

№287 1 февраля 2024

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Индексы обновляют рекорды

Январь стал прибыльным для инвесторов благодаря достижению основными индексами США исторических максимумов на фоне устойчивости экономики и замедления инфляции

Казахстан

На волне коррекции

Узбекистан

Акции в поисках дна

Германия

Высокотехнологичный позитив

Армения

Нацбанк обошелся без сюрпризов

ОАЭ

В ожидании вектора

Содержание



Рынок США. Индексы обновляют рекорды.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Сила сложного процента, или Секретная формула богатства	5
Актуальные тренды. Обзор на 30 января.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. Simon Property: как за каменной стеной.....	12
Оptionная идея. PUT CREDIT SPREAD ON INTC.....	14
Обзор венчурных инвестиций.....	15
IPO BBV Foods Inc. Размещение по-мексикански.....	16
Рынок Казахстана. На волне коррекции	17
Рынок Узбекистана. Акции в поисках дна.....	19
Рынок Германии. Высокотехнологичный позитив	21
Среднесрочная идея. Volkswagen AG. Инновации рулят	23
Рынок Армении. Нацбанк обошелся без сюрпризов	24
Рынок ОАЭ. В ожидании вектора	26
Новости Freedom Holding Corp.....	28
Контакты.....	29

Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global

Фондовый рынок США

Индексы обновляют рекорды

Первый месяц года принес инвесторам прибыль. Основные фондовые индексы США достигли исторических максимумов благодаря устойчивости экономики и замедлению инфляции



Новости одной строкой

- 19.01.2024** Продажи домов на вторичном рынке США в декабре сократились до минимума с августа 2010 года
- 24.01.2024** ФРС ужесточила условия программы экстренного кредитования для банков (BTFP) и подтвердила ее завершение в марте
- 24.01.2024** По данным Минэнерго США, экстремальные морозы привели к падению нефтедобычи на 1 млн баррелей в сутки
- 25.01.2024** По предварительной оценке, ВВП США за четвертый квартал вырос на 3,3% кв/кв, значительно опередив консенсус на уровне 2%

По состоянию на 30.01.2024

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	1,03%	2,47%
QQQ	Индекс NASDAQ100	0,62%	3,15%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,66%	1,53%
UUP	Доллар	0,29%	2,55%
FXE	Евро	-0,35%	-1,70%
XLF	Финансовый сектор	1,90%	3,09%
XLE	Энергетический сектор	5,09%	-1,70%
XLI	Промышленный сектор	0,87%	-0,44%
XLK	Технологический сектор	0,79%	4,61%
XLU	Сектор коммунальных услуг	0,38%	-2,84%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,14%	2,92%
SLV	Серебро	0,92%	-6,04%
GLD	Золото	-0,49%	-2,46%
UNG	Газ	-3,17%	2,13%
USO	Нефть	6,22%	4,12%
VXX	Индекс страха	-3,13%	-10,42%
EWJ	Япония	-0,77%	3,29%
EWU	Великобритания	2,13%	-1,36%
EWG	Германия	1,73%	-1,01%
EWQ	Франция	2,87%	-0,91%
EWI	Италия	-0,06%	-1,59%
GREK	Греция	0,96%	2,13%
EEM	Страны БРИК	1,30%	-2,02%
EWZ	Бразилия	1,24%	-5,06%
RTSI	Россия	-1,78%	4,41%
INDA	Индия	-0,81%	1,36%
FXI	Китай	4,24%	-2,67%



Инвестиционный обзор №287

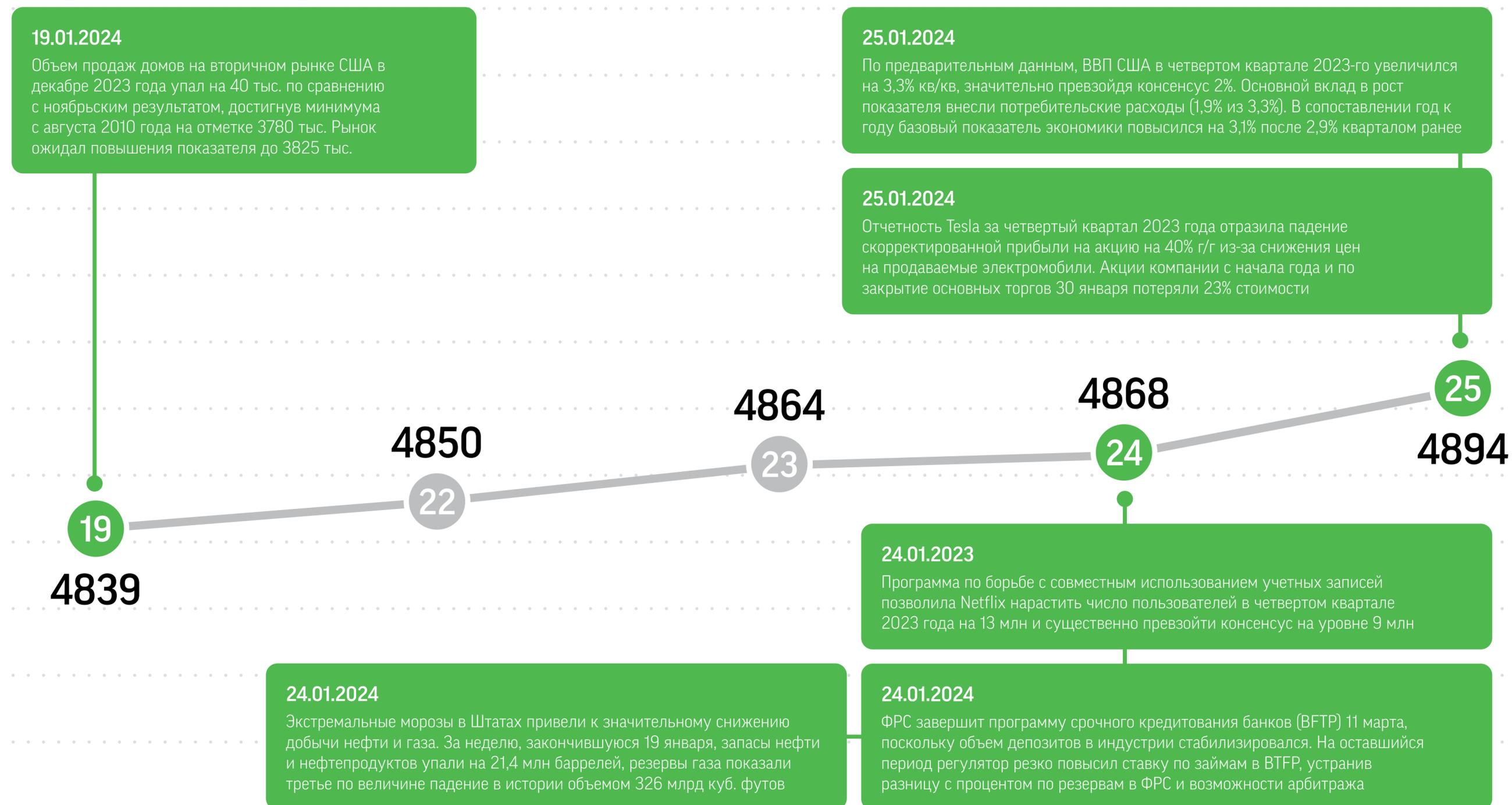
1 февраля 2024

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (19.01.2024 – 25.01.2024)



Самое главное

Сила сложного процента, или Секретная формула богатства

Многие задаются вопросом, как успешно инвестировать, но редко задумываются над эффектом сложного процента. Хотя именно в этом эффекте и заключается секрет успеха для любого инвестора. Предположим, что вы можете составить консервативный портфель с ожидаемой доходностью 5% в год. Начисляться он будет на ежемесячной основе с ваших 25 лет с расчетом на то, чтобы вы смогли выйти на пенсию к 65 годам. В таком сценарии нужно откладывать \$656 ежемесячно, чтобы, отправляясь на заслуженный отдых, располагать \$1 млн. Однако, если этот процесс начать в 35 лет, придется ежемесячно сберегать \$1202, а если приступить к решению этой задачи в 45, необходимая сумма увеличится до \$2433 в месяц. Если же инвестор начнет копить на пенсию лишь в 55 лет, ему придется ежемесячно откладывать \$6440, чтобы достичь необходимого результата, и это без учета инфляции. На приведенном примере отчетливо видно: чем раньше стартует процесс накопления, тем сильнее будет благоприятный эффект сложного процента. Как уже было упомянуто, при решении задачи накопить на безбедную старость мы не учитывали влияние инфляции. Чтобы реальные доходы соответствовали ожиданиям инвестора, нужно увеличить ожидаемую доходность, например, путем формирования портфеля из акций. Так, индекс S&P 500 последние 60 лет позволял заработать в среднем 10% в год. Однако с ростом доходности усиливаются и риски, а для их смягчения необходимо отбирать компании более точно. Для консервативных инвестиций подойдут нециклические сектора: поставщики услуг ЖКХ и здравоохранения, а также производители товаров первой необходимости. Представители этих индустрий менее подвержены влиянию экономической и геополитической нестабильности. Несмотря на выбранный консервативный подход, стоит останавливать выбор на инновационных компаниях с максимальным количеством патентов для развития бизнеса. Этим требованиям оптимально соответствует отрасль здравоохранения (в ЖКХ и в секторе товаров первой необходи-

мости такие компании тоже есть, но они менее очевидны), на котором мы и сосредоточимся. Список эмитентов возьмем из The Health Care ETF (XLV), а ключевыми параметрами для нас станут рост выручки за последний год (более 10%), маржинальность (более 10%), объем чистого долга по отношению к операционной прибыли (менее 1) и стоимость бизнеса по соотношению P/E (менее 25). Этим параметрам соответствуют Merck (MRK), Pfizer (PFE), Vertex Pharmaceuticals (VRTX) и Incyte (INCY). Однако Pfizer в настоящее время столкнулась с проблемой сбыта препаратов для лечения и профилактики COVID-19 в связи с резко упавшим спросом. Продажи антиковидного лекарства Paxlovid в четвертом квартале оказались крайне невысокими, возврат партий этого продукта за последний отчетный период обусловил отрицательную выручку в объеме \$3,14 млрд. Хотя у Pfizer есть способы преодоления этого кризиса и возможность сохранить привлекательность для инвесторов, для нашей стратегии ее акции не подходят, так как бизнес не соответствует требованиям к продуктовой линейке.

Инвесторы, рассчитывающие выйти на пенсию пораньше, должны иметь инструментарий, который будет работать в большинстве случаев, оставаясь достаточно консервативным. Как показывают наши исследования, эти характеристики позволяют существенно увеличить шансы на успех при формировании долгосрочного портфеля, который будет расти в соответствии с принципом сложных процентов. При использовании данного метода не стоит забывать о диверсификации и ответственном подходе к инвестированию. По любым возникающим вопросам вы всегда можете обратиться к своему инвестиционному консультанту, который поможет сформировать портфель под ваши задачи.

Ожидаем

Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4800–5000 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Важные новости

Продажи домов на вторичном рынке США в декабре сократились на 40 тыс., до 3780 тыс., что соответствует минимуму с 2010 года. Консенсус предполагал результат на уровне 3825 тыс. Объем реализации новых домов увеличился на 49 тыс., до 664 тыс., благодаря снижению процентной ставки по ипотечным кредитам.

ФРС ухудшила условия срочного финансирования банков через программу BTFP, запущенную 11 марта 2023 года после кризиса в индустрии. Регулятор повысил процент по займам в BTFP с 4,88% до 5,4% (ставки по резервам банков в ФРС), чтобы исключить возможность арбитража на разнице ставок. Программа не будет продлена, поскольку ситуация в финансовом секторе стабилизировалась.

