

№276 11 августа 2023 года

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ОБЗОР

Фондовый рынок США

Fitch лишило Штаты статуса безупречного заемщика

Fitch стало вторым после S&P агентством из «большой тройки», понизившим кредитный рейтинг США на одну ступень. Высшую оценку рейтинга сохраняет только Moody's

Казахстан

KASE на достигнутом не остановится

Узбекистан

Эмитенты подвели итоги полугодия

Россия

Возвращение в мировой топ по доходности

Германия

Рост ограничен слабым фундаментом

Fitch Ratings

Содержание



Рынок США. Fitch лишило Штаты статуса безупречного заемщика.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Распутиномика, или Как США преодолевают все экономические преграды.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 8 августа.....	6
Текущие рекомендации по акциям.....	7
Наиболее важные новости компаний.....	8
Инвестиционная идея. American Tower Corporation. Оптимальный выбор в секторе REIT.....	13
Оptionная идея. LONG CALL ON MDLZ.....	15
Обзор венчурных инвестиций.....	16
IPO Adlai Nortye Ltd. Технологии против онкологии.....	17
Рынок Казахстана. KASE на достигнутом не остановится.....	18
Инвестиционная идея. Казахтелеком. Прецедент под супердивиденд.....	20
Российский рынок. Возвращение в мировой топ по доходности.....	21
Рынок Узбекистана. Эмитенты подвели итоги полугодия.....	25
Рынок Германии. Рост ограничен слабым фундаментом.....	27
Среднесрочная идея. Puma SE. Быстрее, выше, сильнее!.....	29
Новости Freedom Holding Corp.....	30
Контакты.....	31

Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global

Фондовый рынок США

Fitch лишило Штаты статуса безупречного заемщика

Fitch стало вторым агентством из «большой тройки», понизившим кредитный рейтинг США на одну ступень. В результате только Moody's сохраняет его на максимальном уровне. Агентство S&P пересмотрело американский рейтинг еще в 2011 году



Новости одной строкой:

26.07.2023 Федрезерв повысил ключевую ставку на 0,25 процентного пункта, до максимальных за 22 года 5,5%

27.07.2023 По предварительным данным, рост ВВП США во втором квартале ускорился до 2,4% кв/кв при консенсусе 1,5%

01.08.2023 Fitch понизило долгосрочный кредитный рейтинг США на одну ступень – с AAA до AA+

04.08.2023 Безработица в Штатах за июль сократилась до 3,5%, число новых рабочих мест вне сельского хозяйства составило 187 тыс.

По состоянию на 08.08.2023

Тикер	Актив	Изменение	
		за неделю	за месяц
SPY	S&P 500	-2,21%	0,68%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-2,98%	0,47%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-1,08%	1,91%
UUP	Доллар	0,43%	-0,42%
FXE	Евро	-0,27%	0,82%
XLF	Финансовый сектор	-0,82%	2,98%
XLE	Энергетический сектор	1,25%	6,83%
XLI	Промышленный сектор	-1,74%	0,84%
XLK	Технологический сектор	-3,81%	-1,34%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-4,55%	-2,94%
XLV	Сектор здравоохранения	-2,06%	0,58%
SLV	Серебро	-2,96%	3,09%
GLD	Золото	-0,92%	0,96%
UNG	Газ	-1,97%	-4,01%
USO	Нефть	2,36%	16,41%
VXX	Индекс страха	12,79%	4,41%
EWJ	Япония	-3,01%	-0,50%
EWU	Великобритания	-2,79%	0,43%
EWG	Германия	-4,04%	-0,70%
EWQ	Франция	-2,86%	-0,89%
EWI	Италия	-3,66%	0,59%
GREK	Греция	-1,23%	2,97%
EEM	Страны БРИК	-3,32%	1,35%
EWZ	Бразилия	-3,98%	-2,35%
RTSI	Россия	-1,73%	2,30%
INDA	Индия	-1,06%	0,55%
FXI	Китай	-3,16%	5,12%



Инвестиционный обзор №276

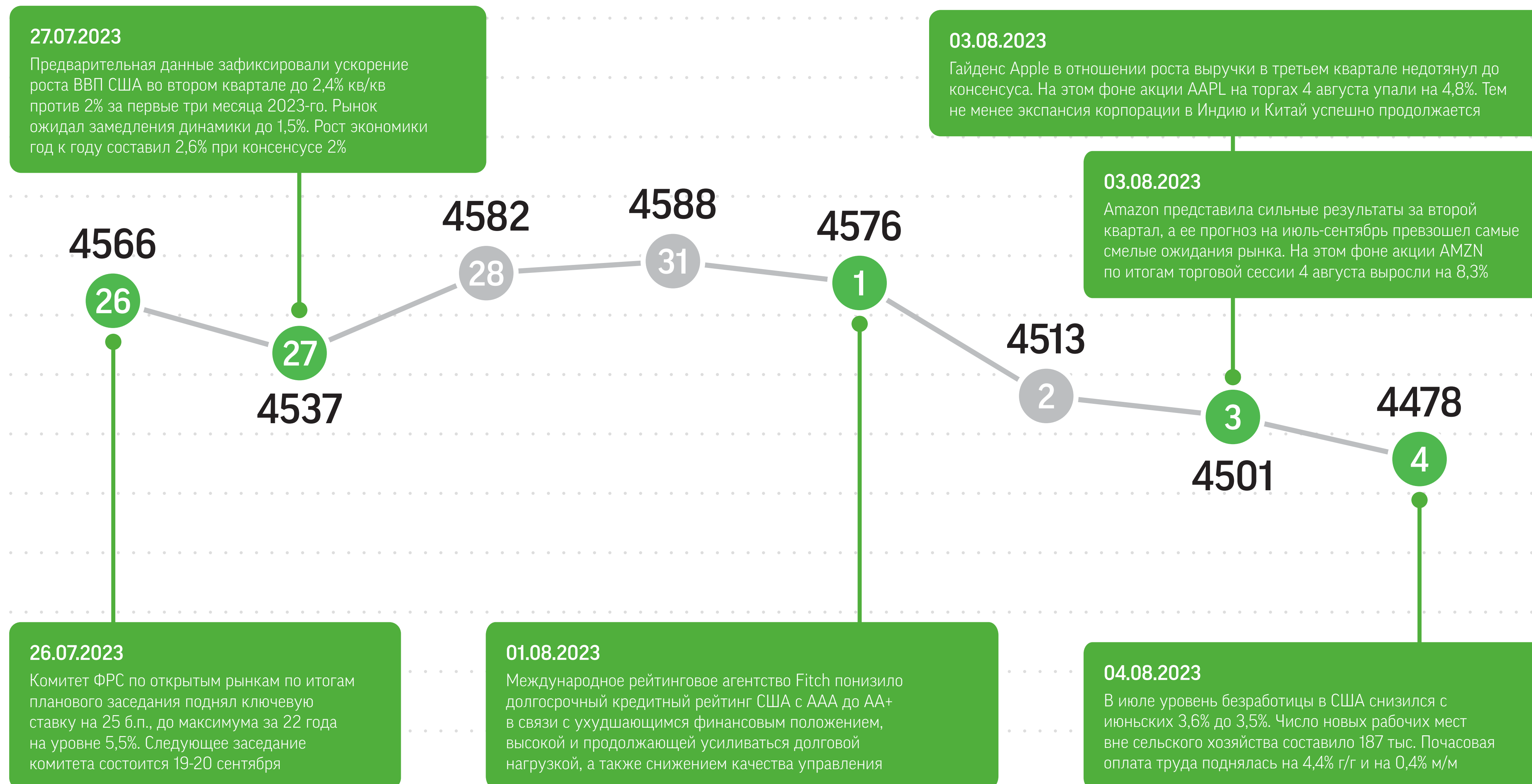
11 августа 2023

ffin.global



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (26.07.2023 – 04.08.2023)



Самое главное

Распутиномика, или Как США преодолевают все экономические преграды

Выносливость американской экономики можно сравнить с легендарной живучестью Григория Распутина. Как и в свое время одиозного российского деятеля, экономику Штатов периодически пытаются похоронить, но все никак не получается. Первого августа – меньше, чем через неделю после моего оптимистичного текста об ее перспективах, – рейтинговое агентство Fitch понизило долгосрочный кредитный рейтинг США с AAA до AA+. Ключевой причиной этого решения стало то, что недавнее соглашение между демократами и республиканцами по потолку госдолга позволило избежать технического дефолта, но окончательное и сущностное решение этой проблемы было отложено на следующий год. По предварительным расчетам бюджетного управления Конгресса, за счет принятого билля удастся сократить расходы бюджета на \$1,5 трлн с 2024-го по 2034 год, а проценты по государственному долгу уменьшатся на \$188 млрд. В то же время доля затрат на обслуживание долга от общих бюджетных расходов в 2026-м вырастет до 12% против 8% в 2019-м, то есть из более чем \$7 трлн издержек госказны на эти цели будет направлено \$750 млрд. Продолжающийся рост соотношения долг/ВВП вкуче с удорожанием обслуживания заимствований и высоким бюджетным дефицитом (около 5%) усиливают риски для финансовой устойчивости США. Но, прежде чем делать апокалиптические выводы, стоит вспомнить, что инфляция прекрасно справляется с большими объемами долга, который со временем обесценивается. Если ставки ФРС снова вернуться к околонулевым отметкам, прогноз расходов по процентам уменьшится чуть ли не вдвое.

Несмотря на сенсационность самого по себе снижения кредитного рейтинга США, ожидаю, что последствия этого события и для фондового, и для облигационных рынков будут ограниченными и краткосрочными. Сезонный фактор (для августа характерна слабая биржевая динамика) вкуче с сопутствующими новостями о снижении Moody's рейтингов 21 банка может вызвать коррекцию до 5% в течение трех-четырех недель. Но такое снижение от локальных максимумов не является чем-то экстраординарным с учетом доходности индекса с начала года. На рынке гособли-

гаций наблюдается рост цен из-за локальных страхов и усиления настроений risk-off. В сегменте высокодоходных облигаций, напротив, повышаются доходности. Более заметных движений на рынке не ожидаем, ведь Fitch еще в мае текущего года поместило рейтинг США в лист «на пересмотр». Кроме того, участники рынка очень хорошо знакомы с текущими долговыми проблемами США. Для тех, кто любит сравнивать исторические события, важно отметить, что в 2011-м снижение кредитного рейтинга США вызвало на рынках шок и вкуче с долговыми проблемами еврозоны усилило неопределенность. Сейчас ситуация иная. Так что, перефразируя известные слова Марка Твена, слухи о грозящей экономике США смерти вновь оказались преувеличенными. «Медведи», рассчитывающие на серьезный разворот на рынке на фоне плохих новостей, скорее всего, повременят с формированием позиций в ближайшие 12 месяцев.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4400–4550 пунктов

Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global



Важные новости

По итогам заседания 25-26 июля Комитет по открытым рынкам ФРС (FOMC) поднял ключевую ставку на 25 базисных пунктов, до максимального с марта 2001 года уровня 5,5%. Следующее заседание FOMC состоится 19-20 сентября.

Предварительная оценка динамики ВВП США за второй квартал зафиксировала ускорение роста экономики до 2,4% кв/кв после 2% в январе-марте, тогда как консенсус предполагал его замедление до 1,5%. В годовом сопоставлении базовый показатель экономики увеличился на 2,6% против 1,8% г/г кварталом ранее.

Международное рейтинговое агентство Fitch понизило долгосрочный кредитный рейтинг США с AAA до AA+. Это решение означает усиление риска дефолта. Агентство обосновало этот шаг ожиданием ухудшения финансового положения США в ближайшие три года, высокой и растущей долговой нагрузкой, а также ухудшением качества управления (поднятие лимита госдолга в последний момент).

