США за октябрь. Показатель замедлился с сентябрьских 3,7% годовых до 3,2% при консенсусе 3,3%, что резко увеличивает вероятность завершения текущего цикла ужесточения денежно-кредитных условий ФРС. В то же время опрос, проведенный Reuters среди европейских аналитиков, показал, что они не ожидают снижения ставки ЕЦБ как минимум до второго полугодия 2024-го. В среду и пятницу DAX поднялся на 0,86% и 0,84% соответственно на новостях о замедлении инфляции в Великобритании в октябре с 6,7% до 4,6% и снижении доходности 10-летних гособлигаций Германии до минимума за два месяца. В лидерах роста в понедельник оказались акции Siemens Energy, прибавившие 6% на сообщениях, подтвержденных тремя источниками, о том, что компании будет предоставлена госпомощь на сумму до 15 млрд евро. Эти планы также нашли отражение в опубликованной двумя днями позже квартальной отчетности эмитента, что способствовало росту его котировок еще на 8,8%.

С 20 по 24 ноября DAX поднялся на 0,7%, достигнув 16 029 пунктов. В целом неделя прошла без резких всплесков волатильности. После двух почти нейтральных торговых дней индекс рос на 0,22–0,36% со среды до пятницы. В фокусе внимания биржевых игроков был протокол последнего заседания ФРС, из которого следует,

что дополнительное повышение ставки возможно, только если инфляция вновь резко ускорится. В свою очередь, председатель ЕЦБ Кристин Лагард заявила, что победа над инфляцией еще не одержана и выводы на основе краткосрочных данных делать рано. В протоколе последнего заседания европейского регулятора говорится об увеличении неопределенности в отношении экономического роста и о готовности продолжить ужесточение монетарных условий в случае необходимости. Еще одной важной новостью недели стала публикация ноябрьского индекса деловой активности (PMI) в Европе. Композитный PMI вырос с 46,5 до 47,1 пункта под влиянием динамики бизнес-активности в производстве и секторе услуг. Кроме того, федеральное статбюро Destatis подтвердило первоначальную оценку снижения ВВП в третьем квартале на 0,1% кв/кв. В лидеры роста вышли акции Thyssenkrupp: в среду на фоне публикации финансового отчета, в котором компания прогнозирует возвращение выручки на положительную территорию, их котировки прибавили 6,6%.



Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	10.11.23	24.11.23	
DAX Index	15 234,39	16 029,49	5,2%
NCH2 GR Equity	14,20	16,91	19,1%
DHER GR Equity	27,35	31,78	16,2%
SIE GR Equity	131,46	150,58	14,5%
PSM GR Equity	5,19	5,90	13,8%
FME GR Equity	32,10	36,52	13,8%
ENR GR Equity	9,48	10,78	13,7%
SYAB GR Equity	9,91	11,26	13,7%
IFX GR Equity	29,62	33,65	13,6%
SRT3 GR Equity	252,10	285,70	13,3%
AT1 GR Equity	2,04	2,30	12,7%
RDC GR Equity	111,70	125,65	12,5%
TUI1 GR Equity	5,08	5,65	11,2%
FRE GR Equity	25,05	27,82	11,1%

Ожидания и стратегия

Индекс DAX ожидаемо поднялся до отметки 16 000 пунктов. При уверенном закреплении над этим уровнем может последовать обновление исторических максимумов вблизи 16 500 пунктов. Тем не менее, вероятнее всего, в ближайшие пару недель бенчмарк скорректируется вниз – в район 15 750 пунктов.

Рынок Германии

Важные новости

- **Конституционный суд Германии вынес решение относительно трат на проекты в области возобновляемой энергетики.** Решением суда правительству запрещено тратить ранее заложенные кредитные 60 млрд евро на финансирование данных начинаний.
- **Минфин предложит проект дополнительного бюджета на 2023 год.** В обновленный документ войдет повышение заданного «лимита на госдолг» в размере 0,35% ВВП. Правительство планирует сократить расходы на 15,1 млрд евро и привлечь новый долг на 43,2 млрд евро для покрытия дефицита бюджета.
- **Институт Ifo представил статистику настроений бизнеса Германии за ноябрь.** Согласно опубликованным данным показатель улучшается третий месяц подряд, достигнув 87,3 пункта при консенсусе 87,5.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционный
обзор №284

30 ноября 2023

ffin.global



Continental AG. Прибыль на прокачку

Достижению акциями CON целевой цены будет способствовать программа оптимизации управления, предполагающая дополнительную ежегодную прибыль в объеме 400 млн евро

Причины для покупки:

- **Результаты за третий квартал.** Объем продаж Continental с июля по сентябрь сократился на 1,5% г/г, до 10,2 млрд евро, EBIT увеличилась на 7,1%, до 637 млн евро, а прошлогодний чистый убыток в размере 211 млн евро сменился чистой прибылью объемом 299 млн евро. Компания скорректировала прогноз продаж в секторе автомобильной группы из-за продолжающегося негативного воздействия валютного курса. Обновленный ориентир предполагает продажи на сумму 20–21 млрд евро (ранее: 20,5–21,5 млрд) при общей выручке в пределах 41–43 млрд евро (ранее: 41,5–44,5 млрд евро).
- **Оптимизация административной структуры.** За счет упрощения системы управления Continental намерена экономить до 400 млн евро в год. Компания определила дальнейшие меры по повышению конкурентоспособности своего автомобиль-

ного сектора до 2025 года. Целью стратегии является создание более экономичной системы управления бизнеса во всех регионах присутствия, а также ускорение процесса принятия решений. Организационная структура оптимизирована с шести до пяти бизнес-направлений.

- **Рекомендации ведущих инвестдомов.** На текущий момент акции Continental покрывает 24 инвестбанков. Восемь из них, в том числе Berenberg, Barclays, Citi, HSBC дают рекомендацию «покупать» с целевой ценой 83 евро, 90 евро, 87 евро и 75 евро соответственно. Еще 14 инвестдомов советуют держать бумаги компании. Средняя целевая инвестбанков составляет 81,63 евро.
- **Техническая картина.** Акции Continental AG близки к уровню сопротивления 72 евро, в случае его пробоя откроется потенциал роста до 81,38 евро.

Среднесрочная идея

Continental AG	
Тикер на Xetra	CON
Текущая цена	69,88 евро
Целевая цена	81,63 евро
Потенциал роста	16,8%

Динамика акций CON на Xetra



Бонды Freedom Holding Corp. обеспечивают долларовую доходность 12% годовых

Дочерняя структура Freedom Holding Corp. Freedom Finance SPC эмитировала облигации номинальной стоимостью \$100 со ставкой купона 12% годовых в первые два года обращения (затем она будет рассчитываться по формуле: Effective US Federal Funds Rate +6,5%). Выплаты купона будут осуществляться ежемесячно, гарантия на исполнение обязательств от FRHC на основную сумму долга и купоны – 100%. Минимальная сумма заявки на покупку – \$1000.

АО «Фридом Финанс» провело размещение ESG-облигаций в поддержку устойчивого развития

АО «Фридом Финанс» разместило на KASE трехлетние зеленые облигации TOO Black Biotechnology (BBT) на сумму 1,5 млрд тенге с доходностью к погашению 21,5% годовых. Данные ценные бумаги имеют ESG-статус ввиду их соответствия принципам зеленых облигаций Международной ассоциации рынков капитала (ICMA), что подтверждено независимой оценкой Green Investment Group на уровне «высокая/отлично». Объем выпуска составляет 2 млрд тенге. Купонное вознаграждение будет выплачиваться дважды в год по ставке 21,5% годовых, которая зафиксирована на весь трехлетний период обращения. Ценные бумаги включены в официальный список KASE под торговым кодом BKBTb1.

Ставка купонного вознаграждения будет преимущественно субсидироваться АО «Фонд развития предпринимательства ДАМУ» в размере 15,5% годовых, оставшиеся 6% годовых будут обслуживаться самим эмитентом. Кроме того, исполнение обязательств по облигациям гарантировано АО «Социально-предпринимательская корпорация Алматы», которое принимает на себя безотзывное солидарное с BBT обязательство по выплате основного долга в сумме до 1,5 млрд тенге (75% объема выпуска). Дополнительно к указанным в проспекте облигаций условиям предусмотрены ковенанты, обеспечивающие дополнительную защиту интересов инвесторов, при нарушении которых держатели вправе требовать досрочного выкупа своих бумаг. Контроль за соблюдением ковенантов осуществляет представитель держателей облигаций, в роли которого выступает один из профессиональных участников рынка ценных бумаг Казахстана.

«Благодаря подобным ESG-инструментам финансирования в целом улучшается культура инвестирования в стране и расширяется спектр надежных механизмов. Мы видим, как

повышается спрос на социально ответственные ценные бумаги на фондовом рынке. Высокая фиксированная доходность и наличие гарантии от государства в совокупности с принципами устойчивого развития компании привлекли большое внимание инвесторов. Вывод на рынок продукции эмитента способствует распространению практик «устойчивого земледелия» и обеспечению продовольственной безопасности с меньшим негативным воздействием на окружающую среду, а также вторичному использованию отходов угольной и добывающей промышленности. Размещение зеленых облигаций стало очередным шагом на пути к достижению целей устойчивого развития ООН посредством экологичного повышения производительности сельского хозяйства и практической реализации принципов экономики замкнутого цикла», – комментирует событие председатель правления АО «Фридом Финанс» Сергей Лукьянов.



Инвестиционный
обзор №284

30 ноября 2023

ffin.global



Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №284

30 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.