Экстремальные морозы в США в середине января привели к падению добычи нефти на 1 млн баррелей в сутки (МБС), до 12,3 МБС. Добыча газа обвалилась на 8% на неделе, закончившейся 17 января. Объемы производства углеводородного сырья могут быть восстановлены к концу января.

Предварительные данные отразили рост ВВП США в четвертом квартале на 3,3% кв/кв после 4,9% в июле-сентябре. Консенсус предполагал увеличение базового показателя экономики на 1,8%. Наибольший вклад в его рост внесли потребительские расходы (1,9%). В соотношении год к году ВВП повысился 3,1% по сравнению с 2,9% кварталом ранее.

Актуальные тренды

Обзор на 30 января

Глобальная картина

S&P 500 завершает первый месяц года в плюсе: на 29 января рост индекса составил 3,3%. Он оказался ниже, чем у NASDAQ 100 (+4,58%), но опередил динамику DJ Industrial Average (+1,71%). Несмотря на повышение уверенности инвесторов в «мягкой посадке» экономики США, активные ребалансировки портфелей, которые наблюдались в ноябре-декабре 2023 года, локально сошли на нет – около 67% прироста индекса S&P 500 с начала года обеспечили компании, входящие в топ-5 по капитализации. Третью неделю января рынки завершили в плюсе на фоне позитивных данных по розничным продажам, а также ввиду устойчивости инфляционных ожиданий домохозяйств. В ходе четвертой недели месяца поддержку котировкам индекса S&P 500 продолжали оказывать сильные данные по экономике и уменьшение доходностей и гособлигаций США, вопреки сокращению вероятности снижения ставки ФРС в марте.

Несмотря на неоднозначные результаты отчетности, реакция рынка на релизы остается преимущественно позитивной. На 26 января EPS в публикациях в среднем превышала общерыночные ожидания на 1,5%. По состоянию на 29 января отчеты представили 29% компаний, входящих в S&P 500, у 74,3% из них прибыль на акцию оказывалась выше консенсуса. На общем фоне выделяются результаты производителей полупроводников: сильные отчеты TSMC (TSM) и ASML (ASML) обеспечили 29% роста S&P 500 за последние две недели. Инвесторы отреагировали как на успешные фактические показатели, так и на комментарии в отношении перспектив восстановления сектора. Поддержку «быкам» оказали также отчеты Netflix (NFLX-US) и International Business Machines (IBM-US), акции которых на фоне публикации поднялись на 10,7% и 9,5% соответственно. Главными разочарованиями стали результаты Tesla (TSLA-US) и Intel (INTC-US). Автоконцерн отразил в релизе слабость спроса и давление на маржу, а полупроводниковый гигант дал чрезвычайно осторожные прогнозы на первый квартал.

В ближайшие две недели финансовую отчетность представят Apple (AAPL-US), Amazon (AMZN-US), Eli Lilly & Co. (LLY-US), ExxonMobil (XOM-US), Mastercard (MA-US).

Макроэкономическая статистика

Макроданные последних двух недель оказали существенную поддержку рынку и повысили вероятность реализации так называемого сценария Златовласки для экономики США. Так, базовые декабрьские розничные продажи выросли на 0,4% м/м (консенсус +0,2%), базовые заказы на товары длительного пользования поднялись на 0,6% м/м (консенсус +0,2%), рост ВВП в четвертом квартале составил 3,3% (консенсус +2%). При этом декабрьский базовый индекс расходов на личное потребление прибавил 2,9% г/г (консенсус +3%), а инфляционные ожидания продолжили снижаться как на однолетнем, так на пятилетнем горизонте.

Фокус инвесторов будет сосредоточен на данных по рынку труда (динамика безработицы, заработных плат и числа открытых вакансий), PMI и инфляционных ожиданиях.

Монетарная политика ФРС

Согласно данным «Бежевой книги», потребительские расходы сохранили устойчивость, поддержав экономическую активность. В целом большинство округов, участвующих в опросах ФРС, сообщили о «незначительных или отсутствующих изменениях» экономической активности за отчетный период, а представители компаний с оптимизмом смотрели в будущее. Кроме того, данные «Бежевой книги» указывают на то, что компании видят ослабление инфляционного давления в последние недели, в том числе в силу «повышенной чувствительности потребителей к ценам». Также почти все округа отметили охлаждение рынка труда.



Техническая картина

Котировки индекса S&P 500 смогли закрыться выше исторического пика 2022 года, что позитивно для среднесрочного тренда. При этом локально открытие длинных позиций по индексу выглядит рискованным с технической точки зрения: котировки находятся около верхней границы восходящего канала, а осциллятор RSI остается в зоне перекупленности с 23 января, что может сигнализировать о потенциальном локальном откате индекса.



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
SPG	SIMON PROPERTY GROUP, INC.	Инвестиционные трасты недвижимости	46 238	2024-01-26	142	160	2025-01-25	13%	Покупать
HAL	HALLIBURTON COMPANY	Нефтегаз	33 287	2024-01-16	37	43	2025-01-15	16%	Покупать
GM	GENERAL MOTORS COMPANY	Автомобилестроение	48 466	2024-01-02	35	41,5	2025-01-01	17%	Покупать
CROX	CROCS, INC.	Одежда и предметы роскоши	6 323	2023-10-27	104	131	2024-10-26	25%	Покупать
SBUX	STARBUCKS CORPORATION	Гостиницы, рестораны и досуг	106 202	2023-11-03	94	102,7	2024-11-02	9%	Держать
KHC	THE KRAFT HEINZ COMPANY	Продукты питания	45 762	2023-09-29	37	44	2024-09-28	18%	Покупать
FTNT	FORTINET, INC.	Программное обеспечение	51 028	2023-09-15	66	75	2024-09-14	13%	Покупать
BIDU	BAIDU	Информационные технологии	30 515	2023-08-18	108	180	2024-08-17	67%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	35 865	2023-11-09	248	300	2024-11-08	21%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	9 764	2024-01-30	15	20	2025-01-29	34%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	29 345	2023-12-12	134	144	2024-12-11	8%	Держать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	13 552	2023-07-25	60	82	2024-07-24	36%	Покупать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	20 524	2024-01-30	89	113	2025-01-29	27%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	142 356	2023-08-18	92	115	2024-08-17	25%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	26 576	2023-08-18	31	38	2024-08-17	22%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	2 202	2024-01-30	6	7	2025-01-29	13%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	2 202	2024-01-30	6	7	2025-01-29	13%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	3 083	2024-01-30	6	7	2025-01-29	18%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	3 083	2024-01-30	6	7	2025-01-29	18%	Покупать

Инвестиционный обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Во время сезона отчетов целевые цены могут измениться

Для компаний Live Nation Entertainment (LYV), Luminar Technologies (LAZR) и Peloton Interactive (PTON) в качестве целевой цены представлен консенсус FactSet. Компании Alphabet inc. (GOOGL) и Intercontinental exchange (ICE) исключены ввиду реализации потенциала роста. Компания Chindata Group Holding Ltd. (CH) исключена в связи с приватизацией.

Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



На премаркете 18 января квартальный отчет представила **Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSM)**. Результаты в целом оказались немного лучше ожиданий инвесторов, так же как и гайденс на этот квартал и весь 2024 год. Тем не менее инвесторы были воодушевлены оптимистичными комментариями менеджмента относительно состояния отрасли, что привело к росту котировок ADR компании на торгах 19 января на 9,8%. Реализация международных проектов идет по плану, но сохраняется частичная неопределенность с господдержкой США. Долгосрочный потенциал TSMC, как лидера отрасли, остается неизменным, технологическая карта реализуется согласно плану. Ожидается повышенное давление на маржу из-за роста производства по технологии N3, в том числе с переносом части оборудования из N5-фабрик. Ключевым риском остается возможное снижение загрузки мощностей TSMC на ввиду усиления конкуренции со стороны Samsung, Intel, GlobalFoundries.

Выручка компании за отчетный квартал оказалась немного выше консенсуса и в долларовом выражении выросла на 13,6% кв/кв, до \$19,6 млрд (-1,5% г/г), при собственном гайденсе \$18,8-19,6 млрд и консенсусе \$19,5 млрд. Среди основных драйверов роста выступают продажи в передовых технологических сегментах, доля которых в общей выручке продолжает расширяться. Для последнего квартала календарного года характерно активное повышение выручки с продаж чипов для смартфонов. На этот раз оно составило 27% кв/кв и 11% г/г. Доходы сегмента решений для высокопроизводительных вычислений (HPC) увеличились на 17% кв/кв после 6% кварталом ранее. Выручка направления Automotive выросла на 13% кв/кв после падения на 24% за предыдущий отчетный период. Доходы от IoT упали на 29% кв/кв и на 39% г/г. За полный 2023 год выручка TSMC снизилась на 8,7% г/г, но сокращение доходов всей индустрии foundry составило около 13%, а сжатие полупроводниковой отрасли (без учета чипов памяти) оказалось равно примерно 2%.

TSMC удалось улучшить показатели рентабельности, немного превзойдя собственные гайденсы и прогнозы рынка на всех уровнях. Валовая маржа за квартал упала на 1,3 п.п. – с 54,3% до 53% при консенсусе на уровне 52,9% и гайденсе менеджмента в пределах 51,5-53,5%. Давление на маржу от запуска 3-нм остается ключевым негативным фактором. Операционная маржа достигла 41,6% (консенсус: 41%, гайденс: 39,5-41,5%), даже несмотря на ощутимый рост R&D-расходов для поддержания прогресса в развитии производства на базе 3-нм- и 2-нм-техпроцессов. В результате Earnings per ADR составили \$1,44, на 4,3% превысив средние прогнозы на отметке \$1,38.

Гайденс на первый квартал и весь 2024 год в целом совпал с ожиданиями рынка. Долгосрочные цели по марже, CAPEX-программа и запуск новых производств соответствуют плану, но валовая маржа в текущем году окажется под давлением. Сохраняется частичная неопределенность относительно господдержки в США.

Гайденс TSMC в отношении выручки на текущий квартал находится в диапазоне \$18-18,8 млрд (падение на 4-8% г/г) в рамках консенсуса \$18,4 млрд (-6,2%). Прогнозируется сезонное снижение доходов от сегмента смартфонов, которое будет частично компенсировано дальнейшим ростом показателей направления HPC. Валовая маржа планируется в диапазоне 52-54% по мере роста выручки и загрузки 3-нм-производства, притом что в консенсус заложен результат 51,3%. Операционная маржа может составить 40-42% против общерыночных ожиданий 39,5%.

По итогам года менеджмент планирует увеличить выручку на 20-25% г/г, что в целом совпадает с ожиданиями рынка. Ключевым драйвером роста станет сегмент HPC. В сегменте потребительской электроники, в частности смартфонов, продолжится восстановление. Ближе ко второму полугодию распространение ИИ-функционала позволит существенно ускорить рост доходов от направлений Smartphones и Automotive. По итогам года прогнозируется увеличение рынка foundry примерно на 20% при расширении полупроводниковой отрасли (без учета чипов памяти) более чем на 10%. Восстановление отрасли позволит повысить загрузку мощностей TSMC и улучшить ее валовую маржу. Несмотря на рост зарубеж-

ного производства, инфляционное давление и колебания валютных курсов, долгосрочная цель по валовой марже TSMC остается на уровне 53+%. Дальнейшее наращивание производства по технологии N3 в 2024 году приведет к сокращению валовой маржи на 3-4 п.п. по сравнению с 54,4% в 2023 году. Также краткосрочное давление на маржу из-за разовых расходов окажет решение менеджмента использовать часть оборудования N5-фабрик для производства по технологии N3, что позволит снизить CAPEX и обеспечит более эффективное использование мощностей в долгосрочной перспективе. Это решение приведет к сжатию валовой маржи на 1-2 п.п. во второй половине 2024 года.