В июле в Штатах было создано 187 тыс. новых рабочих мест вне сельскохозяйственного сектора. Этот результат оказался ниже ожидавшихся 195 тыс. Кроме того, июньское значение было пересмотрено с 209 тыс. до 185 тыс. Рост числа рабочих мест в июне стал минимальным с декабря 2020 года.

Актуальные тренды

Обзор на 8 августа

Глобальная картина

В течение последних двух недель индекс S&P 500 скорректировался на 1,3%, опередив по темпам снижения Dow Jones (-0,5%) и NASDAQ (-1%). В конце июля рынки сохраняли позитивный настрой, подпитываемый более сильными, чем ожидалось, макроданными (предварительная оценка динамики ВВП оказалась существенно выше прогнозов), а также успешными квартальными результатами отдельных компаний и заявлением Джерома Пауэлла об отзыве штатными экономистами ФРС прогноза, предполагавшего рецессию в 2023 году. К концу прошлого месяца рост на фондовых площадках существенно замедлился и приобрел инерционный характер. Август начался на минорной ноте. По итогам его первой недели индекс широкого рынка снизился на 2,3%. Давление на настроения участников торгов оказало несколько факторов, но ключевым триггером к фиксации прибыли стала новость о понижении Fitch Ratings кредитного рейтинга США на одну ступень – до AA+. Хотя этот шаг рейтингового агентства не несет существенных фундаментальных рисков, высокие оценки фондовых индексов способствовали переключению торгов в режим risk-off. Публикация достаточно позитивной статистики по рынку труда привела к тому, что инвесторы в конце первой недели августа начали выкупать просадку. За последние две недели квартальную отчетность представила основная часть компаний из индекса S&P 500. По состоянию на 4 августа финансовые результаты обнародовали 84,3% входящих в состав бенчмарка эмитентов. Среднее снижение EPS по итогам квартала оказалось равно 5,3% (против 9,4% по состоянию на 21 июля). В целом ход сезона отчетности улучшился: доля компаний с прибылью на акцию лучше прогнозов выросла с 75,3% до 80% (выше пяти- и десятилетних средних уровней). Величина «сюрприза» относительно EPS увеличилась с 6,6% до 7,4%. Но, хотя фактические результаты корпораций оказываются лучше ожиданий, прогнозы менеджмента носят сдержанно оптимистичный характер и достаточно разнородны по индустриям. Кроме того, инвесторы продолжают действовать с оглядкой на макроэкономические перспективы и на уровень текущих оценок рынка, что выражается в слабой реакции котировок на отчеты как при выходе превосходящих ожидания результатов, так и в случаях, когда EPS оказывается ниже прогно-

зов. Активными покупками были встречены квартальные релизы Boeing Company (BA), Intel Corporation (INTC), Caterpillar (CAT), котировки которых выросли на 8,7%, 6,6% и 8,9% соответственно. Слабые результаты привели к фиксации прибыли в акциях Apple (AAPL), Texas Instruments Incorporated (TXN) и AMD (AMD), которые потеряли 3,8%, 5,4% и 7% соответственно. В ближайшие две недели в фокусе рынка будут отчеты Walmart (WMT), The Home Depot (HD), Cisco Systems (CSCO), Applied Materials (AMAT), Synopsys (SNPS), Target (TGT), Agilent Technologies (A) и другие.

Макроэкономическая статистика

Макроэкономические данные последних 14 дней способствуют сохранению «бычьего» настроения на рынках. Безработица в июле сократилась до 3,5% (консенсус: 3,6%), рост зарплат сохранил июньские темпы, составив 4,4% (консенсус: +4,2%). Предварительная оценка динамики ВВП за второй квартал зафиксировала его увеличение на 2,4% против ожиданий на уровне 1,8%. В то же время июльские PMI в секторе услуг от ISM и Markit недотянули до консенсуса, составив 52,7 и 52,3 пункта соответственно.

В течение следующих двух недель в фокусе инвесторов будут данные CPI, PPI, а также статистика розничных продаж и рынка жилья.

Монетарная политика ФРС

Заседание ФРС 25-26 июля завершилось вполне ожидаемо – повышением ставки на 25 б.п., до диапазона 5,25-5,5%, ставшего максимальным уровнем с 2001 года. На итоговой пресс-конференции глава регулятора Джером Пауэлл отметил прогресс в деле сдерживания роста цен и устойчивость долгосрочных инфляционных ожиданий, а также заявил, что штатные экономисты Федрезерва отказались от прогноза рецессии в текущем году ввиду сохраняющейся устойчивости экономики. В то же время ожидается замедление ее роста. Риторика Пауэлла в отношении дальнейшего повышения ставки осталась без изменений. Председатель ФРС напомнил, что корректировка монетарных условий зависит от поступающей макростатистики, отметив, что решение относительно ставки по итогам сентябрьского заседания еще не принято.

Техническая картина

S&P 500 протестировал отметку 4600 пунктов, но, как мы и предполагали, близость к горизонтальному сопротивлению и верхней границе восходящего канала привела к консолидации котировок. Ввиду отсутствия фундаментальных предпосылок снижение индекса широкого рынка, на наш взгляд, будет непродолжительным. Вероятно, бенчмарк нащупает поддержку в районе 4420-4440 пунктов – около 50-дневной скользящей средней. В случае сохранения «медвежьего» тренда S&P 500 может опуститься до нижней границы восходящего тренда – к зоне 4320-4350 пунктов.

Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global



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



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
AMT	AMERICAN TOWER CORP.	Коммерческая недвижимость	85 549	2023-08-04	184	224	2024-08-03	22%	Покупать
BIIB	BIOGEN, INC.	Биотехнологии	39 280	2023-07-24	271	339	2024-07-23	25%	Покупать
AMD	ADVANCED MICRO DEVICES, INC.	Производство полупроводников	188 727	2023-08-01	117	145	2024-07-31	24%	Покупать
LTHM	LIVENT CORP.	Химическая промышленность	4 084	2023-05-15	23	33	2024-05-14	45%	Покупать
AAL	AMERICAN AIRLINES GROUP, INC.	Авиалинии	10 447	2023-05-01	16	23	2024-04-30	44%	Покупать
DG	DOLLAR GENERAL CORPORATION	Торговля потребительскими товарами	36 621	2023-06-01	167	230	2024-05-31	38%	Покупать
CD	CHINDATA GROUP HOLDING Ltd.	Услуги в области обработки данных	1 673	2023-03-31	8	10	2024-03-30	22%	Покупать
T	AT&T INC.	Телекоммуникационные услуги	100 157	2023-04-20	14	21	2024-04-19	50%	Покупать
ICE	INTERCONTINENTAL EXCHANGE	Рынки капитала	65 034	2023-03-06	116	123	2024-03-05	6%	Держать
MRTX	MIRATI THERAPEUTICS, INC.	Биотехнологии	1 633	2023-02-16	28	80	2024-02-16	185%	Покупать
AMZN	AMAZON.COM, INC.	Интернет- и прямая розничная торговля	1 459 227	2023-08-03	142	170	2024-08-02	20%	Покупать
CTRA	COTERRA ENERGY, INC	Добыча нефти и газа	21 057	2023-01-23	28	30	2024-01-23	8%	Держать
LAZR	LUMINAR TECHNOLOGIES, INC.	Электронное оборудование, приборы и компоненты	1 894	2022-10-03	7	14,2	2023-10-03	110%	Покупать
INCY	INCYTE CORPORATION	Биотехнологии	14 546	2023-07-25	65	82	2024-07-24	26%	Покупать
LYV	LIVE NATION ENTERTAINMENT	Развлечения	20 534	2023-08-08	89	110	2024-08-07	23%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	150 903	2022-11-15	97	120	2023-11-15	23%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	28 242	2022-11-27	33	46	2023-11-27	39%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	3 812	2023-08-03	18	28	2024-08-02	60%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	3 001	2023-08-08	8	11	2024-08-07	34%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	13 410	2022-10-02	98	115	2023-10-02	18%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	4 069	2023-08-08	8	13	2024-08-07	70%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	2 068	2023-08-08	5	10	2024-08-07	87%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	133 183	2023-08-02	119	135	2024-08-01	13%	Покупать

Инвестиционный обзор №276

11 августа 2023

ffin.global



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



26 июля акции XPeng выросли на 26,5% после того, как Volkswagen сообщила, что планирует инвестировать в эту компанию \$700 млн для развития продаж на китайском рынке за счет совместной разработки новых моделей электромобилей. В обмен на инвестиции Volkswagen получит долю 4,99% в XPeng и место в набсовете. Первые поставки двух новых моделей в сотрудничестве с Volkswagen намечены на 2026 год.

Решение немецкого автопроизводителя обусловлено попыткой противостоять падению продаж на своем самом важном рынке. Для XPeng сотрудничество также позитивно. Китайская компания, испытывающая в последние кварталы трудности с объемом продаж и маржинальностью, может рассчитывать на помощь Volkswagen с ликвидностью или технологиями для повышения конкурентоспособности.

Несмотря на то, что совместная разработка как минимум двух электромобилей в будущем становится одним из дополнительных источников выручки XPeng, влияние этого фактора сложно оценить, так как продажи совместной продукции начнутся не ранее 2026 года, а валовая маржинальность компании за первый квартал оказалась отрицательной из-за ценовой войны с Tesla и сокращения госсубсидий на покупку электромобилей в КНР. В июле XPeng показала худший прирост продаж среди конкурентов. Li Auto и NIO нарастили поставки на 228% и 104% г/г соответственно, объемы реализации продукции XPeng повысились лишь месяц к месяцу, а в годовом сопоставлении сократились на 4,5%. Компания делает ставку на популярность своей новой модели SUV G6, цены на которую на 20% ниже аналога Model Y от Tesla. В то же время ее маржинальность неизвестна, поэтому пока непонятно, сможет ли компания удерживать низкие цены на свою продукцию и дальше.

Мощная поддержка китайского сектора EV со стороны властей, особенно недавнее продление программы по освобождению от налога на покупку электромобилей до 2027 года, вызвали рост котировок всех ведущих китайских концернов. Однако проблему текущей низкой маржинальности за счет этой меры решить не удастся. Это увеличивает риски XPeng в среднесрочной перспективе. Хотя подписанное в начале июля крупнейшими производителями электромобилей в КНР совместно с Tesla заявление о честной конкуренции и избегании «аномального ценообразования» позволило сделать вывод о паузе в ценовой войне, XPeng остается единственной крупной компанией, себестоимость электромобилей которой выше цены их продажи. Высокая волатильность в бумагах XPeng ожидается 18 августа, когда компания представит отчет за второй квартал. Результаты маржинальности и прогнозы менеджмента в отношении продаж в июле-сентябре окажут решающее влияние на котировки до конца августа.



Во время презентации финансовых результатов за второй квартал, состоявшейся 27 июля, **Vale (VALE)** сообщила о первых шагах по выделению бизнеса по производству цветных металлов – Vale Base Metals (VBM). Компания сообщила о продаже за \$3,4 млрд 13% акций VBM консорциуму из двух стратегических инвесторов, что предполагает оценку этого бизнеса около \$26 млрд.

Данный шаг, скорее всего, является первым стратегическим маневром, который позволит в дальнейшем разделить Vale на две компании – Vale Iron Ore и Vale Base Metals. Впервые компания сообщила о намерении отделить бизнес по производству меди и никеля более года назад. В прошлом квартале на пост генерального директора VBM пришел новый член управления Марк Кьютифани, бывший генеральный директор горнодобывающей компании Anglo American, задачей которого стало создание стратегических планов развития.