CAPEX за ушедший год составили \$30,5 млрд при изначально запланированных \$32,0 млрд. В 2024-м компания намерена направить на эти цели \$28-32 млрд. Около 70-80% данных инвестиций придется на передовые техпроцессы, около 10-20% – на специализированные производства (Specialty Technology), к которым относится широкий перечень чипов от радиочастотных (RF) и аналоговых до энергонезависимой памяти (NVM). Оставшиеся 10% будут вложены в расширение мощностей по упаковке кристаллов, из-за проблем с которой NVIDIA не удалось нарастить выпуск своих ИИ-чипов. В текущем году TSMC планирует удвоить свой производственный потенциал. При этом рост D&A составит около 30% г/г. На горизонте трех-пяти лет менеджмент ориентируется на объем капзатрат около 35% от выручки.

Реализация международных проектов идет по плану, но сохраняется неопределенность по поводу госфинансирования в США в соответствии с CHIPS Act. Specialty Technology – фабрика в Японии (Кумамото), ориентированная на 12/16 нм и 22/28 нм, официально открывается в конце февраля, на проектную мощность это производство должно выйти в четвертом квартале. На площадке в Аризоне старт коммерческого выпуска продукции запланирован на первую половину 2025 года. Реализация планов строительства второй очереди и ее технологической спецификации будет зависеть от объема полученной господдержки.

Реализация технологической карты идет по плану, как и разработка производства на базе 2-нм-техпроцессов. Его запуск наме-

Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

чен на 2025 год. Несмотря на агрессивные заявления Intel о превосходстве своих 2-нм-технологий над аналогами, менеджмент TSMC (как и большинство участников рынка) уверены в сохранении технологического лидерства. Тем не менее внедрение повышающей энергоэффективность технологии подачи питания с обратной стороны чипа TSMC планирует на второе полугодие 2025 года, а массовое производство должно начаться в 2026-м. Мы даем рекомендацию «покупать» по ADR TSM и повышаем целевую цену со \$110 до \$125.

NETFLIX

24 января стриминговый сервис **Netflix (NFLX)** отчитался за четвертый квартал выручкой в размере \$8,8 млрд, что примерно соответствует нашим ожиданиям и на 1,3% превышает консенсус. Лучшие прогнозы оказались как ARPU, составившая \$11,6 в месяц (консенсус: \$11,5, ориентир Freedom Broker: \$11,7), так и расширение базы пользователей на 13 млн (консенсус и ориентир Freedom Broker: 9 млн). Основной драйвер роста аудитории – продолжающаяся кампания против совместного использования учетных записей. Инвесторы недооценили эффект от данной инициативы, хотя четвертый квартал традиционно характеризуется более высокими темпами увеличения пользовательской базы (в среднем за октябрь-декабрь 2021–2023 годов генерировалось 59% годового роста показателя). На 39% расширение аудитории в последнем отчетном периоде обеспечил регион EMEA. Менеджмент объяснил это выходом популярного в регионе контента («Корона», «Кровавое побережье» и т. д.). Также было отмечено, что число подписчиков с тарифами с рекламой, обеспечивающих более высокую ARPU, увеличилось на 40%, достигнув 23 млн. EBITDA на 27% превысила ожидания рынка и оказалась на 10% лучше нашего прогноза. Рентабельность по EBITDA с прошлогодних 8% поднялась до 18%. При этом чистая прибыль и EPS недотянули консенсуса 5%, что объясняется более высокими расходами на налог на прибыль, а также прочими издержками в объеме \$173 млн, не учтенными

в консенсусе. Мы полагаем, что эти расходы являются неденежными переоценками долга в связи с ослаблением доллара в течение квартала, которое было заложено в нашей модели. Свободный денежный поток оказался на 33% выше ожиданий. Мы предполагаем, что дело в более низких, чем прогнозировалось, затратах на создание контента. Вероятно, в полной мере рост таких затрат после окончания забастовки сценаристов и актеров начнется уже в нынешнем году, в течение которого Netflix планирует потратить \$17 млрд на создание контента. Менеджмент Netflix прогнозирует двузначный рост выручки после 7% по итогам 2023-го. Консенсус предполагает повышение показателя на 14%. Декомпозиции ожидаемого менеджментом роста выручки на прирост пользователей и увеличение ARPU приведено не было, однако мы предполагаем, что определенного прироста ARPU можно ожидать, так как число подписчиков с рекламным тарифом продолжит увеличиваться, а некоторые тарифы были повышены, что в полной мере отразится на показателях текущего года. В октябре-декабре ARPU сократилась на 1% кв/кв. Прогноз операционной рентабельности на текущий год повышен с 22–23% до 24% (консенсус: 13%). По итогам первого квартала менеджмент рассчитывает на повышение выручки на 13% (консенсус: 14%). Кроме того, собственный прогноз компании и консенсус предполагают увеличение числа пользователей и ARPU в годовом выражении. Мы позитивно оцениваем результаты Netflix за отчетный период, отмечая значительное превышение ориентиров в отношении расширения аудитории сервиса и рентабельности бизнеса, а также воспринимаем намеки менеджмента на рост ARPU как однозначно положительный сигнал для инвесторов.



На постмаркете 25 января отчет за четвертый квартал 2023 года представила **Intel (INTC)**. Результаты превзошли общерыночные ожидания, а прогнозы на текущий квартал стали большим разочарованием для инвесторов. На этом фоне по итогам торгов 26

января котировки INTC упали на 11,9%. Компания смогла порадовать инвесторов сильными продажами, в особенности в сегменте потребительских решений (Client Computing Group), на фоне уверенного восстановления рынка ПК. В остальных сегментах выдающихся результатов эмитент не продемонстрировал. После крайне слабого текущего квартала менеджмент рассчитывает на быстрое восстановление с высокими последовательными темпами роста выручки и EPS. Несмотря на сохраняющиеся трудности, мы отмечаем два фактора, которые позволяют нам улучшить финансовые прогнозы. Во-первых, общий объем заказов на 2024 год на семейство ИИ-ускорителей Gaudi уже превысил 2 млрд и контрактный производитель TSMC (TSM) выделит мощности под них. Во-вторых, общий спрос на услуги Intel Foundry Services (IFS) продолжает расти, и совокупная стоимость соглашений с клиентами уже достигла более \$10 млрд (договоры сроком до 5 лет). Мы все еще оцениваем Intel как рискованную инвестицию, ведь компании предстоит долгий путь, чтобы начать отвоевывать исконно свои сегменты, а также побороться в foundry-бизнесе с TSMC и Samsung. Темпы роста бизнеса превзошли ожидания рынка благодаря сильным продажам в сегменте Client Computing Group. Выручка Intel за октябрь-декабрь 2023-го увеличилась на 9,7% г/г, до \$15,4 млрд (собственный гайденс: \$14,6–15,6, консенсус: \$15,2 млрд, +8% г/г). Основным позитивным драйвером стало более активное, чем ожидалось, увеличение выручки в сегментах Client Computing Group на фоне восстановления спроса на ПК. Выручка сегмента Client Computing Group (CCG) выросла на 33,1% г/г и 12,4% кв/кв, до \$6,8 млрд (консенсус: +27,4% г/г). Интенсивное увеличение объемов продаж продемонстрировали и корпоративный, и игровой сегменты. Объем реализации решений для ноутбуков вырос на 41,6% г/г. Операционная маржа сегмента CCG за квартал повысилась с 26% до 33% благодаря последовательному росту продаж и оптимизации затрат.

Оптимизм компаний и аналитических агентств относительно восстановления рынка ПК продолжает усиливаться. По данным Canalys, мировые поставки ПК в четвертом квартале без учета Apple, которая использует собственные чипы, увеличились на

Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

2,4% г/г. В 2024-м Canalys ожидает роста рынка ПК (в натуральном выражении на 7,6% г/г. Опросы, проведенные агентством, указывают на усиливающийся оптимизм поставщиков Windows ПК. 47% респондентов прогнозируют рост поставок десктопов на базе Windows более чем на 10%. По оценкам агентства, в 2024-м на ПК с ИИ-функционалом придется около 19% всех поставок (~51 млн устройств). При этом сама Intel прогнозирует рост всего рынка ПК в 2024 году на 1–4% и поставки этой техники с ИИ-функционалом в объеме около 40 млн единиц (~14%). Стоит отметить, что некоторые аналитические агентства приводят более консервативные, чем Canalys оценки, но общий позитивный тренд сохраняется. Рост доходов от сегмента Data Center & AI оказался немного слабее ожиданий из-за низких продаж FPGA, даже при учете двузначных темпов роста серверного сегмента. Рост портфеля заказов на 2024 год на ИИ-ускорители Gaudi дает повод для оптимизма на среднесрочную перспективу. Выручка от Data Center & AI (DCAI) составила \$4 млрд, сократившись на 9,9% г/г при увеличении на 4,5% кв/кв, тогда как в консенсус закладывалось снижение показателя на 7,9% г/г, до \$4,1 млрд. Позитивную динамику выручки обусловили рост всего рынка в натуральном выражении и повышение ASP на фоне спроса на более мощные чипы Intel Xeon. Компания отмечает двузначные темпы роста продаж классических серверных продуктов, позитивный эффект от которых был частично нивелирован спадом продаж FPGA на фоне коррекции запасов клиентов. Операционная маржа сегмента DCAI осталась без особых изменений – около 2%. Менеджмент ожидает последовательного снижения выручки за январь-март в этом сегменте, который в первую очередь зависит от классических серверных CPU, на 10–20% кв/кв. Несмотря на временное ослабление спроса на классические серверные CPU, менеджмент ожидает восстановление роста в течение этого года. Коррекция запасов в сегменте FPGA, вероятно, продолжится до второй половины 2024-го. После слабого старта года менеджмент рассчитывает на нормализацию темпов увеличения доходов, которое будет поддержано выпуском новых продуктов Intel, в том числе ИИ-ускорителя Gaudi 3. Выручка сегмента Network & EDGE (NEX) упала на 23,6% г/г, но

это оказалось лучше ожиданий менеджмента. Слабость спроса и коррекция запасов продолжаются, особенно в телекоммуникационном сегменте, где нормализация спроса займет весь этот год. В то же время востребованность сетевого оборудования и ряда других продуктов полностью компенсирует связанный с этим негатив. После первого квартала Intel прогнозирует сильный последовательный рост выручки всего сегмента NEX. Операционная маржа сегмента вернулась в отрицательную зону и составляет -1%. Выручка сегмента Mobileye за квартал выросла на 20%, до \$637 млн (+12,7% г/г при консенсусе +11% г/г). Операционная маржа здесь повысилась с 32% до 38%. В текущем квартале ожидается значительное сокращение выручки от этого направления, но обновленный прогноз на весь 2024 год в целом позитивен. Оптимистичному настрою способствует также ряд заключенных на CES 2024 стратегических соглашений, а также ставка самой Intel на автомобильные чипы. Напомним, что Intel недавно объявила о приобретении Silicon Mobility, специализирующейся на автомобильных чипах, ПО и системах на кристаллах (SoC) для управления энергопотреблением электромобилей. В целом, исходя из всего портфеля партнеров, можно рассчитывать, что выручка здесь в будущем превысит \$7 млрд. Доходы сегмента Intel Foundry Services (IFS) за квартал упали на 6,5% кв/кв, до \$291 млн (+64% г/г), против ожидаемых рынком \$336 млн (+89% г/г). Ключевыми драйверами роста в годовом сопоставлении остались доходы от упаковки кристаллов. Операционная маржа по итогам квартала сократилась с -28% до -39% на фоне падения выручки. В краткосрочной перспективе менеджмент ожидает существенного сокращения доходов сегмента ввиду замедления роста выручки от упаковки кристаллов и циклического ухудшения показателей бизнеса дочерней IMS Nanofabrication. Тем не менее общий спрос на услуги Intel усиливается, а совокупная стоимость соглашений на срок до пяти лет превысила \$10 млрд. Non-GAAP валовая маржа составила 48,8% (собственный гайденс: 46,5%, консенсус: 45,5%). Non-GAAP операционная маржа достигла 16,5% по сравнению с консенсусом рынка на уровне 10,2%. Скорректированная EPS оказалась равна \$0,54 при гайденсе и консен-

сусе на уровне \$0,44. Поддержку рентабельности оказали благоприятное изменение структуры продаж, рост ASP и сокращение себестоимости в расчете на единицу продукции, а также в целом более высокие продажи и жесткий контроль затрат. В первом квартале менеджмент Intel прогнозирует увеличение выручки в пределах 4,1–12,7% г/г, до \$12,2–13,2 млрд, (консенсус: +21,7% г/г) при валовой марже Non-GAAP на уровне 44,5% (консенсус FactSet: 44,6%) и EPS в размере \$0,13 (консенсус: около \$0,35). Ухудшение результатов ожидается в большинстве сегментов бизнеса компании. В направлениях CCG и DCAI сезонный спад будет соответствовать нижней границе среднеисторического диапазона. В то же время долгосрочные цели компании по марже и уровню интенсивности капитальных вложений остались без изменений. Мы сохраняем рекомендацию «держать» по акции INTC и повышаем целевую цену с \$37 до \$41.