Совместное предприятие горнодобывающей компании Саудовской Аравии (Ma'aden) и саудовского публичного инвестиционного фонда (PIF) Manara Minerals приобретет 10% акций новой компании, инвесткомпания Engine No. 1 выкупит оставшиеся 3%. Общая стоимость этих долей составляет \$3,4 млрд. По нашему мнению, продажа 13% акций VBM согласуется с усилиями компании по расширению производства металлов, используемых при генерации зеленой энергии. Завершение сделки запланировано на первый квартал 2024 года, в течение которого Vale должна получить вырученные средства. По плану руководства компании, эти поступления помогут выводу VBM на IPO.

Сделка поддерживает планы Vale по расширению ее производства меди и никеля, которое в соответствии со стратегией должно кратно увеличиться в течение следующего десятилетия. Сотрудничество ускорит реализацию инвестпрограммы VBM объемом \$25–30 млрд по добыче в Бразилии, Канаде и Индонезии, позволив нарастить ежегодное производство меди и никеля с текущих примерно 350 тыс. и 175 тыс. тонн до 900 тыс. и 300 тыс. тонн. За счет этого удастся сократить концентрацию доходов компании от железной руды, что может положительно сказаться на риск-профиле Vale в долгосрочной перспективе. Партнерство с Саудовской Аравией может усилить ее присутствие на Ближнем Востоке, где компания планирует инвестировать в крупные предприятия по производству горячекатаной стали.

Показатель EBITDA Vale на 2023-й и 2024 годы должен остаться на уровне \$16–20 млрд при скорректированном отношении долга к EBITDA в размере 1–1,5x. Поступления от продажи существенно не повлияют на наш прогноз в отношении долговой нагрузки Vale в 2024 году. Коэффициент «скорректированный долг/EBITDA» приблизится к нижней границе указанного диапазона. Сделка не влияет на наши оценки «дочки» компании Vale Canada Ltd. (BBB-/Стабильный/--), которые отражают рейтинг ее материнской компании VBM. Мы сохраняем положительный прогноз для



Наиболее важные новости компаний

в поле зрения наших аналитиков

акций компании, как одного из лидеров отрасли и дивидендного аристократа, выплаты которого обеспечивают доходность более 7%.



Intel Corp. (INTC) представила сильные результаты за апрель-июнь и дала позитивные финансовые прогнозы на июль-сентябрь 2023 года, превзойдя ожидания рынка. На этом фоне акции INTC поднялись в цене на 6,6%, до \$36,9, в ходе торгов 28 июля. Компания смогла порадовать инвесторов сильными продажами в ключевых сегментах, а продолжающаяся оптимизация бизнеса позволяет надеяться на положительный FCF в четвертом квартале текущего года. Intel ускорила реализацию складских запасов в клиентском сегменте, что позволило показать уверенный рост выручки и заложить прочную базу для новых продаж. Объемы реализации в DCAI-сегменте также оказались лучше ожиданий, в основном благодаря активному увеличению продаж новых Sapphire Rapids. Это обеспечило повышение ASP направления на 17% г/г. В то же время в серверном сегменте наблюдается более медленное восстановление спроса, а конкуренция со стороны AMD и Ampere продолжает нарастать. Компания по-прежнему говорит о расширении или сохранении рыночной доли в ключевых сегментах бизнеса, но существенного усиления конкурентных позиций мы не наблюдаем. Эмитенту предстоит пройти долгий путь, чтобы снова укрепить позиции в традиционных для себя сегментах, а также побороться в foundry-бизнесе с TSMC и Samsung. Тем не менее приверженность Intel к реализации своей технологической карты, обширная господдержка ее инвестиционных проектов по всему миру и ускоренное восстановление рентабельности придают оптимизма. Мы сохраняем рекомендацию «держат» и повышаем целевую цену по акции INTC до \$35.

Выручка Intel во втором квартале упала на 15,5% г/г, до \$13,0 млрд. Этот результат оказался выше верхней границы прогноза менеджмента (\$11,5–12,5 млрд) и лучше консенсуса рынка на уровне \$12,1 млрд (-21% г/г). Замедлить снижение показателя позволили более сильные, чем ожидалось, результаты в сегментах Client Computing Group и Data Center & AI. Выручка сегмента Client Computing Group (CCG) сократилась всего на 12% г/г, до \$6,8 млрд, при консенсусе -20% г/г. Менеджмент отмечает снижение запасов и ожидает нормализации потребительского поведения во втором полугодии. Руководство Intel удовлетворено продажами 13-го поколения своих CPU для ПК (Raptor Lake), хотя доля рынка не изменилась. Операционная маржа сегмента CCG за квартал выросла с 9% до 15,3% благодаря последовательному увеличению продаж и оптимизации затрат. Выручка сегмента Data Center & AI (DCAI) составила \$4 млрд (-15% г/г), показав положительную квартальную динамику (+7,7% кв/кв), что оказалось лучше ожидаемых инвесторами \$3,8 млрд (-19% г/г). Менеджмент доволен результатами сегмента и продажами четвертого поколения серверных CPU семейства Xeon Scalable (Sapphire Rapids), 25% спроса на которые предъявляется

ИИ-системами. Расширение доли продаж чипов нового поколения позволило поднять ASP сегмента на 17% г/г (+3% кв/кв), хотя поставки CPU в натуральном выражении упали на 34% г/г. Тем не менее отмечаются рекордные продажи FPGA-продуктов, выручка от которых поднялась на 35% г/г. Хотя менеджмент и говорит о сохранении рыночной доли в серверном сегменте на устойчивых уровнях, данные независимых аналитических агентств и заявления других компаний сектора, в частности Oracle, указывают на то, что конкурентные позиции Intel продолжают ухудшаться. Компания остается на пути в реализации своей дорожной карты по выпуску новых продуктов, но отмечает, что общая слабость в сегменте серверных CPU сохраняется. В особенности медленно идет восстановление спроса в Китае и в Enterprise-сегменте. Оптимизация запасов, вероятно, займет все второе полугодие. При этом крупнейшие клиенты направляют свои бюджеты на усиление ИИ-инфраструктуры, сокращая расходы на классические сервера. В результате менеджмент ожидает последовательного снижения выручки DCAI-сегмента в третьем квартале, поскольку это направление в первую очередь зависит от классических серверных CPU. Операционная маржа сегмента DCAI за квартал выросла с -13,9% до -4% на фоне повышения выручки и благоприятного изменения структуры продаж.

Выручка сегмента Network & EDGE (NEX) упала на 38% г/г, хотя консенсус инвесторов предполагал падение на 35% г/г. Причиной такой динамики стал затянувшийся процесс сокращения запасов на фоне слабого спроса китайских клиентов и компаний телекоммуникационного сектора, которые откладывают сроки реализации CAPEX-программ из-за высокой неопределенности макроэкономических условий. По оценкам Intel, нормализация запасов продлится в текущем квартале, что приведет к падению выручки сегмента. Операционная маржа этого направления все еще находится в отрицательной зоне, но по итогам квартала поднялась с -20% до -14%.

Выручка сегмента Mobileye осталась на уровне предыдущего квартала \$454 млн (-1,3% г/г), хотя консенсус инвесторов предполагал рост сегмента на 13% г/г, до \$520 млн. Впрочем, менеджмент остался доволен этим результатом и отмечает сильные конкурентные позиции Mobileye. Операционная маржа сегмента за квартал выросла с 26,9% до 28,4%.

Выручка сегмента Intel Foundry Services (IFS) в отчетном периоде поднялась на 65% кв/кв, до \$232 млн (+307% г/г), против ожидаемых рынком \$159 млн (+180% г/г). Ключевыми драйверами роста стало поквартальное удвоение доходов от упаковки кристаллов, а также более сильные, чем ожидалось, продажи оборудования дочерней IMS Nanofabrication. Операционная маржа также демонстрирует тенденцию к повышению, поднявшись с -119% до -62% благодаря росту выручки и контролю над затратами. Intel все еще ожидает завершения сделки по покупке Tower Semi за \$5,4 млрд, которая позволит ей существенно расширить производственные мощности. Напомним, что сейчас эта сделка находится на рассмотрении китайского регулятора.

Non-GAAP валовая маржа компании составила 39,8%, что оказалась существенно лучше гайденса менеджмента (37,5%) и ожиданий инвесторов (34,7%) благодаря более сильным продажам и продолжающейся оптимизации затрат. Еще одним фактором поддержки маржи выступило сниже-



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

ние затрат из-за недозагрузки мощностей (1,7 п.п. против 3 п.п. кварталом ранее). Операционная маржа Non-GAAP вышла в плюс, с -2,5% за предыдущий квартал поднявшись до 3,5%, хотя все ожидали сохранения убыточности около -1,1%. Стоит также отметить, что компания прекратила свои инвестиции в развитие NUC-бизнеса (портативные рабочие станции), что позволит ей сэкономить около \$1,7 млрд по итогам года. Скорректированная EPS за апрель-июнь составила \$0,13 при консенсусе и собственном ориентире компании на уровне -\$0,04.

Менеджмент прогнозирует сокращение выручки на 9–16% г/г, до \$12,9–13,9 млрд, в третьем квартале (консенсус: -14% г/г). Одновременно руководство рассчитывает на существенное – с 39,8% до 43% – повышение валовой маржи Non-GAAP, тогда как средние прогнозы FactSet закладывают этот показатель лишь на отметке 39,7%. Ориентир компании в отношении скорректированной EPS по итогам текущего квартала составляет \$0,2 при средних ожиданиях инвесторов около \$0,14. Ранее менеджмент планировал капитальные затраты в объеме 30–32% от выручки по итогам года. Обновленные ориентиры предполагают долю 34–36% в 2023–2024 годах, что с учетом динамики одобрения господдержки проектов компании представляется нам уместным. Сейчас компания рассчитывает, что субсидии будут покрывать около 28–30% совокупных капитальных инвестиций за 2023 год.



3 августа **Apple (AAPL)** представила сильные результаты по итогам второго квартала текущего года, однако прогнозы корпорации на июль-сентябрь оказались неоднозначными. В частности, ее ориентир в отношении роста выручки выглядит слабее, чем предполагают общерыночные ожидания. Невысокие продажи iPhone с учетом соответствующей статистики поставок смартфонов в мире сюрпризом не стали. В свою очередь, отчеты и комментарии других крупных технологических компаний давали намеки на более пессимистичный гайденс по продажам на июль-сентябрь. В то же время экспансия Apple в новые регионы успешно продолжается: доли ее устройств в Индии и Китае расширяются, сохраняется высокий процент клиентов, переходящих с Android на iOS. Обновление линейки Mac-устройств обусловило более сильные, чем предполагал консенсус, результаты этого сегмента. Наибольший оптимизм вызывают опережающие темпы роста высокомаржинального сервисного сегмента с позитивными комментариями по таким направлениям, как рекламный бизнес, от которых рынок не ждал особых достижений. К сожалению, менеджмент не поделился новостями относительно Apple Vision Pro, а также по поводу участия в гонке ИИ, что в целом типично в отношении всех новых направлений бизнеса компании. Контроль затрат остается на высоте при стабильном возврате средств инвесторам. Мы даем по бумаге AAPL рекомендацию «покупать» и повышаем целевую цену со \$180 до \$200.