TESLA

25 января крупнейший в США производитель электромобилей **Tesla (TSLA)** представил отчет за четвертый квартал. По итогам основной сессии того же дня акции автоконцерна снизились до \$182,63, притом что на старте 2024 года торговались примерно по \$250 за бумагу. С начала января падению их котировок способствовали новости об очередном снижении компанией цен на свои электромобили в Китае и Европе. Публикация квартального отчета, вероятно, стала самым сильным поводом для негативной переоценки бумаг Tesla. Поставки электромобилей компании за последние три месяца 2023-го достигли рекордной отметки, превысив 484 тыс. (+19,5% г/г). В то же время выручка автомобильного сегмента компании выросла всего на 1,2% г/г, а совокупный показатель увеличился лишь на 3,4% г/г. При этом скорректированная EPS упала на 40% г/г. Отставание финансовых показателей от динамики поставок объясняется в первую очередь снижением цен реализации. По данным FactSet, в среднем электромобиль Tesla в отчетном периоде продавался по \$43,2 тыс., а годом ранее данный показатель

Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

составлял более \$50 тыс.

Рекордный объем поставок мог бы сигнализировать об успехе стратегии Tesla по стимулированию спроса через снижение цен, но рост продаж последовательно замедляется с конца 2022 года. Безусловно, сохранению высоких темпов препятствует высокая база предыдущих периодов. Однако утвержденные стратегические планы менеджмента предполагают наращивание поставок на 50% ежегодно, тогда как в 2023-м показатель удалось увеличить только на 37,6% г/г. При этом руководство Tesla предупреждает, что в текущем году тенденция к замедлению роста продаж сохранится.

Среди позитивных моментов отчетности заявление менеджмента о разработке технологической платформы для новой бюджетной модели электромобиля, которую часто упоминают в различных источниках под названием Model 2. Запуск производства этой модели, по планам Tesla, должен состояться во второй половине 2025 года, что также с высокой вероятностью может оказаться слишком оптимистичным прогнозом, учитывая, как долго компания выводила на рынок одну из своих последних на сегодняшний день моделей – электропикап Cybertruck.

FREEDPORT-McMoRAN

25 января **Freeport (FCX)** представила финансовый отчет за четвертый квартал. На первый взгляд, результаты выглядят не слишком убедительно, однако они значительно лучше, чем у других производителей меди. Выручка и скорректированная EBITDA Freeport за отчетный период в целом совпала с консенсусом и нашими оценками. Последний показатель на 3% превысил общерыночные ориентиры.

Объем реализации меди и молибдена составил 1,1 млрд и 22 млн

фунтов, что на 3% и 10% выше собственного гайденса компании и на 7% и 16% выше, чем результаты прошлого года. Компания прогнозирует стагнацию продаж меди в 2024–2026 годах, а ее конкуренты ухудшают прогнозы из-за операционных и внешнеполитических проблем. В текущем году Freeport планирует продать 4,1 млрд фунтов меди, 2 млн унций золота (+15% и более г/г) и 85 млн фунтов молибдена.

Средняя цена реализации меди в четвертом квартале составила \$3,81 за фунт, золота – \$2034 за унцию (ориентир Freedom Broker: \$3,6 и \$1900 соответственно). В 2024 году мы прогнозируем повышение цен на медь на 1,5% г/г. Freeport заявила, что краткосрочные фундаментальные показатели рынка в конце 2023 года улучшились, так как оценки роста предложения снизились с учетом недостаточных запасов меди при сохраняющемся высоком спросе на возобновляемые источники энергии во всем мире. Принимая во внимание предстоящее смягчение денежно-кредитной политики Федрезерва, мы рассчитываем на снижение цен на золото, которое, однако, должно быть сглажено ростом его продаж на 15% г/г. Компания прогнозирует, что чистые денежные затраты на единицу продукции в 2024 году останутся на уровне средних для 2023 года \$1,6 за фунт.

Один из аналогов Freeport Rio Tinto (RIO) представила производственные результаты за четвертый квартал, которые в целом соответствовали ожиданиям. При этом Rio заняла более устойчивую позицию, чем ее ближайший конкурент BHP (BHP), зафиксировавший в отчетном периоде неоднозначные результаты продаж по всем сегментам. BHP сообщила о более низком, чем ожидалось, объеме производства меди (+7% г/г) при стагнации добычи и поставок железной руды. Руководство компании ориентируется на увеличение объемов выпуска меди в пределах 6%, однако первоначальный гайденс может быть снижен. При этом у Rio в 2024 году прогнозируется уверенное повышение объемов реализации

меди и алюминия при несколько меньшем росте продаж железной руды.

Диверсифицированная добывающая компания из Канады Teck (TECK) за 2023 финансовый год добыла 296 тыс. тонн меди при собственном гайденсе на уровне 550 тыс. тонн и прогнозах Freedom Broker 375 тыс. тонн. Заметное отставание от собственных и сторонних ориентиров в первую очередь объясняется переоценкой эффективности рудника QB2, который должен был выйти на проектную мощность 480 тыс. тонн до конца года.

Чилийская государственная комиссия Cochilco повысила прогноз цены на медь на 2024 год с \$3,75 до \$3,85 за фунт с учетом нормализации денежно-кредитной политики в США, а также высокого спроса в условиях энергетического перехода, в том числе со стороны производителей электромобилей.

Напомним, что добыча на руднике Sobre Pampa, обеспечивающем около 2% мирового предложения меди, была приостановлена с конца ноября и не будет возобновлена до середины текущего года. Это усилит давление на мировое предложение меди. В Китае сокращение предложения медного концентрата в связи с остановкой упомянутого рудника приводит к росту затрат производителей на сырье. В то же время крупнейшее неразработанное месторождение меди в России Удокан должно вступить в эксплуатацию во втором квартале 2024 года. Объемы производства здесь оцениваются до 135 тыс. тонн в год в виде катодной меди или металла в концентрате с повышением до 150 тыс. тонн к 2026-му.

Мы по-прежнему оптимистично оцениваем акции компаний, специализирующихся на производстве цветных металлов, учитывая положительное влияние недавнего ралли в ценах на эту продукцию, и отдаем предпочтение акциям Rio Tinto перед BHP и Freeport перед Teck. Проблемы с производством катодной меди усугубят дефицит, вызванный перебоями поставок этого металла и сокращением объемов выпуска в целом.

Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Инвестиционная идея

Simon Property: как за каменной стеной

Акции SPG интересны для покупки с таргетом \$160

О компании

Simon Property (SPG), основанная в 1993 году братьями Саймон, владеет и управляет первоклассной коммерческой недвижимостью преимущественно в сегменте торговых центров и аутлетов премиум-класса, включая два самых узнаваемых и успешных торговых бренда в мире – Premium Outlets и The Mills. Штаб-квартира компании находится в Индианаполисе. Simon Property имеет статус инвестиционного фонда недвижимости (REIT), что обеспечивает льготный режим налогообложения в США и накладывает обязательства по распределению прибыли практически в полном объеме для сохранения статуса.

Полагаем, что акции SPG покажут позитивную динамику на горизонте нескольких месяцев.

Ключевые инвестиционные тезисы:

Переподписание истекающих договоров аренды на более выгодных условиях. Арендные ставки являются основным драйвером роста чистого операционного дохода и FFO (денежный поток на акцию) в кратко- и среднесрочной перспективе. Продление заканчивающихся в ближайшем будущем договоров аренды (за счет контрактов, завершившихся в четвертом квартале 2023-го и истекающих в 2024 году, формировалось почти 20% общей выручки) может обеспечить значительный рост арендных ставок, если ориентироваться на их средний минимальный размер по недавно заключенным новым договорам.

Повышение дивидендов. Simon Property для сохранения статуса REIT обязана распределять в качестве дивидендов 90% налогооблагаемого дохода. Несмотря на сдержанные прогнозы в отношении динамики FFO, по данным FactSet, переподписание истекающих договоров аренды на улучшенных условиях может обеспечить увеличение FFO, который, в свою очередь, ретранслируется в повышение дивиденда. Кроме того, коэффициент выплат на уровне 60% находится ниже уровня, на котором он был до пандемии, что создает дополнительное пространство для

их роста. Поддержку котировкам способна оказать и программа обратного выкупа акций объемом \$2 млрд, принятая в мае 2022-го. В прошлом году она была реализована на \$140 млн.

Ожидающееся смягчение монетарных условий в США позитивно скажется на оценке Simon Property. По данным CME FedWatch Tool, вероятность снижения ставки ФРС до конца года в диапазон 375–400 или 400–425 б.п. превышает 30%. Напомним, что в конце 2023-го значительное снижение доходности десятилетних трежерис вызвало ралли в котировках REIT в целом и в акциях SPG в частности. При падении доходности «десятилеток» на 15% бумаги Simon Property подорожали более чем на 30%. Рынки отыграют ожидающееся снижение ставки заранее, поэтому акции SPG, которые среди прочего обеспечивают высокую дивидендную доходность (5,3%), станут одним из бенефициаров намечающегося тренда.

Основные преимущества инвестиционного кейса Simon Property. В числе главных позитивных отличительных черт эмитента – сильный баланс, высококачественные активы и способность реинвестировать в свой портфель недвижимости. Эти факторы выгодно отличают компанию от аналогов, способствуя более активному, чем у конкурентов, росту заполняемости и повышению арендных ставок в долгосрочной перспективе.

Целевая цена по акции SGT – \$160, рекомендация – «покупать».