Выручка Apple за второй квартал упала на 1,4% г/г, до \$81,8 млрд, чуть превысив консенсус \$81,7 млрд (-1,5% г/г) и гайденс менеджмента, в основном благодаря неожиданно сильным продажам iPhone. Негативное влияние неблагоприятных курсовых разниц, как и ожидала компания, замедлило рост выручки на 4 п.п., т. е. без учета валютной переоценки продажи увеличились бы на 2,6% г/г. EPS (GAAP) по итогам квартала составила \$1,26, превзойдя ожидания инвесторов на 5,9%.

- Выручка от продаж iPhone во втором квартале сократилась на 2,4% г/г, до \$39,7 млрд, при консенсусе \$40,2 млрд (-1,1%). Быстрорастущими регионами остаются развивающиеся страны, на которые Apple делает большую ставку. Среди них Индия, Индонезия, Мексика, Филиппины, Польша, ОАЭ. Корпорация вновь зафиксировала рекордные уровни перехода с платформы с Android на iOS, что косвенно подтверждают данные независимых аналитических агентств. Удовлетворенность пользователей iPhone в США сохраняется около 98%. По данным консалтинговой компании IDC, во втором квартале мировые поставки смартфонов упали на 7,8% г/г, до 265,3 млн. Доля Apple за этот период в соответствующем сегменте расширилась с прошлогодних 15,8% до 16%. В результате поставки iPhone должны были упасть на 6,3% г/г, до 42,5 млн штук. Оценки аналитических агентств в отношении этого рынка на текущий год в последние месяцы были скорректированы вниз: ранее предполагалось его сокращение на 1,1% г/г, а теперь – на 3,3%. В прогноз на следующий год закладывается рост на 6% г/г.
- Выручка в сегменте Mac-устройств упала на 7,3% г/г, до \$6,8 млрд, (консенсус: около \$6,3 млрд, -15,2% г/г). Apple завершила переход всего модельного ряда на собственные CPU, и в июне представила рынку обновленные Mac Studio и Mac Pro, а также выпустила первый 15-дюймовый MacBook Air на чипе M2. Хотя результаты сегмента и оказались лучше ожиданий, ряд изданий со ссылкой на источники среди подрядчиков Apple сообщает, что продажи нового MacBook Air в июле оказались на 50% ниже первоначального плана менеджмента корпорации. Удовлетворенность пользователей Mac в США держится около 96%. Отметим, что, по данным крупнейших консалтинговых агентств, поставки ПК во втором квартале в целом упали на 13,4% г/г, а у Apple этот показатель вырос на 10,3% г/г. За отчетный период корпорация могла продать около 5,3 млн устройств, а ее рыночная доля расширилась с 6,8% в апреле-июне 2022-го до 8,6% за тот же отрезок времени в 2023-м.
- Выручка от реализации iPad упала на 19,8% г/г, до \$5,8 млрд, что оказалось почти вдвое хуже, чем предполагал консенсус FactSet: -10,9%, до \$6,4 млрд. Менеджмент отмечает эффект высокой базы прошлого года, когда уже второй квартал продолжались продажи iPad Air на базе M1, но это вторичный фактор. Основное давление на сегмент оказывает ослабление потребительского спроса на электронику, в частности на планшеты, которые сложно назвать устройством первой необходимости. Поддержку сегменту оказывает спрос со стороны корпоративных клиентов, в частности медицинских учреждений. Сегменту не помог даже более ранний старт «школьного» сезона, который фиксировали ряд участников рынка. Компания снова отмечает, что более 50% клиентов в этом квартале впервые купили планшет Apple.



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков

- Выручка сегмента Wearables, Home and Accessories увеличилась на 2,5% г/г, до \$8,3 млрд, при общерыночных ожиданиях +2,8% г/г. Несмотря на сложные макроусловия, компания видит сильный спрос на устройства Apple и снова отмечает, что около двух третей покупателей впервые приобрели ее электронные часы. Удовлетворенность пользователей AppleWatch в США по-прежнему составляет около 98%.
- Доходы сервисного сегмента повысились на впечатляющие 8,2% г/г и достигли \$21,2 млрд, тогда как средние ориентиры рынка предполагали рост выручки до \$20,7 млрд (+5,8%). Менеджмент остался очень доволен результатами, в особенности в сегментах видео (Apple TV+), сервисного гарантийного обслуживания (AppleCare), облачных сервисов (AppleCloud) и платежных сервисов (Apple Pay, Apple Card, BNPL). В апреле Apple представила в США свои высокодоходные сберегательные счета со ставкой 4,15% годовых, которые уже собрали более \$10 млрд клиентских средств. Менеджмент также отмечает квартальный рост и новые рекорды в сегментах рекламы, AppStore и AppleMusic. Число подписчиков сервисов достигло 1010 млн (+17,4% г/г) против 975 млн в предыдущем квартале. Вовлеченность пользователей выросла на двузначную величину по сравнению с прошлогодними отметками как по подписочной системе, так и в транзакционных аккаунтах.

Рентабельность бизнеса Apple увеличивается опережающими темпами, что в текущих макроусловиях и при продолжающейся диверсификации производственной цепочки вселяет большой оптимизм. Валовая маржа по сравнению с прошлым кварталом выросла на 0,2 п.п., до 44,5%, (консенсус: 44,3%) благодаря контролю затрат и изменению структуры продаж с увеличением доли сервисной выручки. Валовая маржа продуктового сегмента за квартал упала на 1,3 п.п., до 35,4%, из-за изменения структуры продаж и сезонных факторов, которые частично были компенсированы оптимизацией затрат. Маржа сервисного сегмента уменьшилась на 0,5 п.п. кв/кв и составила 70,5%. Операционная маржа достигла 28,1% при прогнозах рынка на уровне 27,6%, в том числе благодаря эффективному контролю OpEx, которые оказались меньше ориентиров менеджмента. Компания продолжает наращивать возврат средств инвесторам через программу выкупа собственных акций с рынка и выплату стабильно повышаемого дивиденда. За апрель-июнь компания вернула акционерам около \$24 млрд, из которых \$3,8 млрд пришлось на дивиденды (\$0,23 на акцию), а около \$20 млрд на buy back.

Прогнозы Apple на текущий квартал оказались неоднозначными, так как менеджмент ожидает более слабого, чем предполагает рынок, роста выручки, несмотря на оптимистичные оценки в отношении контроля затрат. Apple традиционно не дала детальных прогнозов на квартал, сославшись на высокую макроэкономическую неопределенность, но поделилась общим видением перспектив бизнеса, которое оказалось хуже ожиданий инвестсообщества, за исключением затратной части. В третьем квартале Apple рассчитывает на сопоставимую с прошедшим кварталом динамику общей выручки, а негативный эффект валютных колебаний оценивается примерно в 2 п.п. При этом в консенсус закладывалось нулевое изменение доходов корпорации. По оценкам менеджмента,

годовой рост продаж iPhone и выручки сервисного сегмента в этом квартале ускорится. Объемы реализации Mac и iPad могут упасть на двузначную величину в годовом сопоставлении из-за высокой прошлогодней базы и неопределенности макроэкономической конъюнктуры. Менеджмент ожидает сохранения валовой рентабельности в диапазоне 44–45%, тогда как общерыночный прогноз этого показателя равен 43,6%. Операционные затраты будут снижены до \$13,5–13,7 млрд, что стало приятным сюрпризом. Ориентир по EPS на июль-сентябрь составляет около \$1,37 при консенсусе \$1,36.



3 августа **Amazon (AMZN)** представила сильные результаты по итогам второго квартала и дала оптимистичный гайденс на третий. И показатели отчетности, и прогнозы превзошли все самые смелые ожидания инвестсообщества. Компания в очередной раз демонстрирует силу своего e-commerce бизнеса и крайне быстрые темпы его трансформации, которые поразили всех. Реинжиниринг логистической инфраструктуры не только сократил затраты Amazon, но и позволил компании нарастить объемы продаж за счет расширения ассортимента товаров, роста среднего чека и частоты покупок, а также повышения конверсии клиентов. Облачный сегмент бизнеса показал замедление темпов роста до +12% г/г, но динамика все же оказалась существенно лучше ожиданий, и рыночная доля AWS по итогам квартала осталась без изменений (~32%). Подход Amazon к развитию ИИ-продуктов, подразумевающий привлечение партнеров в свою экосистему, отличается от тактики конкурентов и представляется нам оптимальным с учетом специфики бизнеса компании. Amazon демонстрирует существенное улучшение рентабельности и эффективности управления оборотным капиталом, что обеспечило положительный денежный поток и позволило сократить долговые обязательства. Мы оцениваем отчет эмитента позитивно, сохраняем рекомендацию «покупать» и повышаем целевую цену акций AMZN со \$146 до \$170.

Совокупная выручка оказалась существенно выше ожиданий инвесторов благодаря более сильным результатам всех сегментов бизнеса, за исключением собственных онлайн-продаж. Показатель увеличился на 10,8% г/г (кварталом ранее: +9,4%) и составил \$134,4 млрд при консенсусе \$131,5 млрд (+8,5% г/г) и верхней границе гайденса менеджмента \$133 млрд (+9,7% г/г). EPS достигла \$0,65, притом что в общерыночные ожидания был заложен результат \$0,35. Существенное повышение выручки было обеспечено увеличением объема реализации товаров, в особенности от сторонних продавцов (third-party seller services), а также уверенным повышением доходов от рекламного бизнеса и подписок. Сегменты North America (+11% г/г) и International (+10% г/г) показали небольшое ускорение роста выручки.

Залогом успехов e-commerce бизнеса Amazon в последние кварталы является реинжиниринг логистической инфраструктуры компании в Северной Америке, который позволил существенно сократить время доставки, пройденное товаром расстояние (-19%), количество промежуточных



Наиболее важные новости компаний

В поле зрения наших аналитиков



этапов на пути груза (-20%), а также уменьшить долю товаров, пересылаемых из одного региона в другой, с 34% до 24%. В совокупности это не только существенно сократило затраты Amazon, но и позволило нарастить объемы продаж за счет расширения ассортимента товаров, роста среднего чека и частоты покупок, а также повышения конверсии клиентов. Amazon существенно увеличила количество товаров, доступных для доставки в день заказа, что стало возможно благодаря пунктам исполнения заказов Same-Day. Эта инфраструктура стимулирует онлайн-продажи и улучшает эффективность работы физических магазинов, в первую очередь Whole Foods. Менеджмент остался настолько доволен новым форматом пунктов исполнения заказов, что собирается в ближайшее время удвоить их количество. Поддержку бизнесу оказали и макрофакторы: снижение цен на топливо и ставок транспортировки на все ключевые виды перевозок.

Сегмент собственных онлайн-продаж за квартал заработал \$53,0 млрд выручки (+4,2% г/г) при консенсусе \$54,3 млрд (+6,7% г/г). Менеджмент отметил сильный интерес потребителей к товарам ежедневного потребления, а также в категориях косметики, товаров для здоровья и ухода за собой. Amazon продолжает расширять сотрудничество с крупнейшими брендами, пополнив онлайн-прилавки продукцией множества брендов, среди которых Coca-Cola, General Mills, Victoria's Secret, Dyson Hair Care и другие. Менеджмент также отметил знаковое достижение своего бизнеса корпоративной электронной коммерции (Amazon Business), который по итогам последних 12 месяцев уже заработал более \$35 млрд, или около 6,5% совокупной выручки. Детали Amazon Business традиционно не раскрываются, но менеджмент отмечает, что это направление находится на начальном этапе развития и сохраняет существенный потенциал роста.

Сегмент онлайн-продаж сторонних продавцов продолжает демонстрировать более активный, чем рассчитывают инвесторы рост: объем продаж здесь увеличился с 17,7% г/г в январе-марте до 18,1% г/г, тогда как консенсус предполагал замедление до 14,2% г/г. Первые данные статистики по программе Buy with Prime, запущенной в январе этого года, говорят о превосходных результатах и высокой удовлетворенности продавцов и покупателей. Так, продавцы, пользующиеся Buy with Prime, зафиксировали конверсию в среднем на 25%.

Физические магазины принесли Amazon в этом квартале \$5 млрд (+6,4% г/г). Менеджмент пока продолжает оптимизировать бизнес-модель и формат магазинов и еще не готов начинать полноценное масштабирование.

Облачный бизнес снова замедлил темпы роста с 16% в первом квартале 2023-го и 20% в четвертом квартале 2022-го до 12% г/г, однако для рынка это стало сюрпризом, так как в его ожидания закладывалось повышение показателя лишь на 10% г/г. Менеджмент отмечает, что, хотя клиенты и продолжили оптимизировать использование серверов, наблюдается позитивный тренд на увеличение инвестиций в инновационные направления и наращивание используемых мощностей. Если в апреле наблюдались одни из худших темпов роста сегмента, то сейчас ситуация стабильно улучшается. Amazon продолжает развивать свою ИИ-платформу, которая использует решения партнеров (Anthropic, Stability AI, AI21 Labs, Cohere) и собственные разработки компании.

Менеджмент отмечает, что большинство клиентов пока еще пытается понять для себя ценность ИИ и пользователи в большинстве своем не собираются менять провайдера инфраструктуры ради какого-либо ИИ-функционала у конкурента (по крайней мере пока). По данным Synergy Research Group, доля AWS на облачном рынке за последний квартал не изменилась и составила около 32%. Доходы рекламного сегмента превысили консенсус, предполагавший их увеличение лишь на 18,3% г/г, и выросли на 22,0% г/г, несмотря на не самые простые условия в экономике и отрасли. На фоне гигантов рекламного рынка результаты Amazon оказались довольно сильными, несмотря на разницу в размерах. В частности, выручка Alphabet от рекламы поднялась лишь на 3,2% г/г. Выручка Amazon от подписки составила \$9,9 млрд, ее рост замедлился с 14,8% в первом квартале до 13,5% г/г, однако в консенсус закладывался темп около 12,5% г/г.

Amazon удалось удивить даже самых оптимистично настроенных инвесторов и существенно улучшить операционную рентабельность всех направлений бизнеса. Ситуация с денежным потоком также нормализуется ускоренными темпами на фоне роста маржи и оптимизации оборотного капитала. Денежный поток от операционной деятельности уже покрывает инвестиционные расходы и частично идет на погашение долговых обязательств.

Операционная маржа в отчетном периоде увеличилась на 3,0 п.п. по сравнению с прошлогодним уровнем и оказалась равна 5,7%, существенно превзойдя ожидавшиеся инвесторами 3,6%, притом что кварталом ранее показатель составил 3,7%. Положительный эффект на динамику операционных затрат Amazon оказали реинжиниринг логистической инфраструктуры, продолжающаяся программа оптимизации затрат и снижение инфляционного давления, особенно заметное в стоимости логистики и топлива. Менеджмент видит существенный потенциал для дальнейшего роста маржи и оптимизации бизнеса.

Сегменты North America и International показали рост рентабельности существенно лучше ожиданий, чему поспособствовали в том числе более быстрые темпы роста высокомаржинальных сегментов рекламы и подписок. Облачный сегмент показал за квартал рост рентабельности с 24,0% до 24,2% против ожидаемых рынком 24,4%. В облачном сегменте снижение маржи было преимущественно обеспечено инвестициями в развитие сегмента за счет повышения затрат на зарплаты сотрудников и связанные расходы, а также технологии и контент.

Гайденс менеджмента на третий квартал порадовал инвесторов в части прогнозируемого темпа роста выручки и эффективности. Ориентир в отношении выручки: \$138-143 млрд (+8,6-12,5% г/г) при консенсусе \$138,4 млрд (+8,9% г/г). Положительное влияние валютных курсов ожидается около 1,2 п.п. Операционную прибыль компания закладывает в диапазоне \$5,5-8,5 млрд с рентабельностью 4,0-5,9% при общерыночных прогнозах \$5,5 млрд и 4% соответственно.

Инвестиционная идея

American Tower Corporation. Оптимальный выбор в секторе REIT

Бумаги AMT привлекательны для включения в портфели краткосрочных и долгосрочных инвесторов

Тикер	AMT
Цена акций на момент анализа	\$185,75
Целевая цена акций	\$224,00
Потенциал роста	20,59%

American Tower Corporation (AMT) – один из крупнейших в мире по рыночной капитализации и стоимости бизнеса REIT, который занимается сдачей в аренду вышек сотовой связи и дата-центров в Северной Америке и за ее пределами.

На наш взгляд, акции AMT покажут позитивную динамику на горизонте нескольких месяцев благодаря нескольким факторам.

Компания занимает устойчивые лидирующие позиции в бизнесе по сдаче в аренду вышек сотовой связи на домашнем рынке, который генерирует 47% ее выручки. Североамериканский сегмент остается крупнейшим источником дохода и самым высокомаржинальным рынком для AMT, хотя его доля постепенно сокращается в пользу международного бизнеса и дата-центров. Компания демонстрирует умеренные темпы развития на домашнем рынке и одновременно повышает эффективность бизнеса, планируя органический рост на уровне 5% вплоть до 2027 года.

American Tower широко представлена на международных рынках, где генерирует 44% выручки и демонстрирует более высокие темпы роста, чем в США. Диверсификация позволяет компании опережать конкурентов. Данный сегмент бизнеса имеет значительный потенциал улучшения рентабельности и увеличения вклада в прибыльность, однако он более волатилен, чем домашний для компании рынок, а также подвержен валютным рискам, которые, однако, могут обеспечивать балансиру-

ющий эффект в случае снижения индекса доллара. Согласно отраслевым оценкам, капитальные затраты операторов на рынках присутствия AMT за пределами США в 2023 году составят примерно \$35 млрд. Прогнозы также предполагают увеличение потребления мобильных данных в этих регионах от 20% до 30% в течение следующих нескольких лет. Уровень покрытия сетями 5G в Европе составляет около 60%, в Африке и Латинской Америке – 7-8%, а в США достигает 95%. Эта разница создает значительный потенциал роста и является дополнительным драйвером для развития международного сегмента бизнеса AMT. American Tower продолжает активно обсуждать с группой инвесторов продажу контрольного или всего пакета акций своего индийского бизнеса. По заявлениям менеджмента, переговорный процесс достиг существенного прогресса и может быть завершен во втором полугодии текущего года. AMT инвестирует в перспективное направление дата-центров, начав в конце 2021 года с покупки CoreSite. Доля данного сегмента в выручке пока достаточно скромна: она составляет лишь 7%, но довольно активно расширяется. С учетом глобального тренда на цифровую трансформацию бизнеса компания отмечает опережающий спрос, который будет способствовать повышению рентабельности. Финансовое положение American Tower устойчиво, доля задолженности по плавающей ставке значительно сократилась по сравнению с уровнем

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



Инвестиционный
обзор №276

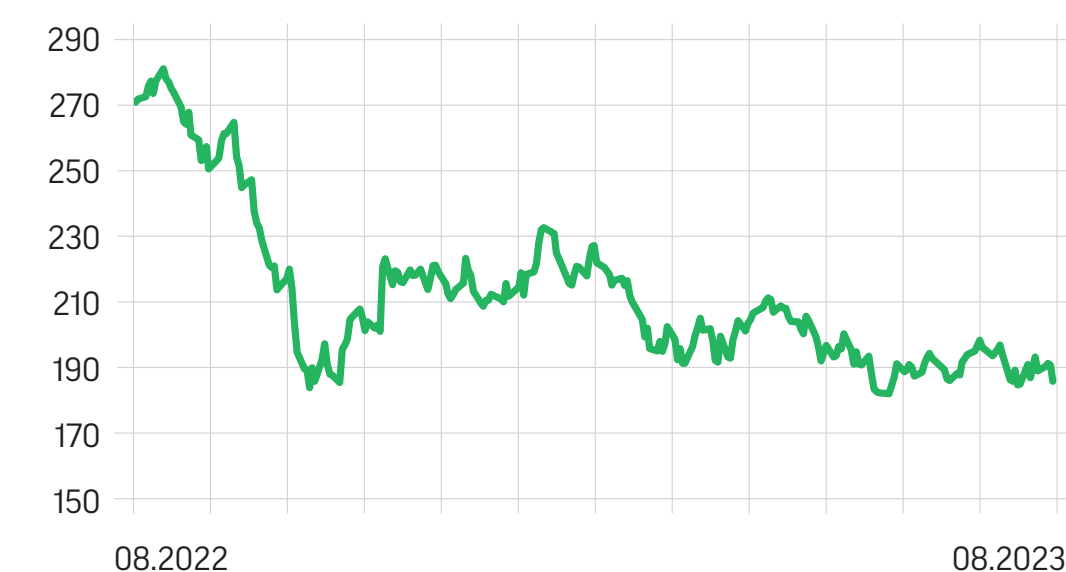
11 августа 2023

ffin.global



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
AMT	(2,6%)	0,3%	(1,7%)	(2,8%)	(28,5%)
S&P 500	(0,3%)	(1,2%)	1,4%	9,6%	10,3%
Russell 2000	(0,3%)	(0,7%)	4,1%	13,6%	4,5%
DJ Industrial Average	(0,2%)	(0,7%)	2,5%	4,7%	8,9%
NASDAQ Composite Index	(0,1%)	(1,1%)	1,3%	15,7%	13,2%

Динамика котировок AMT, \$



Инвестиционная идея

конца 2022 года и сейчас составляет менее 15%. Менеджмент считает комфортным соотношение между чистым долгом и скорректированной EBITDA в пределах 3–5х при текущем уровне 5,3х и движется к данной цели с опережением графика. По мнению руководства эмитента, когда этот коэффициент опустится ниже 5х, будет обеспечена большая гибкость в распределении капитала. АМТ называет снижение долговой нагрузки в качестве своих приоритетных целей наряду с увеличением дивидендных выплат. АМТ сочетает устойчивый высокорентабельный бизнес по сдаче в аренду вышек сотовой связи в Северной Америке с быстрым развитием этого и

других направлений деятельности на международном рынке. Оптимизация долговой нагрузки, нацеленность АМТ на более активное распределение прибыли среди держателей ее бумаг и потенциальная выгодная сделка по продаже индийского бизнеса позволяют инвесторам рассчитывать на повышение дивидендов. На наш взгляд, на текущий момент бумаги АМТ привлекательны для включения в портфели краткосрочных и долгосрочных инвесторов.

Целевая цена по акции компании – \$224, рекомендация – «покупать».

Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global

Финансовые показатели, \$ млн	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Выручка	8 042	9 357	10 711	11 048	11 394	11 905	12 499	13 020	14 493
Основные расходы	2 224	2 682	3 264	3 513	3 427	3 592	3 659	4 063	4 677
Валовая прибыль	5 817	6 675	7 447	7 535	7 967	8 313	8 840	8 956	9 816
SG&A	1 360	682	1 307	984	1 015	1 061	1 114	1 160	1 183
EBITDA	4 457	5 993	6 141	6 550	6 952	7 252	7 727	7 796	8 633
Амортизация	1 882	2 333	3 355	3 081	3 062	3 099	3 050	3 072	3 295
EBIT	2 575	3 660	2 786	3 470	3 890	4 153	4 676	4 724	5 338
Процентные выплаты (доходы)	754	831	1 065	1 387	1 317	1 294	1 287	1 315	1 457
EBT	1 821	2 829	1 721	2 083	2 573	2 859	3 389	3 409	3 880
Налоги	130	262	24	193	233	248	304	329	387
Чистая прибыль	1 691	2 568	1 766	1 890	2 340	2 611	3 085	3 080	3 494
Dilluted EPS	\$3,79	\$5,66	\$3,82	\$4,06	\$4,95	\$5,60	\$6,63	\$6,66	\$7,52
DPS	\$4,32	\$5,01	\$5,68	\$6,43	\$7,10	\$7,79	\$9,00	\$9,76	\$10,29



Анализ коэффициентов	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
ROE	30%	33%	36%	36%	36%	36%	34%
ROA	3%	3%	4%	4%	5%	5%	5%
ROCE	52%	61%	55%	53%	50%	51%	54%
Выручка/Активы	0,16x	0,17x	0,18x	0,19x	0,21x	0,20x	0,22x
Кэф. покрытия процентов	5,77x	4,72x	5,28x	5,60x	6,01x	5,93x	5,92x

Маржинальность, в %	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Валовая маржа	72%	71%	70%	68%	70%	70%	71%	69%	68%
Маржа по EBITDA	55%	64%	57%	59%	61%	61%	62%	60%	60%
Маржа по чистой прибыли	21%	27%	16%	17%	21%	22%	25%	24%	24%

Опционная идея

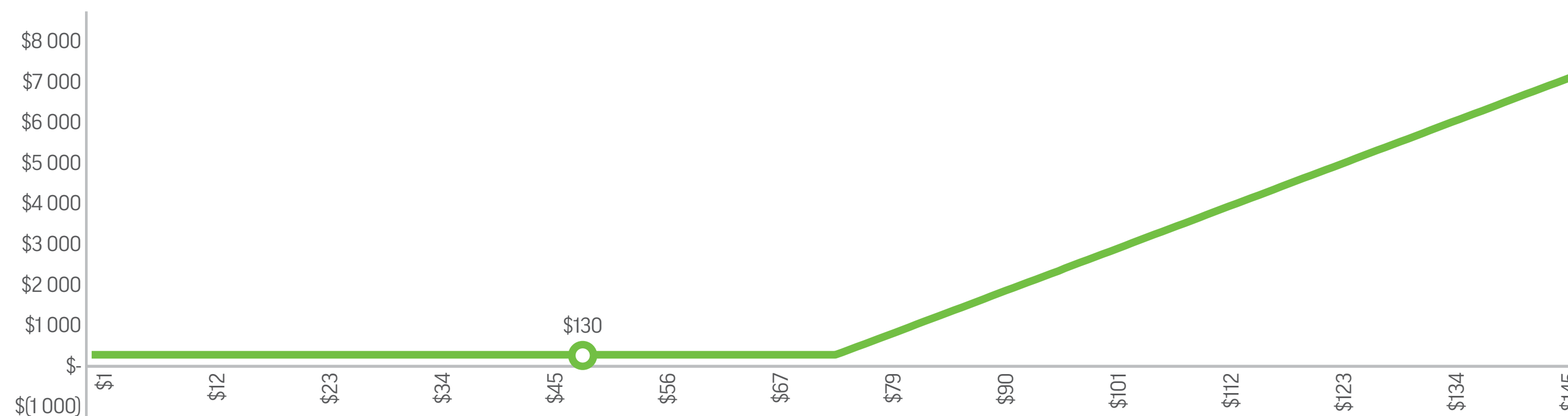
LONG CALL ON MDLZ



Инвестиционный тезис

Mondelēz International (MDLZ) – образованный в 2012 году в результате разделения Kraft Foods американский производитель снеков, кондитерских изделий и других продуктов питания, а также напитков, базирующийся в Чикаго. Выручка и прибыль компании за второй квартал текущего года оказались лучше средних ожиданий рынка. CEO Mondelēz Дёрк ван де Пут и CFO Лука Зарамелла в ходе в ходе онлайн-конференции, посвященной публикации отчетности, сообщили, что компания успешно расширяет ассортимент на азиатском рынке, а также улучшила прогноз спроса в Китае, Бразилии и на других рынках. Синергетический эффект от снижения затрат, по расчетам менеджмента, должен составить \$1 млрд. Возможности роста продаж компания видит преимущественно на развивающихся рынках, а также за счет расширения в сегменте цифровой коммерции. Mondelēz International повысила прогноз органического роста и скорректированной EPS с 10% до 12% (для первого показателя это нижняя граница гайденса). Ориентир в отношении увеличения выручки снижен на 2 п.п. из-за влияния отрицательных курсовых разниц на внешних рынках. Свободный денежный поток, по расчетам компании, должен составить \$3,3 млрд. Мы полагаем, что акции Mondelēz продолжат восходящую динамику и к моменту экспирации опциона 15 сентября будут стоить дороже \$76,3.

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
MDLZ	Покупать	Call \$75	15.09.2023	1,3	\$130	0,475	0,109	0,104	-0,020	21,23%	21,30%	18,20%	20,17%	25,69%

Параметры сделки

Продажа	Long Call on MDLZ
Страйки	Long Call 75
Покупка	+MDLZ.15SEP2023.C75
Дата экспирации	15 сентября 2023
Маржинальное обеспечение	\$130
Цена выхода	\$200
Максимальная прибыль	Inf
Максимальный убыток	\$ 130
Ожидаемая прибыль	54%
Точка безубыточности	\$76,3

Управление позицией

Если в день экспирации 15.09.23 цена базового актива будет выше \$75, но ниже \$76,3, инвестор получит убыток, который будет варьироваться. При цене базового актива менее \$75 убыток окажется максимальным и составит \$130. Если же базовый актив подорожает выше точки безубыточности \$76,3, потенциальная прибыль будет не ограничена, однако мы рекомендуем закрыть позицию при достижении стоимостью колл-опциона отметки \$200

Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах



Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global

Neuralink

Биотехнологический стартап Илона Маска Neuralink привлек \$280 млн в ходе инвестиционного раунда серии D, который возглавил венчурный фонд Founders Fund из Сан-Франциско, основанный Питером Тилем, который был соучредителем PayPal. Стартап специализируется на разработке чипов, предназначенных для имплантации в мозг для подключения напрямую к компьютеру. Над этой идеей Маск работает уже пять лет. До сих пор компания проводила испытания только на животных. Эти опыты привлекли внимание общественности в 2022 году, когда в ходе тестирования проекта погибла обезьяна, которую пытались заставить играть в компьютерную игру Pong. Новости о финансировании появились спустя несколько месяцев после того, как Маск объявил, что компания переходит к испытаниям на людях. По словам визионера, Neuralink подала «основную часть» документов в FDA и перейдет к новому этапу своих опытов в течение шести месяцев. Прежде чем мозговые имплантаты Neuralink начнут массово производиться и выйдут на широкий рынок, они должны получить одобрение регулирующих органов. В 2021 году FDA опубликовало документ, в котором изложило свои первоначальные соображения по поводу устройств с интерфейсом мозг-компьютер и отметило, что эта область «быстро развивается».



Cgoncology

Основанная в 2010 году CG Oncology специализируется на онколитической иммунотерапии и разработке терапевтических препаратов для спасения пациентов с раком мочевого пузыря. Благодаря предлагаемому стартапом методам лечения такие больные могут продолжать жить и работать без существенного ухудшения качества жизни. CG работает над тремя активными клиническими программами, в ближайшее время начнутся плановые исследования. В рамках раунда под совместным руководством новых инвесторов Foresite Capital и TCGX компания привлекла \$105 млн, которые будут направлены на продвижение ее клинических программ терапии рака мочевого пузыря на поздних стадиях. Общий объем полученного CG финансирования оценивается примерно в \$318 млн.



Nilesecure

Сетевой стартап из Сан-Хосе (Калифорния) Nile оперирует в секторе корпоративных сетей, в котором долгое время доминировали технологические гиганты. Стартап предлагает услуги network-as-a-service с более безопасными проводными и беспроводными сервисами, дополненными средствами мониторинга, аналитики и автоматизации, помогая клиентам упростить работу с сетями и обеспечить оптимальную безопасность, конкурируя с такими гигантами, как Cisco и Juniper Networks. Менее чем через год после выхода из режима секретности Nile удалось привлечь в рамках серии C инвестиции объемом \$175 млн. Соучредители компании – бывший многолетний гендиректор Cisco Systems Джон Чемберс и один из ее топов Панкадж Патель. Соорганизаторами инвестраунда выступили March Capital и фонд Sanabil Investments из Саудовской Аравии. С момента основания в 2018 году общий объем привлеченного Nile капитала достиг \$300 млн.



Newlight Technologies

Калифорнийская компания Newlight Technologies, по данным Crunchbase, основанная в 2003 году, занимается переработкой парниковых газов в полезные вещества. На эти цели она получила \$125 млн от GenZero при общем объеме финансирования своих проектов в объеме \$232 млн. Newlight использует природные микроорганизмы для преобразования парниковых газов в материал под маркой AirCarbon, который может применяться для производства одежды, на предприятиях общественного питания и в других отраслях. Newlight планирует использовать полученные средства для расширения производства AirCarbon на своем заводе в Калифорнии и в дальнейшем – на предприятии, строящемся в штате Огайо.



IPO Adlai Nortye Ltd

Технологии против онкологии

27 июля заявку на IPO подал Adlai Nortye Ltd. – разработчик инновационных методов лечения различных онкологических заболеваний. Андеррайтеры размещения – Cantor/ CLSA (Citic Securities)



Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global

Чем интересна компания:

- **О компании.** Зарегистрированная на Каймановых островах Adlai Nortye Ltd ведет бизнес через дочерние компании в США и Китае, специализируясь на разработке инновационных методов лечения широкого спектра раковых заболеваний. В настоящее время в портфеле стартапа три препарата-кандидата на клинической стадии исследований и столько же – на доклинической фазе. Наиболее перспективным продуктом является AN20-2, который проходит третий этап клинических испытаний для лечения определенных видов метастатического плоскоклеточного рака. Компания сотрудничает с MSD International GmbH, которой предстоит оценить перспективы AN0025 против рака толстого кишечника. Компания планирует во второй половине 2024 года подать заявку на одобрение этого продукта в FDA по ускоренной процедуре. Среди акционеров Adlai Nortye отметим Archer Future Limited, Nortye Talent Limited, ATCG Holding Limited, JIN YIN (BVI) LIMITED, Nortye International Limited, UNIQUE MARK VENTURES LIMITED и PECO International Limited. Совокупный объем привлеченных Adlai Nortye инвестиций составляет \$253 млн.
- **Потенциальный рынок.** По данным Grand View Research, рынок препаратов для лечения видов онкологических заболеваний, на которых специализируется эмитент, в 2021 году оценивался в \$1,22 млрд с прогнозом роста до \$3,5 млрд к 2030-му. Драйверами расширения этого рынка выступают современные демографические тенденции к старению населения, а также расширение возможностей разработчиков лекарств.