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



Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

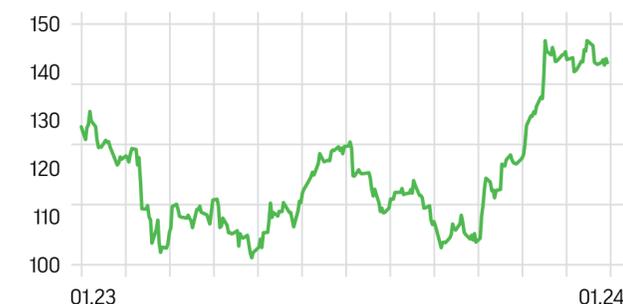
ffin.global



Тикер	SPG
Цена акций на момент анализа	\$141,73
Целевая цена акций	\$160,00
Потенциал роста	12,89%
Текущая дивидендная доходность	5,2%

Акция против индексов	д	нед	мес	кв	г
SPG	(0,2%)	(0,2%)	(0,6%)	35,6%	10,2%
S&P 500	0,8%	1,6%	3,3%	19,7%	21,1%
Russell 2000	1,7%	1,4%	(0,8%)	22,9%	5,2%
DJ Industrial Average	0,6%	0,9%	1,7%	18,2%	12,8%
NASDAQ Composite Index	1,1%	1,7%	4,1%	23,6%	34,5%

Динамика котировок SPG, \$



Инвестиционная идея

Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Выручка	4 608	5 117	5 291	5 791	6 000	6 296	6 481	6 367	6 539
Основные расходы	1 098	1 207	1 241	1 455	1 455	1 584	1 659	1 662	1 700
Валовая прибыль	3 510	3 910	4 051	4 335	4 545	4 712	4 822	4 705	4 838
SG&A	121	145	143	155	158	161	167	172	178
ЕБИТДА	3 388	3 765	3 908	4 181	4 387	4 551	4 655	4 533	4 660
Амортизация	1 318	1 263	1 227	1 259	1 288	1 316	1 369	1 425	1 483
ЕБИТ	2 070	2 502	2 680	2 921	3 100	3 235	3 286	3 108	3 178
Процентные выплаты (доходы)	784	796	761	867	920	975	1 035	1 098	1 165
Прочие доходы (расходы), вкл. доходы от неконсолидируемых дочек	(181)	697	301	219	133	95	247	511	643
ЕБТ	1 105	2 403	2 220	2 274	2 314	2 355	2 498	2 521	2 656
Налоги	(5)	157	84	61	35	42	35	38	41
Чистая прибыль	1 109	2 246	2 136	2 213	2 279	2 312	2 463	2 483	2 615
Dilluted EPS	\$3,59	\$6,84	\$6,52	\$6,63	\$6,82	\$6,92	\$7,37	\$7,43	\$7,83
DPS	\$6,00	\$5,85	\$6,90	\$7,46	\$7,68	\$7,79	\$7,91	\$8,02	\$8,14

Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	63%	63%	65%	60%	62%	62%	61%
ROA	6%	6%	7%	6%	7%	7%	6%
ROCE	8%	10%	10%	11%	11%	11%	11%
Выручка/Активы	0,14x	0,16x	0,17x	0,17x	0,18x	0,18x	18%
Коэф. покрытия процентов	5,13x	4,82x	4,77x	4,67x	4,50x	4,13x	4,00x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Валовая маржа	76%	76%	77%	75%	76%	75%	74%	74%	74%
Маржа по EBITDA	74%	74%	74%	72%	73%	72%	72%	71%	71%
Маржа по чистой прибыли	24%	44%	40%	38%	38%	37%	38%	39%	40%

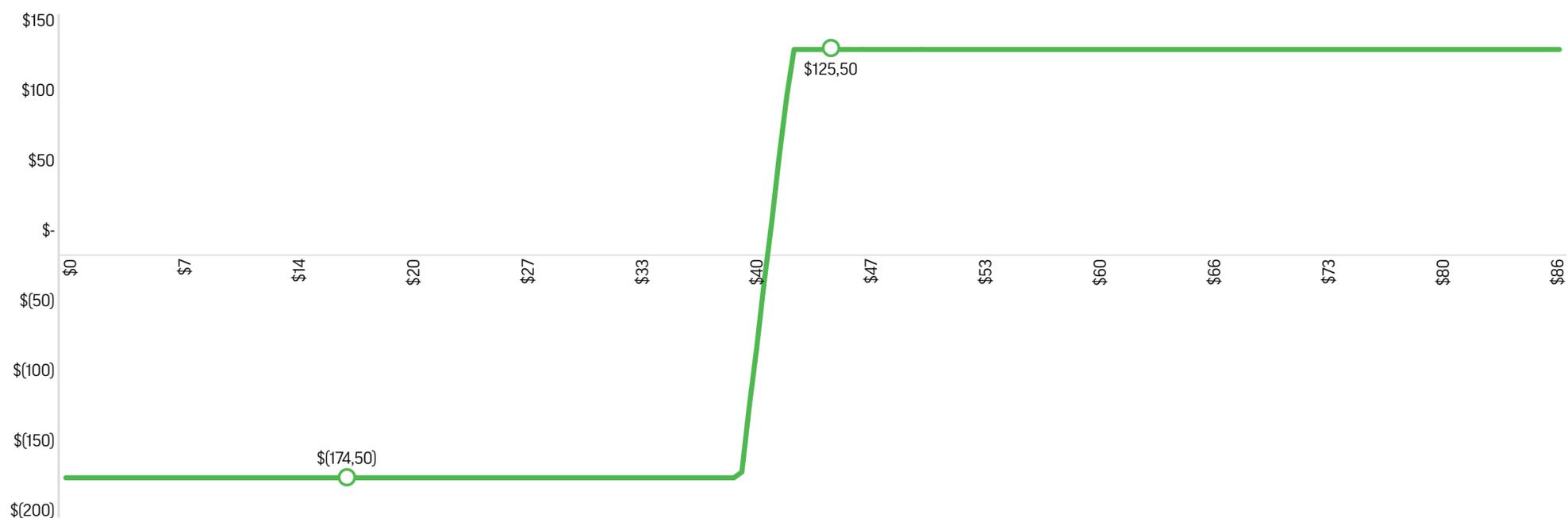
Опционная идея

PUT CREDIT SPREAD ON INTC

Инвестиционный тезис

Intel Corp. (INTC) – американский разработчик и производитель электронных устройств и компьютерных компонентов. Intel представила сильные результаты по итогам четвертого квартала 2023 года, но прогноз на этот период стал большим разочарованием для рынка. Компания смогла порадовать инвесторов сильными продажами, в особенности в сегменте потребительских решений (Client Computing Group) на фоне уверенного восстановления рынка ПК. Тем не менее в остальных секторах выдающихся результатов не наблюдалось. После крайне слабого первого квартала 2024-го руководство обещает быстрое восстановление с высокими последовательными темпами роста выручки и EPS. Несмотря на неутешительные гайденсы менеджмента на первый финансовый квартал, считаем, что производитель чипсетов имеет достаточно сильные факторы поддержки. Общий объем заказов на ИИ-процессоры Gaudi остается на высоком уровне, а TSMC выделит мощности под их производство, поэтому не должно возникнуть проблем со сроками. Мы полагаем, что цена акций в краткосрочной перспективе до 8 марта окажется выше \$43.

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	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
INTC	Покупать	Call \$40	08.03.2024	0,545	\$ (125,50)	-0,189	0,055	0,041	-0,016	34,78%	51%	44%	40%	40%
	Продавать	Call \$43	08.03.2024	1,800		-0,411	0,070	0,056	-0,026	39,45%				

Параметры сделки

Продажа	Put Credit Spread on INTC
Страйки	Put Credit Spread on INTC
Покупка	+INTC*E3840
Продажа	+INTC*E3843
Дата экспирации	8.03.2024
Маржинальное обеспечение	\$300
Максимальная прибыль	\$126
Максимальный убыток	\$(175)
Ожидаемая прибыль	42%
Точка безубыточности	\$41,75

Управление позицией

Если в день экспирации 8 марта 2024 года базовый актив будет котироваться выше страйк-цены проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$126. При цене базового актива в диапазоне \$40–43 убыток будет варьироваться. В этом случае необходимо продать эквивалентное количество лотов (100 акций) INTC для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже цены купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток \$175. В позицию необходимо заходить до 12 февраля включительно, иначе Teta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение прибыль/убыток ухудшится.

Инвестиционный обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Quantinuum – это дочерняя компания Honeywell, образованная в 2021 году в результате слияния специализирующегося на квантовых вычислениях подразделения Honeywell и Cambridge Quantum. Компания из Брумфилда (штат Колорадо) занимается разработкой квантового компьютера с захваченными ионами. В прошлом году Quantinuum сообщала об успешных опытах применения своего суперкомпьютера H2 для решения задач в области физики и финансов. Компании финансового сектора активно интересуются новыми разработками в сфере квантовых вычислений. JPMorgan Chase получил ранний доступ к тесту H2, а 16 января стало известно, что JPM возглавил раунд финансирования Quantinuum, в котором стартап привлек \$300 млн, в результате чего его предварительная оценка составила около \$5 млрд.



DailyPay – финтех-стартап, базирующийся в Нью-Йорке. Взаимодействуя с работодателями, компания позволяет работникам предприятий получить досрочный доступ к части своей зарплаты. Фактически персонал может распоряжаться заработанными средствами, не дожидаясь дня выплаты, и отслеживать свой текущий баланс. Среди клиентов DailyPay такие гиганты, как Hilton, Target, Kroger и Dollar Tree. 18 января компания объявила об успешном привлечении финансирования на сумму \$175 млн (\$100 млн – кредитная линия от Citi, \$75 млн – доленое финансирование во главе с Carrick Capital Partners). Полученные средства DailyPay планирует использовать для экспансии на новые рынки и дальнейшего развития продуктов. 22 января в интервью порталу Axios генеральный директор Кевин Куп сообщил, что компания может выйти на IPO в 2025 году.



Логистическая компания **Flexport** в последние недели часто появляется в новостных лентах. 19 января портал The Information сообщил, что Flexport привлекла финансирование на \$260 млн от одного из своих крупнейших акционеров Shopify. 26 января появилась информация о том, что Flexport планирует сократить почти 20% персонала, хотя в конце прошлого года уже предпринимала аналогичные шаги. Компания известна на рынке благодаря комплексным решениям в области логистики, которые позволяют предпринимателям реализовать продукцию в большем количестве мест и автоматизировать ее перемещение от завода до двери покупателя. В начале 2022 года Flexport оценивалась в \$8 млрд, но вскоре столкнулась с резким снижением маржинальности перевозок. В настоящее время компания сосредоточена на улучшении состояния баланса, чтобы вернуться к прибыльности.



Cleveland Diagnostics – биотехнологическая компания из Кливленда, разрабатывающая диагностические тесты для раннего выявления онкологических заболеваний. Основной продукт – неинвазивный тест для диагностики рака простаты на основе анализа крови IsoPSA. 17 января было объявлено о привлечении финансирования на сумму \$75 млн, основной объем которого предоставила Novo Holdings. В 2024 году портфель тестов Cleveland Diagnostics, связанных с онкологией, может увеличиться: компания планирует предложить ряд решений для диагностирования рака молочной железы и легких. Полученные средства стартап рассчитывает направить на расширение географии продаж IsoPSA, а также на финансирование новой инфраструктуры и научно-исследовательских разработок. Согласно данным Crunchbase, с момента основания в 2013 году Cleveland Diagnostics привлекла инвестиции в объеме на \$111 млн.

IPO BBB Foods Inc.

Размещение по-мексикански

18 января заявку на IPO подал продуктовый ретейлер BBB Foods из Мексики. Андеррайтерами размещения выступят JPMorgan, Morgan Stanley, BofA Securities, ScotiaBank и UBS Investment Bank

Чем интересна компания?

- **О компании.** Основанная в 2004 году сеть розничных магазинов BBB Foods на сегодняшний день стала одним из самых быстрорастущих ретейлеров в Мексике с более чем 2200 торговых точек. Бизнес-модель компании заключается в предложении ограниченного ассортимента продуктов повседневного спроса из примерно 800 складских единиц. В линейку входит фирменная продукция сети, а также товары под собственной торговой маркой. По данным Bloomberg, оценка компании на IPO может составить не менее \$1 млрд.

- **Потенциальный рынок.** ResearchAndMarkets в 2022 году оценивало рынок продуктов питания в Мексике в \$232 млрд. Основные игроки мексиканской розницы – это Walmex, La Comer, Chedraui, Soriana и другие.
- **Финансовые показатели.** В 2021 году выручка BBB Foods увеличилась на 28%, в 2022-м ее рост ускорился до 41%, а за январь-сентябрь 2023-го составил 37,1%. EBIT-маржа в 2020 году равнялась 1%, в 2021-2022-м поднялась до 2%, а за девять месяцев прошлого года достигла 1,7%. Долг от всех активов ретейлера равнялся 35%.