Обзор перед IPO

Эмитент	Adlai Nortye Ltd
Тикер	ALN
Биржа	NASDAQ
Объем к размещению	\$100 млн
Андеррайтеры	Cantor, CLSA (Citic Securities)

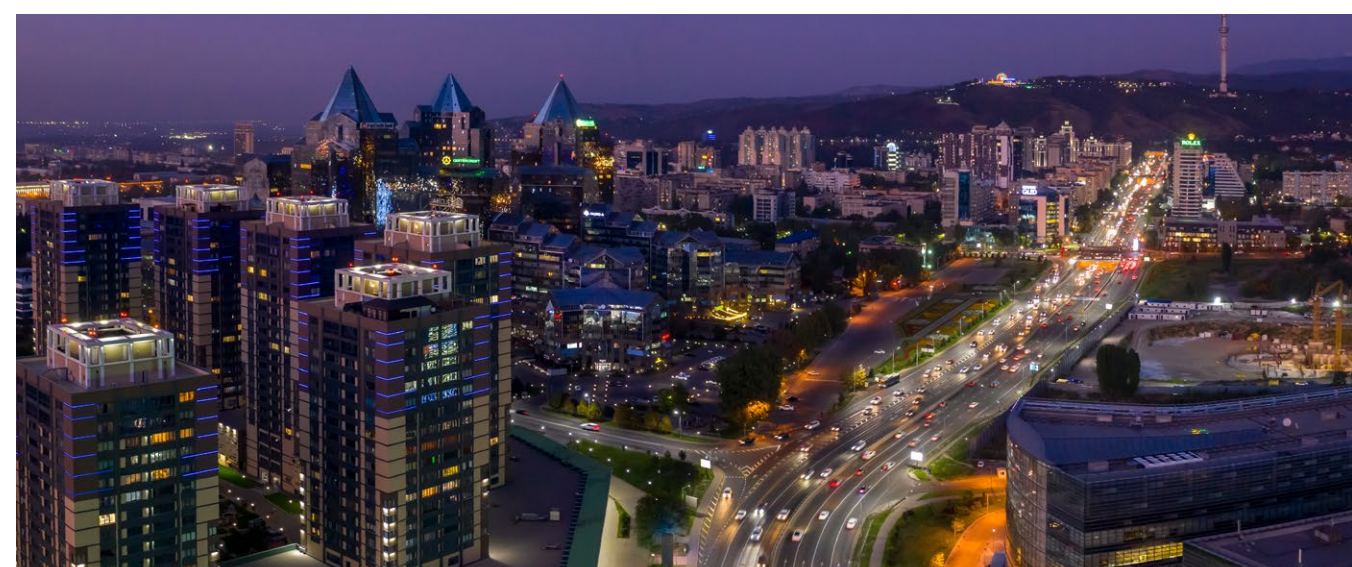


KASE на достигнутом не остановится

Летнее ралли позволило компенсировать понесенные с конца 2021 года потери при сохранении потенциала роста

Котировки KASE выросли почти на 8% с момента формирования дивидендных гэпов в конце мая, а от минимумов июня 2022-го бенчмарк поднялся уже на 45%. Тем самым были полностью восстановлены потери омраченного геополитическим кризисом 2022 года, и индексу удалось вернуться на уровни, достигнутые до старта «инфляционного» падения, которое началось в конце 2021 года на фоне повышения базовых ставок ведущими регуляторами мира. KASE остается подняться еще совсем чуть-чуть, чтобы выйти на отметки 18 октября 2021 года, которые выступают историческими максимумами, если не брать в расчет внутрисдневный кратковременный скачок до 3867 пунктов на торгах 19 октября того же года. Локомотивом последних двух недель стал KSPI.kz, сменивший предыдущего лидера Казмунайгаз. Котировки финтех-компания выросли на 10% на локальном рынке и на 15,5% на бирже Лондона, и ралли не сбавляет обороты. Однако есть и интересные различия: если на бирже LSE ГДР компании движутся строго внутри восходящего канала, то на KASE акции буквально улетели вверх, как если бы этому поспособствовала важная акцентированная новость. Однако информационный фон вокруг компании относительно спокойный. В то же время у ее бумаг сейчас достаточно мощных драйверов роста, среди которых сильный отчет за второй квартал, ожидаемый листинг на биржах США, объявление дивидендов и новой программы обратного выкупа. На текущий момент котировки реализовали нашу идею от 1 июня, новая цель – отметка в \$115 по ГДР, что соответствует 51 290 тенге.

На 5,5% поднялись котировки ГДР Казатомпрома в Лондоне, хотя акции на KASE выраженной динамики не показали. Весьма примечательный момент заключается в том, что рост позволил начать тест долгосрочной нисходящей трендовой линии, которая тянется еще с исторических максимумов ноября 2021 года. В случае пробы и удачных результатов отчета бумаги Казатомпрома станут уверенными кандидатами на продолжение ралли в третьем-четвертом кварталах. Казахтелеком подорожал на 3,8% и показал себя неплохо с технической точки зрения. Народный банк анонсировал на 14:00 17 августа презентацию в Zoom, посвященную публикации неаудированных консолидированных финансовых результатов за первое полугодие и второй квартал 2023 года. Помимо самого отчета инвесторы ожидают какой-либо информации о ранее появившейся инициативе компании проводить дивидендные выплаты раз в полгода.



Ожидания и стратегия

KASE продолжает двигаться вверх, однако пока в лидерах роста поочередно оказываются лишь отдельные акции, в то время как остальные проводят нейтральные сессии. Тем не менее мы сохраняем позитивный взгляд на конец третьего и старт четвертого квартала. Текущий фундаментальный запас роста по индексу составляет около 8%, однако, вероятнее всего, этот потенциал увеличится после оценки всех корпоративных отчетов за второй квартал.

Динамика акций и ГДР

Актив	Значение на		Изменение
	24.07.23	07.08.23	
Индекс KASE	3 672,22	3 732,78	1,6%
KSPI (GDR)	84,00	97,00	15,5%
KSPI (KASE)	39 894,00	43 899,81	10,0%
Казатомпром (GDR)	26,55	28,00	5,5%
Казахтелеком (KASE)	32 670,00	33 900,00	3,8%
Казтрансойл (KASE)	798,00	814,00	2,0%
Казатомпром (KASE)	12 452,29	12 491,42	0,3%
KEGOC (KASE)	1 565,00	1 566,89	0,1%
Kcell (KASE)	1 900,00	1 900,00	0,0%
Банк ЦентрКредит (KASE)	685,01	685,00	0,0%
Казмунайгаз (KASE)	10 930,00	10 830,00	-0,9%
Халык Банк (KASE)	165,50	163,57	-1,2%
Халык Банк (GDR)	14,78	14,54	-1,6%



Важные новости

- **Кселл выведут из Казахтелекома до конца года.** По словам министра цифрового развития Багдата Мусина, Самрук-Казына до конца года должна провести процедуру due diligence. На текущий момент оператором связи интересуются два потенциальных покупателя.
- **Казмунайгаз опубликовал производственные результаты за первое полугодие.** Добыча нефти за отчетный период выросла на 10% г/г во многом благодаря увеличению производства на участке Кашаган, составившему 155% г/г благодаря расширению доли КМГ в проекте с 8,44% до 16,88%. Добыча газа повысилась на 16,5% г/г, а объемы транспортировки нефти выросли на 5,8% г/г.
- **Казатомпром обнародовал операционные результаты за второй квартал и первое полугодие 2023 года.** Производство оксида урана за квартал выросло на 7% г/г, а за полгода – на 2% г/г. Продажи этой продукции с апреля по июнь упали на 57% г/г ввиду разницы в графиках поставок клиентам. Влияние этого фактора на динамику показателя подтверждается тем, что с января по июнь объем реализации увеличился на 7% г/г, до 8,6 тыс. тонн. Средняя цена продажи выросла на 12% по итогам квартала и на 17% по итогам полугодия на фоне повышения средних рыночных цен на 9% и 5% соответственно.



Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционная идея

Казахтелеком. Прецедент под супердивиденд

Потенциальная продажа акций Kcell позволяет рассчитывать на спецдивиденды, которые могут быть значительно выше ранее рекомендованных советом директоров Казахтелекома выплат

Причины для покупки:

- **Возможность получить дивиденды значительно выше прошлогодних.** Продажа доли в Kcell станет среднесрочной спекулятивной возможностью получить дивиденды в размере больше обычного. Как сообщил министр цифрового развития Багдат Мусин, два потенциальных покупателя мобильного оператора совместно с фондом Самрук-Казына проводят процедуру due diligence для организации сделки. Если она состоится, проблема резкого падения свободного денежного потока в первом квартале из-за затрат на развертывание сетей 5G станет нерелевантной. Г-н Мусин считает, что покупка оператора связи по стандарту 4G была бы невыгодной, а с наличием сетей пятого поколения цена компании вырастет. Мы склоняемся к тому, что потенциальная цена продажи Kcell может быть близка к рыночной. При удачном стечении обстоятельств акционеры могут получить дополнительный дивиденд с выручки от продажи. Такой сценарий уже реализовался в 2012 году, когда Казахтелеком продал пакет из 49% бумаг Kcell в пользу европейского Telia Sonera. Тогда акционеры получили дивиденды в размере 18 559 тенге на акцию против 1328,8 тенге за 2011-й. Сделка может быть закрыта в начале следующего года, а ориентир в отношении финального дивиденда составляет 15 тыс. тенге. Для максимизации потенциальной прибыли стоит также рассмотреть привилегированные акции, выплаты по которым могут оказаться такими же, как по обыкновенным, но дивидендный доход будет выше из-за меньшей цены бумаги.
- **Уверенный рост выручки в первом квартале.** Выручка Казахтелекома за январь-март текущего года выросла на 8% кв/кв и 15% г/г, достигнув 163 млрд тенге. Поквартальную динамику показателя во многом обеспечил сегмент «прочее» (+196% кв/кв), что было обусловлено эффектом низкой базы. В сравнении со средним значением в третьем и четвертом кварталах рост выручки был

незначительным, но в годовом выражении мы отмечаем повышение доходов от услуг по передаче данных, а также от проводной и беспроводной телефонной связи на 27% и 14% г/г соответственно. Все остальные источники выручки (кроме сегмента «прочее») показали годовое снижение.

- **Значительное улучшение маржинальности.** На фоне позитивной динамики выручки в годовом выражении и квартального снижения себестоимости валовая прибыль эмитента выросла на 30% кв/кв и 31% г/г. Валовая маржа составила 40%, что стало вторым лучшим результатом за последние 10 кварталов. Маржа EBITDA с 47% в первом квартале 2022-го и 45% в октябре-декабре того же года увеличилась до 50%. Квартальная чистая прибыль выросла на 14% г/г и упала на 17% кв/кв, достигнув 33 млрд тенге, или 2571,65 тенге на одну акцию.



КАЗАКТЕЛЕКОМ

АО «Казахтелеком»

Тикер на KASE	KZTK
Цена на момент анализа	33 900 ₸
Целевая цена	40 500 ₸
Потенциал роста	19 %

Динамика акций на KASE



Российский рынок

Возвращение в мировой топ по доходности

Индекс МосБиржи поднялся выше психологически важного уровня 3000 пунктов

Рубль продолжает слабеть. На прошедшей неделе пара USD/RUB достигла отметки 96 впервые за 14 месяцев. Основными причинами снижения курса рубля является периодически обостряющийся хронический дефицит долларовой ликвидности на бирже, а также отсутствие механизмов для исправления ситуации.

Банк России прогнозирует, что сальдо торгового баланса сократится с \$314 до \$97 млрд, то есть в 3,2 раза, а профицит счета текущих операций уменьшится почти в 10 раз – до \$26 млрд. Экспортеры, с одной стороны, освобождены от обязательной продажи валютной выручки, а также минимизируют ее остатки на бирже и в локальных банках из-за опасений санкций, с другой – увеличивается доля юаня и других валют в расчетах. И на внутреннем рынке доходы экспортоориентированных компаний растут, что снижает для них необходимость продавать больше валюты. В то же время на фоне восстановления экономики увеличивается импорт. По прогнозам Банка России, его объем в текущем году вырастет на 15%, до \$377 млрд. Импортёры не могут перевести в доллары значительную часть расчетов. Объем трансграничных

операций в долларах и евро сократился из-за санкций, а биржа не принимает в обеспечение валюты недружественных стран. В этой связи на рынке возник и сохраняется дефицит долларовой ликвидности. Даже курс рубля к юаню определяется фактически через пару с долларом, хотя оборот в китайской валюте превысил долларовой. Тенденция к ослаблению рубля из-за этого сохраняется. Поддержку национальной валюте в конце года может оказать windfall tax – налог на сверхдоходы крупных компаний.