Обзор перед IPO



Эмитент	BBB Foods Inc
Тикер	TBBB
Биржа	NYSE
Андеррайтеры	JP Morgan, Morgan Stanley, BofA Securities, ScotiaBank, UBS Investment Bank.

На волне коррекции

После удачного роста в начале года индекс KASE начал показывать снижение в третьей декаде января

Если с 28 декабря 2023 года по 22 января 2024-го индекс KASE вырос на 5,4%, то с 23 по 30 января показал снижение на 3,1%, чему предшествовали отчетливые технические сигналы в виде перехода индикатора относительной силы (RSI) в зону перекупленности с последующим формированием нисходящей дивергенции на дневном графике. Это привело к закрытию в минусе пяти торговых сессий из шести за рассматриваемый период. С технической точки зрения такая динамика вполне закономерна, поскольку со старта долгосрочного ралли в июне 2022 года для KASE характерны волнообразные движения: периоды подъема сменяются фазами консолидации или коррекции.

За предыдущие две недели лишь акции Kcell смогли показать достаточно впечатляющий рост. При этом активность покупателей в этих бумагах с 15 по 29 января не сопровождалась значимыми новостями. К текущему моменту восходящая волна в котировках сменилась локальным боковым трендом. Аутсайдером стал Казатомпром, акции которого на

KASE просели на 10,6%, а депозитарные расписки на LSE подешевели на 15,8%. Ранее триггером падения было сообщение об отмене планов по повышению объемов реализации урана к 2025 году. Тем временем цены на этот металл преодолели отметку \$100 за фунт.

После размещения на NASDAQ акции и ГДР Kaspі несколько снизились, что характерно для ситуации после выхода эмитентов на новые рынки. Основным позитивным моментом IPO на американской бирже должно стать увеличение ликвидности и расширение доступа инвесторов к перспективному активу.

Акции KEGOC упали на 5,8%, пережив довольно неприятную серию снижений 18 и 26 января.

На валютном рынке в январе преобладало восходящее движение тенге против доллара при в целом нейтральной динамике в паре с рублем. Пара USD/KZT к 23 января опустилась до отметки 444.

Ожидания и стратегия

30 января индекс KASE достаточно скорректировался, чтобы коснуться 50-дневной скользящей средней. Данный динамический уровень поддержки в последний раз полноценно пробивался вниз лишь в ноябре 2022 года, но уже через месяц котировки восстановили позиции. Мы полагаем, что в феврале движение котировок бенчмарка во многом может определить пробой или отскок от данного уровня поддержки. К тому же чуть ниже проходит долгосрочная трендовая линия, продолжающаяся с начала текущего ралли. Наиболее вероятным считаем развитие позитивного сценария с движением вверх от важных уровней поддержки, однако пока сложно прогнозировать степень интенсивности предстоящего роста.

Динамика курса тенге к доллару в феврале во многом будет зависеть от объема продаж валюты из Нацфонда. Ранее мы прогнозировали эти продажи в размере не менее \$600 млн, что необходимо ЦБ для реализации планов по трансфертам средств в бюджет. Учитывая, что на январь были запланированы интервенции в объеме более \$1 млрд, можно предположить их сокращение в феврале, поскольку на этот месяц приходится налоговый период, традиционно создающий повышенный спрос на тенге. После двадцатых чисел февраля спрос на тенге, как правило, ослабевает, что, на наш взгляд, может позволить доллару компенсировать часть потерь. Ориентировочная цель по паре USD/KZT: 454.

Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	16.01.24	30.01.24	
Индекс KASE	4 354,11	4 243,33	-2,5%
Kcell (KASE)	2 049,00	2 239,00	9,3%
Банк Центр-Кредит (KASE)	1 060,00	1 051,15	-0,8%
Казмунайгаз (KASE)	11 998,12	11 780,00	-1,8%
Халык Банк (KASE)	164,90	161,00	-2,4%
Казтрансойл (KASE)	856,00	828,30	-3,2%
Халык Банк (GDR)	14,72	14,22	-3,4%
Казхателеком (KASE)	35 490,00	34 238,00	-3,5%
Kaspі (KASE)	46 370,00	43 783,49	-5,6%
KEGOC (KASE)	1 478,00	1 392,00	-5,8%
Kaspі (GDR)	97,00	91,30	-5,9%
Казатомпром (KASE)	20 282,00	18 125,00	-10,6%
Казатомпром (GDR)	47,50	40,00	-15,8%



Рынок Казахстана

Важные новости

- **Kaspi подвел итоги размещения на NASDAQ.** Финтех отчитался о продаже 11,3 млн американских депозитарных акций (ADS) по цене \$92 за штуку. Таким образом, общая сумма размещения составила более \$1 млрд. ADS начали торговаться на NASDAQ Global Select Market 19 января.
- **Fitch Ratings повысило рейтинг Казатомпрома с BВВ- до ВВВ.** Данная оценка означает хорошую кредитоспособность компании, низкие ожидания по кредитным рискам, способность своевременно выполнять финансовые обязательства. Основными факторами, повлиявшими обусловившими повышение рейтинга Казатомпрома, стали низкий уровень левереджа, положительная динамика цен на уран, сильная позиция на рынке, наличие альтернативных транспортных маршрутов, ожидаемые высокие дивиденды.
- **Air Astana назвала диапазон цен размещения.** Менеджмент авиаперевозчика сообщил что ориентировочный ценовой диапазон предложения был установлен на уровне от \$8,5 до \$11 за ГДР и от \$2,13 до \$2,75 за акцию. Компания разместит бумаги на Лондонской фондовой бирже (LSE), Казахстанской фондовой бирже (KASE) и Международной бирже Астаны (AIX).



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Рынок Узбекистана

Акции в поисках дна

Вторая половина января на узбекистанской бирже прошла в красном секторе

Волатильность на фондовых площадках Узбекистана с 15 по 19 января была довольно высокой. В первый день этой недели основной биржевой индекс упал на 4,5%, до 939 пунктов, позднее восстановившись до 962 пунктов. В ходе торгов вторника бенчмарк показал максимальный за пятидневку рост, составивший 3,1%.

Торговая неделя с 22 по 26 января прошла в боковике: индекс прибавлял и терял от 0,4 до 0,7% за сессию. Однако ни один эмитент по итогам пятидневки не показал положительной динамики, все бумаги, входящие в основной бенчмарк, завершили период в красной зоне.

В лидерах падения оказались акции недавно вышедшего на IPO оператора мобильной связи и интернет-провайдера Узбектелеком (UZTL). Их котировки просели почти на 12%. Бумаги Кизилкумцемента (QZSM)

потеряли 10,8% стоимости. Менее глубокой оказалась коррекция в акциях Хамкорбанка (НМКВ) и Ипотека-банка (ИРТВ), за две последних недели снизившихся всего на 1,93% и 1,64% соответственно.

По итогам заседания 25 января Нацбанк РУз сохранил ключевую ставку на уровне 14%. Причиной сдержанного подхода к корректировке ДКП стали опасения регулятора по поводу ускорения инфляции в 2024 году из-за последних изменений регулируемых цен, акцизного налога и налога на добавленную стоимость.

Министерство экономики и финансов Узбекистана прогнозирует экономический рост в республике на уровне 5,6–5,8% в текущем году с ускорением до 6,2% и 6,4% в 2025-м и 2026 годах соответственно

Текущие рекомендации по акциям

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



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение
	12.01.24	26.01.24	
TSMI Index	983,39	948,82	-3,52%
URTS	17 200,00	16 700,00	-2,91%
IPTB	1,22	1,20	-1,64%
НМКВ	61,20	60,02	-1,93%
UZMK	6 600,00	6 530,00	-1,06%
ВЮК	30 000,00	29 000,00	-3,33%
QZSM	2 805,00	2 501,00	-10,84%
KVTS	1 890,00	1 802,01	-4,66%
UZIR	19 914,00	18 800,00	-5,59%
UZMT	71 999,00	70 000,00	-2,78%
UZTL	5 674,00	4 998,00	-11,91%

Новости экономики

- **ЦБ оставил ставку без изменений на уровне 14%. Согласно прогнозам, по итогам года инфляция составит 8-9%.** Формируемые денежно-кредитные условия направлены на обеспечение устойчивого снижения инфляции до таргета регулятора на уровне 5%. Общая инфляция в последние месяцы составляла около 8,8%. Несмотря на ее замедление в группе товаров потребительской корзины, инфляция услуг в последнем квартале незначительно ускорилась. Это указывает на риск нового витка роста цен под влиянием сильного спроса, что стало для регулятора решающим аргументом для сохранения текущих монетарных условий. Кроме того, на высоком уровне остаются ощущаемая инфляция и инфляционные ожидания.
- **Шавкат Мирзиёев и президент BYD Ван Чуаньфу дали старт проекту по сборке электромобилей и гибридных авто на предприятии в Джизакской области.** На первом этапе объем выпуска составит 50 тыс. единиц в год, в дальнейшем производственные мощности планируется довести до 300 тыс. автомобилей ежегодно.
- **ВВП Узбекистана превысил 1 квадриллион сумов. По данным Агентства статистики, базовый показатель экономики за январь-декабрь 2023 года в текущих ценах составил 1 066 569 000 000 000 сумов (около \$90,8 млрд), увеличившись на 6% г/г. ВВП на душу населения достиг 29,91 млн сумов (около \$2470).**
- **Согласно данным ЦЭИР, продажи недвижимости по итогам 2023 года выросли до 272,4 тыс. квартир.** Число заключенных договоров на реализацию жилплощади увеличилось на 5,7% г/г. Росту продаж недвижимости способствовало повышение объемов ипотечного кредитования почти на 17% г/г, до 16,9 трлн сумов. Количество жилищных кредитов на вторичном рынке почти удвоилось, их общая сумма превысила 7 трлн сумов. Самые высокие цены на вторичное жилье зафиксированы в Ташкенте (\$1123 за кв. м), Самаркандской (\$714) и Ташкентской областях (\$627). Несмотря на это, в 2023 году аренда жилья в Ташкенте подешевела на 10% – до \$9,2 за кв. м.
- **В 2023 году внешнеторговый оборот Узбекистана достиг \$62,6 млрд (+23,9%). Экспорт составил \$24,4 млрд (+23,8%), импорт – \$38,1 млрд (+24,0%). Основными торговыми партнерами республики стали Китай (21,9%), Россия (15,8%) и Казахстан (7%).**

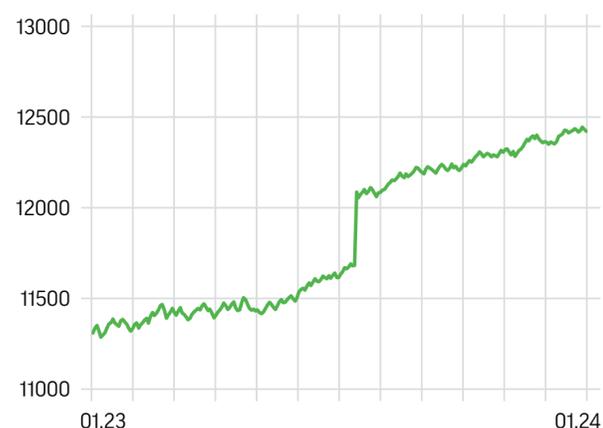
Новости компаний

- Доход всех направлений бизнеса финтех-группы **Humans** за 2023-й увеличился на 19,5% г/г, до \$41,7 млн. За последние три года компания заработала около \$114 млн. Ее совокупный оборот от приложения, платежного сервиса Урау, B2B-направления и других сегментов бизнеса за прошедший год превысил \$984 млн, в декабре составил \$124,5 млн. За последние два года оборот в экосистеме Humans вырос почти в восемь раз (CAGR: +285,9%).

Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год



Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Высокотехнологичный позитив

К концу января основной фондовый индекс Германии вновь подошел к историческим максимумам при поддержке технологического сектора

Торговую неделю с 15 по 19 января индекс DAX завершил снижением на 0,89%, до 16 555 пунктов. В первые три дня в моменте бенчмарк терял 2,1%, однако затем частично компенсировал падение. Отрицательную динамику спровоцировали главным образом комментарии руководства ЕЦБ в отношении дальнейшего курса денежно-кредитной политики. Глава регулятора Кристин Лагард заявила, что, хотя инфляция движется к таргету 2%, говорить о победе над ускоренным ростом цен пока рано. Со своей стороны, руководитель ЦБ Нидерландов отметил завышенные ожидания участников рынка в отношении смягчения монетарных условий. Кроме того, стало известно, что ВВП Китая в четвертом квартале вырос на 5,2%, опередив официальный прогноз, но немного недотянув до средних ожиданий рынка. Публикация этой статистики вызвала заметное снижение акций, связанных с Китаем. Тем не менее по итогам сессии 18 января DAX поднялся на 0,83% при поддержке котировок производителей полупроводников, которые выросли после релиза позитивного финансового отчета TSMS. Индекс европейского сектора технологий завершил торги четверга ростом на 2,9%. При этом в аутсайдерах недели оказалась Hugo Boss. Ее акции в ходе торгов 16 января обвалились на 9,7%. Давление на котировки оказали данные операционной прибыли эмитента за четвертый квартал, которая составила лишь 121 млн евро при общерыночных ожиданиях на уровне 129 млн.

С 22 по 26 января ведущий фондовый индекс немецкого рынка поднялся на 2,45%, достигнув 16 961 пункта. Наиболее выраженный рост DAX продемонстрировал в понедельник (+0,77%) и в среду (+1,58%). В

начале торговой пятидневки поддержку бенчмарку продолжил оказывать сектор высоких технологий Европы, котировки которого повысились на 2,1%. Главной причиной этой динамики стал выраженный рост акций американских производителей чипов и хай-тека в целом. Кроме того, тон торгам задавали ожидания решения ЕЦБ по ставке по итогам предстоящего 25 января заседания. Во вторник европейские акции упали на публикации данных потребительской уверенности в еврозоне, зафиксировавшей снижение на 1 пункт. Эти данные заметно повлияли на ожидания по ставке. В среду акции SAP обеспечили драйвером роста весь немецкий сектор технологий, который прибавил еще 4,8% и достиг двухгодичного максимума. Котировки SAP поднялись на 7,6%, установив новый исторический рекорд, так как операционная прибыль компании за последний квартал оказалась выше ожиданий аналитиков. Позитивно на рынке были восприняты и планы Народного банка Китая смягчить требования к обязательным резервам кредитных организаций, что должно увеличить ликвидность. ЕЦБ ожидаемо оставил ставку без изменений и вновь подтвердил намерение сдерживать инфляцию, не дав четких сигналов относительно сроков начала смягчения ДКП. В лидеры роста на рассматриваемой неделе вышла Siemens Energy: ее акции прибавили в цене 9,3% на фоне публикации предварительных результатов за первый квартал текущего финансового года. Выручка компании составила 7,65 млрд евро при консенсусе 7,38 млрд.

Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	12.01.24	26.01.24	
DAX Index	16 704,56	16 961,39	1,5%
UTDI GR Equity	22,30	24,94	11,8%
KGX GR Equity	38,54	42,91	11,3%
SAP GR Equity	144,58	159,66	10,4%
BC8 GR Equity	45,35	49,85	9,9%
COP GR Equity	35,78	39,24	9,7%
ENR GR Equity	12,45	13,63	9,5%
AIXA GR Equity	32,87	35,45	7,8%
MRK GR Equity	144,55	155,20	7,4%
NEM GR Equity	78,18	83,40	6,7%
SRT GR Equity	252,50	269,00	6,5%
DWS GR Equity	35,94	38,22	6,3%
MTX GR Equity	203,80	216,70	6,3%
SAX GR Equity	52,15	55,25	5,9%



Ожидания и стратегия

Индекс DAX после небольшой коррекции к уровню в 16 400 пунктов показал резкое восстановление, которое тем не менее ограничено верхней границей восходящего тренда примерно на уровне 17 000 пунктов. В ближайшие пару недель, вероятнее всего, мы увидим боковое движение в довольно узком диапазоне, после которого и решится направление следующей волны.

Рынок Германии

Важные новости

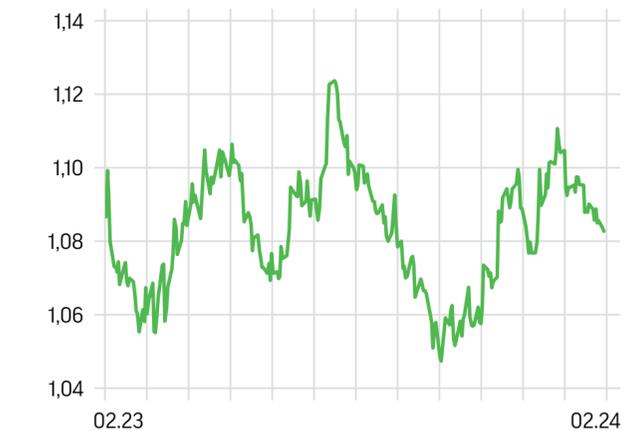
- **Ifo неожиданно зафиксировал ухудшение настроений немецкого бизнеса.** По данным института, соответствующий индекс за январь упал с 86,3 пункта в декабре до 85,2 при консенсусе 86,7.
- **Институт экономических исследований ZEW отчитался об активизации настроений инвесторов Германии.** Измеряющий этот параметр индекс вырос с 12,8 пункта в декабре до 15,2 в январе, тогда как ожидалось снижение до 12 пунктов. Основным позитивным драйвером стали ожидания смягчения монетарных условий ЕЦБ в первой половине 2024 года.
- **Инфляция в Германии продолжает замедляться.** Индекс цен производителей в декабре упал на 8,6% при средних прогнозах опроса Reuters, предполагавших снижение на 8%.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

Volkswagen AG. Инновации рулят

Уверенное восстановление продаж традиционных авто и электромобилей вкупе с развитием в области ИИ повышает инвестпривлекательность акций Volkswagen

Причины для покупки:

- **Уверенный рост поставок, в том числе автомобилей, оборудованных электродвигателем.** Общий объем продаж машин, произведенных Volkswagen, за 2023 год увеличился на 12% г/г – с 8,26 млн до 9,24 млн единиц. Основными драйверами роста стали продажи в Европе (+19,7% г/г) и Северной Америке (+17,9% г/г). Объем поставок полностью электрифицированных автомобилей (BEV) увеличился на 34,7% г/г, до 771,1 тыс., с долей в совокупном результате 8,3% против 6,9% в 2022 году.
- **Развитие в направлении искусственного интеллекта.** Компания создала лабораторию искусственного интеллекта, которая, как планируется, будет налаживать сотрудничество с компаниями технологического сектора из Китая, Северной Америки и Европы по созданию прототипов в таких областях, как оптимизированные с помощью искусственного интеллекта циклы зарядки, услуги профилактического обслуживания и распознавание голоса. Наиболее перспективные продукты будут переданы брендам для проверки и реализации. В наблюдательный совет лаборатории войдут представители Volkswagen, Audi и Porsche.
- **Рекомендации инвестбанков.** На текущий момент акции VOW3 покрывают 27 инвестбанков средний таргет которых составляет 137,43 евро. 17 инвестиционных компаний дают рекомендацию «покупать», в том числе Citi и RBC Capital – с таргетом 146 евро, а также Stifel, Jefferies и Grupo Santander – с целевыми ценами 149, 150 и 180,5 евро соответственно. Восемь инвестдомов советуют «держаться» бумаги автоконцерна и лишь два – «продавать».
- **Техническая картина.** Акции Volkswagen пробили сопротивление на уровне 118 евро и продолжают двигаться в восходящем канале к диапазону 130-135 евро.



Среднесрочная идея



Тикер на Xetra	VOW3
Текущая цена	€120,12
Целевая цена	€135
Потенциал роста	12,5%

Динамика акций VOW3



Рынок Армении

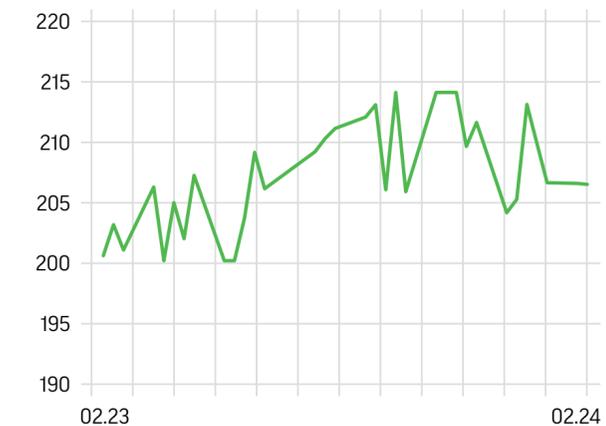
Нацбанк обошелся без сюрпризов

Вторая половина января на фондовых площадках Армении характеризовалась отрицательной динамикой ключевых фишек

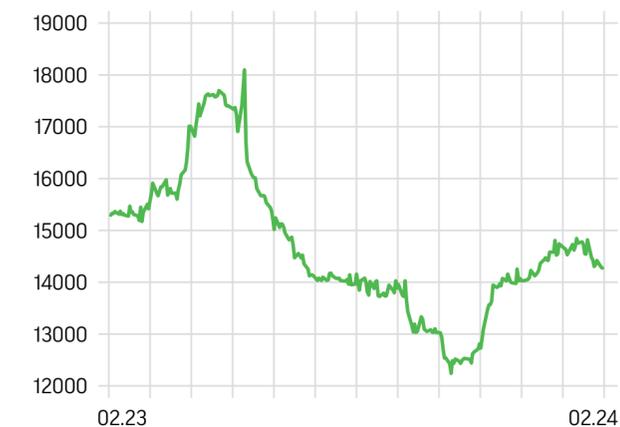
- По итогам последних двух недель января 2024 года акции крупнейшего публичного эмитента Армении АСВА BANK (АСВА) снизились на 3,11 %, а котировки ведущего оператора связи Telecom Armenia OJSC (AMTL) упали на 3,57%. Эту динамику мы объясняем данными макростатистики, неожиданно зафиксировавшими дефляцию на уровне 0,6%. Это оказало негативный эффект на акции банков, так как отрицательная инфляция способствует снижению их процентных доходов. Дефляция неблагоприятна и для телекоммуникационных компаний ввиду чувствительности их выручки к уровню инфляции, а также из-за умеренной возможности частичного перекладывания роста цен на потребителя.
- Индекс трехлетних корпоративных облигаций в драмах за последние две недели продемонстрировал околонулевую динамику (+0,01%). Такие же бонды, номинированные в долларах, подорожали на 0,31% на фоне роста доходности трехлетних долларовых трежерис на 18 б.п. (+0,18%) и ослабления курса американской валюты к драму на 0,57%. По нашему мнению, движение в локальной валюте является достаточно контрарным, поскольку данные ИПЦ и решение ЦБ по ключевой ставке должны были оказать на ее курс давление.



Динамика акций
Telecom Armenia (пост-IPO)



Динамика акций АСВА BANK, 1 год



Рынок Армении

Важные новости

Новости экономики

- **Макроданные Армении, опубликованные в течение последних двух недель, носили позитивный характер.** Нацбанк, сохраняющий неизменной риторику в отношении условий ДКП, 30 января снизил процентную ставку на 50 б.п., до 8,75%, что стало шестым аналогичным решением с лета 2023 года, когда регулятор перешел к смягчению монетарных условий. Депозитная и кредитная ставки были уменьшены на 50 б.п. – до 7,25% и 10,25% соответственно. Решение о снижении ключевой ставки было принято на фоне публикации упомянутых макроданных, зафиксировавших дефляцию на уровне 0,6% г/г при прогнозе 0,1% г/г, что стало самым значительным падением инфляции с 2017 года. Напомним, что таргет регулятора по индексу потребительских цен составляет 4% годовых. Мы ожидаем, что при продолжении охлаждения экономических индикаторов ЦБ не свернет с курса мягкой монетарной политики и может продолжить понижать ставку рефинансирования.
- **Fitch сохранило долгосрочный рейтинг Армении в нацвалюте на уровне ВВ– со стабильным прогнозом.** Агентство прогнозирует экономический рост страны в 2024 году на уровне 6%, а в 2025-м – на отметке 4,9%. Аналитики рассчитывают, что реализации этих ожиданий будет способствовать высокий уровень личного потребления, увеличение госрасходов и инвестиций.
- **По словам премьер-министра страны, в декабре 2023 года совокупный фонд заработной платы в Армении составил 264,2 млрд драмов (около \$660 млн).** Данная статистика в целом носит позитивный характер, поскольку декабрьское значение на 13,3% больше прошлогоднего. В декабре 2023-го 43,3% сотрудников в стране получили зарплату до 150 тыс. драмов, 40,6% – 150–500 тыс., 16,1% – выше 500 тыс. (декабрь 2018: 60,4%, 31,2% и 8,4% соответственно). Эта динамика указывает на позитивные тренды на рынке труда.
- **Армения приняла финальное решение присоединиться к Азиатскому банку инфраструктурных инвестиций (АИИВ).** Согласно принятому кабмином постановлению, республика приобретет пакет акций в размере 15,1 млрд драмов (около \$37,4 млн) в финансовом институте. АИИВ был основан в 2015 году правительством Китая. Институт представляет собой банк развития, приоритет которого – инвестировать в долгосрочные проекты национального масштаба в разных странах. Переговоры о присоединении Армении к банку начались еще в 2016 году и теперь подошли к удачному завершению.
- **Грузия и Армения заключили соглашение о стратегическом партнерстве.** Премьер-министры обеих стран отметили стремительное развитие взаимных торговых отношений. По итогам 2023 года товарооборот между ними превысил \$1 млрд. Армения – шестой по размеру торговый партнер Грузии и второй по объему импортер грузинских товаров.

Новости компаний

- **Представители компании – разработчика цифровых агентов (Intelligent Agents) Newo.AI встретились с премьер-министром Николом Пашиняном.** Стороны обсудили реализацию различных программ в сфере искусственного интеллекта, подготовку специалистов в цифровой отрасли, а также имеющийся потенциал в сфере технологий. Напомним, что в 2023 году Армения стала абсолютным лидером Южного Кавказа и Центральной Азии по привлечению венчурных инвестиций. За первое полугодие 2023 года почти 90% из \$139 млн венчурных инвестиций пришлось на Армению, что указывает на высокий потенциал нации в сфере глубоких технологий (deep technology).
- **Локальный автопроизводитель Seruh-1 (официальный представитель южнокорейской SsangYong), который летом 2023 года вывел на рынок первые восемь собранных в Армении автомобилей и подтвердил готовность к открытию продаж, столкнулся с необходимостью решить финансовые проблемы с целью последующего запуска и налаживания серийного производства.** Ранее владелец автозавода Джанес Аветян сообщил о достижении договоренностей с головным предприятием по сборке в Армении машин с ДВС и электромобилей, к которым корейская компания готова предоставить зарядные станции.

Динамика USD/AMD, 1 год



Индекс трехлетних корп. облигаций, 1 год



Инвестиционный обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



В ожидании вектора

Позитивную динамику на одной из двух ведущих бирж Эмиратов обеспечила впечатляющая отчетность банков

- По итогам последних двух недель динамика ведущих фондовых индексов ОАЭ оказалась разнонаправленной. Dubai Financial Market (DFM) General Index вырос на 1,69%, S&P/Hawkamah UAE ESG Index (UAEESGI) упал на 1,34%. Лидером роста на одной из двух крупнейших бирж ОАЭ (DFM и ADX) стал финансовый сектор: акции Dubai Islamic Bank PJSC (DIB-AE), Abu Dhabi Islamic Bank (ADIB-AE), Emirates NBD Bank PJSC (EMIRATESNBD-AE) повысились на 10,4%, 6,8% и 3,7% соответственно. Драйвером роста котировок банков стала публика-

ция позитивных финансовых отчетов за 2023 фискальный год. Abu Dhabi Islamic Bank (ADIB-AE) и Dubai Islamic Bank PJSC (DIB-AE) за отчетный период сумели увеличить выручку на 40% и 23% г/г при росте чистой прибыли на 45% и 35% г/г соответственно.

- Индекс, отражающий доходность форвардной десятилетней ставки ОАЭ, повысился на 2 б.п., достигнув 5,42% и закрепившись вблизи ставки, установленной регулятором в конце декабря на отметке 5,4%.



Динамика DFM General Index, 1 год



Динамика UAE ESG Index, 1 год



Новости экономики

- **Министерство экономики ОАЭ объявило о тесном сотрудничестве с импортерами, оптовиками и розничными торговцами, чтобы не допустить резкого повышения цен на товары первой необходимости, в особенности на продукты питания.** По словам министерства, процесс надзора будет продолжаться до священного месяца Рамадан, который начнется 10 марта. Процесс тщательного товарного контроля приобрел актуальность, поскольку отрасли грузоперевозок приходится адаптироваться к ситуации с атаками на суда в Красном море, в связи с чем возникают сбои в цепочках поставок. По данным розничных продавцов, стоимость перевозки на некоторых маршрутах по Красному морю достигает \$3000 за TEU (двадцатифутовый эквивалент единицы), что на 50% выше докризисных тарифов.
- **После продолжавшейся последние полгода стагнации цены на подержанные автомобили, особенно на модели класса бизнес и люкс, в ОАЭ начали резко расти.** Причина этого, дефицит предложения, в том числе ввиду упомянутых перебоев в цепочках поставок. Для потенциальных покупателей конечная стоимость автомобиля выросла на 10–30%, указывая на усиление инфляционного давления в регионе, поскольку доля расходов на транспортные средства в потребительской корзине ОАЭ составляет весомые 13%. Напомним, что на последнем заседании ЦБ базовую ставку по депозитам овернайт оставили на уровне 5,4% на фоне решения ФРС сохранить параметры ДКП без изменений и сигналов о развороте в сторону смягчения монетарных условий в 2024 году.

Новости компаний

- **Исламский банк Абу-Даби (Abu Dhabi Islamic Bank (ADIB-AE)) продемонстрировал сильные финансовые результаты за 2023 фискальный год.** Чистая прибыль корпорации выросла на 45% г/г, до 5,25 млрд дирхамов (примерно \$1,43 млрд), что в первую очередь было обусловлено увеличением выручки на 40% г/г. Финансовый директор ABID Мохамед Абдель Бари отметил стратегические возможности для экспансии кредитного портфеля в нескольких отраслях, таких как производство, туризм и недвижимость. Реализация этих возможностей значительно ускорит повышение финансовых показателей в корпоративном сегменте, в особенности если банк поставит в приоритет сотрудничество с малыми и средними предприятиями региона. Исламский кредитор занимает солидную долю на внутреннем рынке розничных банковских услуг, которая, по различным оценкам, составляет 15–16%.
- **Дочерняя компания PureHealth (PUREHEALTH-AD) под названием Abu Dhabi Health Services Company приобрела долю 25% в Sheikh Shakhbout Medical City** – одной из крупнейших больниц в ОАЭ, за 150 млн дирхамов (примерно \$40,8 млн). Эта сделка сигнализирует о продолжении высокой активности в секторе здравоохранения. По данным компании, учреждение рассчитано на лечение 20 тыс. стационарных, 250 тыс. амбулаторных и 70 тыс. экстренных пациентов в год. Финансовый эффект от сделки будет отражен в отчете PureHealth за первый квартал. Напомним, что компания завершила 2023 год выгодным IPO и листингом на ADX (Abu Dhabi Securities Exchange) сосредоточившись на неорганическом росте. Только на прошлой неделе корпорация закрыла сделку по покупке крупнейшей в Великобритании частной медицинской компании Circle Health.

Доходность, Форвардная Ставка 1м10л, ОАЭ, 1 год



Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Freedom Holding доказал несостоятельность обвинений Hindenburg Research

Freedom Holding Corp. (NASDAQ: FRHC) объявил о завершении внешней проверки по широкому спектру обвинений, выдвинутых против него в 2023 году Hindenburg Research – активистской фирмой, занимающейся короткими продажами, которая раскрыла наличие заявок на продажу в акциях холдинга. С первых дней публикации «отчета Гинденбурга» Freedom считала обвинения необоснованными. Однако в интересах самого холдинга и его акционеров независимый совет директоров принял решение провести внешнюю проверку обоснованности изложенных в отчете обвинений.

В целом внешняя проверка показала, что утверждения «отчета Гинденбурга» не учитывают важные факты. В частности, доказано, что:

- Развитие бизнеса холдинга в последние годы в основном было обусловлено органическим ростом, приобретениями, прибылью и доходами от торговли ценными бумагами, а не являлось результатом манипулятивных или иных незаконных или ненадлежащих методов ведения бизнеса.
- Холдинг строго соблюдает международные и местные санкции, а также процедуры комплаенса и политику по борьбе с отмыванием денег.
- Деловые отношения холдинга с определенными банками и физлицами, находящимися под санкциями (факт, который холдинг публично раскрывал), не были связаны с существенными нарушениями наложенных ограничений в США, ЕС, Великобритании или других странах.
- Счета клиентов не финансировались с помощью криптовалюты или кэша, за исключением наличных средств, вносимых существующими клиентами в кассе розничного банковского обслуживания АО «Банк Фридом Финанс Казахстан», подлежащей стандартным проверкам ПОД/ФТ.
- Холдинг не участвовал в манипулировании рынком собственных акций или в отношении своих активов и облигаций Казахстанского фонда устойчивости, а также в сделках с FST Belize – с целью получения фиктивных или завышенных доходов.
- Бывшие российские дочерние компании Freedom Holding Corp сменили собственника в рамках законной сделки, после чего контроль их деятельности холдингом или главным исполнительным директором Тимуром Турловым был полностью исключен.
- Клиенты брокерского направления холдинга не были обязаны покупать его акции для проведения IPO в США или для участия в программе приобретения на вторичном рынке страны по цене размещения или близкой к ней.

Компания приняла результаты внешней проверки и, в частности, приветствует вывод о надежности глобальных и локальных процедур, реализуемых Freedom Holding по части комплаенса и противодействия отмыванию доходов. В рамках своей приверженности эффективному управлению и соблюдению требований холдинг попросил группу внешней проверки рекомендовать улучшения, которые можно внести в данные процедуры, в контроль и политику. Группа внешней проверки рекомендовала некоторые дальнейшие меры, которые были приняты советом директоров холдинга. Соответствующие подразделения Freedom уже приступили к реализации этих рекомендаций.

Годовой отчет Freedom Holding Corp по форме 10-K за финансовый год, закончившийся 31 марта 2023 года, включая содержащуюся в нем аудированную финансовую отчетность, а также другие документы, подаваемые в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (SEC), доступны на ее веб-сайте.



Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global



Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



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

Инвестиционный
обзор №287

1 февраля 2024

ffin.global

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев, capitalmarkets@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.