В то же время ралли на отечественном фондовом рынке продолжается. Индекс МосБиржи вновь стал мировым лидером по доходности в национальной валюте с начала года. Инвесторов не волнуют события в США. Обесценение рубля обеспечивает сильным драйвером роста в первую очередь акции компаний-экспортеров, банков, представителей потребительского сегмента, IT-индустрии. Вместе с тем позитивная динамика наблюдается по широкому спектру бумаг. Простые рублевые облигации и депозиты не защищают вложения инвесторов от обесценения рубля, а динамика акций его компенсирует.

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



Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global



Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на		Изменение
	21.07.23	11.08.23	
MOEX	2 923	3 092	5,78%
PTC	1 012	1 015	0,30%
Золото	1 961	1 935	-1,33%
Brent	80,90	86,12	6,45%
EUR/RUB	101,20	105,08	3,83%
USD/RUB	90,92	95,66	5,21%
CNY/RUB	12,616	13,280	5,26%

Индекс МосБиржи дневной



Индекс МосБиржи поднялся на максимум с конца февраля прошлого года, почти достиг отметки 3200 пунктов, но слегка откатился в рамках технической коррекции. Пара USD/RUB поднялась выше отметки 96 впервые с весны прошлого года.



Российский рынок

Ожидаем

На наш взгляд, в ближайшие две недели позитивная динамика на российском фондовом рынке продолжится. Поддержку котировкам многих секторов оказывает ослабление рубля. Положительным драйвером выступает также повышение цен на нефть (Brent торгуется в районе \$85 за баррель, а Urals превысила \$60). Из важных событий выделим отчеты Роснефти, Татнефти, Х5, Русала, Группы ТКС, VK за второй квартал. Этап ускоренного ослабления рубля, вероятно, сменится периодом относительной стабильности на горизонте двух-трех недель. Ориентир для Индекса МосБиржи: диапазон 3100–3300 пунктов. Прогноз для пары USD/RUB: коридор 93–95.

Наша стратегия

Продолжаем считать актуальной ситуативную торговлю бумагами первого-второго эшелона с ориентиром на новости, техническую картину, внешний фон. Лидерами роста среди наиболее ликвидных способны стать отдельные акции банков, компаний черной металлургии, представителей нефтегазового сектора, IT и ретейла. В аутсайдерах могут оказаться бумаги компаний из индустрии цветной металлургии и строительных компаний.

**Инвестиционный
обзор №276**

11 августа 2023

ffn.global



Новости рынков и компаний



Сбербанк представил отдельные результаты за второй квартал и первое полугодие по МСФО. Чистые процентные доходы корпорации за апрель-июнь составили 597,6 млрд руб., а за первое полугодие достигли 1,2 трлн руб. Чистая процентная маржа оказалась равна 5,8%. Чистые комиссионные доходы составили 186,9 млрд руб. Чистая прибыль за квартал была зафиксирована на уровне 380,3 млрд руб. (16,70 руб. на акцию), а за полугодие – на отметке 737,5 млрд руб. (33,47 руб. на акцию). Объем кредитов корпоративным клиентам достиг 20 759 млрд (+6,7% за второй квартал, +11,6% за первое полугодие). Размер кредитного портфеля для физлиц достиг 13 928 млрд руб. (+7,3% за квартал, +12,1% с начала года). Объем активов увеличился на 10,2%, до 46 144 млрд руб. Доля Сбера в сегменте корпоративных кредитов составила 32,6%, на рынке кредитования физлиц – 45,7%.



Норникель отчитался по МСФО за январь-июнь. Из-за снижения мировых цен на основные металлы ГК ее выручка сократилась на 20% г/г, до \$7161 млн. Выручка от реализации продукции упала на 21% г/г, до \$6776 млн. Денежные операционные расходы снизились на 12% г/г, до \$2671 млн. EBITDA оказалась равна \$3370 млн (-30% г/г), маржа уменьшилась на 6 п.п., до 47%. Чистая прибыль составила \$1070 млн (-79% г/г). Свободный денежный поток увеличился на 28% г/г, достигнув \$1347 млн. Общие операционные расходы выросли на 4% г/г, до \$3092 млн. Объем капзатрат сократился на 19%, до \$1467 млн.



Ростелеком опубликовал отчетность по международным стандартам, согласно которой его выручка увеличилась на 14,5% г/г, до 324,5 млрд руб., операционная прибыль поднялась на 18% г/г, до 58,6 млрд руб., а OIBDA выросла на 8% г/г, до 135,1 млрд руб. Чистая прибыль оператора связи достигла 26,9 млрд руб. (+11,4% г/г), маржа закрепились на уровне 18%. Чистая маржа составила 8,2%. Долговая нагрузка сократилась с 2,1х до 1,8х OIBDA.

Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global





Акция	21.07.2023	04.08.2023	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1269,8	1344,4	5,87%
НЛМК	190,88	207,92	8,93%
ММК	51,64	53,5	3,60%
ГМК Норникель	16080	16360	1,74%
Распадская	323,85	355,25	9,70%
АЛРОСА	80,71	85,51	5,95%
Полюс	11547	11553,5	0,06%
Мечел, ао	188,27	223,15	18,53%
Мечел, ап	200,2	250,5	25,12%
Русал	41,575	43,165	3,82%
Polymetal	561,5	557,3	-0,75%
Финансовый сектор			
Сбербанк, ао	244,3	264,28	8,18%
Сбербанк, ап	244	263,12	7,84%
ВТБ	0,02292	0,02624	14,49%
ТКС, гдр	3356,5	3514	4,69%
МКБ	6,99	7,241	3,59%
МосБиржа	125,73	131,14	4,30%
СПБ Биржа	182,2	176,3	-3,24%
QIWI plc	653,5	665	1,76%
ЭсЭфАй	502	512	1,99%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	171,6	174,23	1,53%
НОВАТЭК	1470	1590	8,16%
Роснефть	482,8	520,65	7,84%
Сургут, ао	28,91	30,975	7,14%
Сургут, ап	43	48,56	12,93%
ЛУКОЙЛ	5492	6051	10,18%
Башнефть, ао	1825	1904	4,33%
Башнефть, ап	1346,5	1394	3,53%
Газпром нефть	528,5	582,7	10,26%
Татнефть, ао	495	540,3	9,15%
Татнефть, ап	492,4	525	6,62%
Прочие компании			
Yandex N.V.	2520	2715,6	7,76%
VK	662,8	718	8,33%
HeadHunter	2193	2500	14,00%
Группа Позитив	2131	2122	-0,42%
Whoosh	226,85	226,5	-0,15%
АФК Система	17,41	18,4	5,69%
CIAN	708,4	764,8	7,96%

Котировки по данным ПАО «Московская Биржа»

Акция	21.07.2023	04.08.2023	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,129	4,1455	0,40%
РусГидро	0,8396	0,9049	7,78%
ОГК-2	0,6822	0,6785	-0,54%
Юнипро	1,891	2,089	10,47%
ТГК-1	0,010882	0,01109	1,91%
Эл5 Энерго	0,579	0,634	9,50%
Мосэнерго	3,0135	3,0545	1,36%
Россети - ФСК	0,10628	0,12226	15,04%
Потребительский сектор			
Магнит	5715	5650	-1,14%
X5	1932	2110,5	9,24%
Лента	794,5	788,5	-0,76%
Детский мир	71,34	69,76	-2,21%
М.видео	203,2	216,5	6,55%
OZON, адр	2106	2585,5	22,77%
Fix Price	399,6	411	2,85%
O'Key Group	34,27	36,22	5,69%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	292	288	-1,37%
Ростелеком, ао	72,25	76,21	5,48%
Ростелеком, ап	73,65	72,8	-1,15%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	44,06	44,98	2,09%
НМТП	9,36	13,055	39,48%
ДВМП	72,89	110,02	50,94%
GLTR, гдр	572,2	651,7	13,89%
Совкомфлот	94,1	103,74	10,24%
Строительство			
ГК ПИК	759,9	810	6,59%
Группа ЛСР	704,2	763,6	8,44%
Самолет	3522	3693	4,86%
InGrad	1935	1916	-0,98%
Эталон	89,24	90,72	1,66%

Большинство акций демонстрировали положительную динамику, лидерами роста стали некоторые бумаги транспортного сегмента, а также представителей IT-индустрии и электронной коммерции. В аутсайдерах оказались акции СПБ Биржи и Детского мира.

Эмитенты подвели итоги полугодия

Динамику котировок на узбекистанских фондовых площадках определили публикации отчетов

В прошедшие две недели на узбекистанских фондовых площадках отмечался всплеск волатильности, причиной которого стал сезон отчетности.

Лидерами падения стали акции Кварца, обрушившиеся на 13,49% после выхода результатов за первое полугодие: компания сообщила о чистом убытке в размере 13,91 млрд сумов.

Акции Узметкомбината (-3,13%) также ушли вниз на публикации отчета, отразившего падение чистой прибыли на 34,4% – с 655,3 млрд сумов до 429,88 млрд. Умеренно негативную динамику про-

демонстрировал и Узавтомоторс (-1,41%).

Котировки Кизилкумцемента (+2,10%) поддержала новость о росте чистой прибыли на 111,86% в первом полугодии.

Акции Хамкорбанка, Кувасайцемента и Узпромстройбанка показали околонулевые изменения.

Из важных экономических новостей за прошлые две недели можно отметить замедление инфляции и решение ЦБ оставить ставку без изменения.

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 УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), УзАвто Моторс (UZMT), Кизилкумцемента (QZSM) и Хамкорбанка (HMKB).



Статистика по бумагам в покрытии

Актив	Значение на		Изменение, %
	21.07.2023	04.08.2023	
Eqre Blue	1 826,49	1 822,00	-0,25%
KVTS	2 462,00	2 129,99	-13,49%
QZSM	3 006,00	3 069,00	2,10%
SQBN	9,99	10,10	1,10%
URTS	18 500,00	18 870,00	2,00%
UZMK	8 620,00	8 350,00	-3,13%
KSCM	210 000,01	211 001,00	0,48%
HMKB	148,00	147,07	-0,63%
IPTB	0,94	0,95	1,06%
UIRM	5 330,00	5 750,00	7,88%
UZMT	70 999,99	70 000,00	-1,41%

Новости экономики

- Инфляция в Узбекистане впервые за несколько лет упала ниже 8,9% годовых.
- 27 июля правление Центробанка республики приняло решение сохранить ключевую ставку на уровне 14% годовых. В ЦБ отметили, что переход прогноза базовой инфляции и инфляционных ожиданий в уверенную нисходящую траекторию увеличивает вероятность смягчения монетарных условий в ближайшей перспективе.
- Президент Узбекистана подписал постановление, по которому приватизация и IPO Кишлокурулишбанка и Узпростройбанка переносятся на март и на конец 2024 года соответственно. Передача в частное владение и размещение акций Народного банка и Микрокредитбанка отложены до конца 2025 года. Для Алокабанка, Агробанка и НБУ эти сроки перенесены на начало 2025 года, а для Асакабанка – на его конец.

Важные новости

- **Кизилкумцемент (QZSM)** отчитался ростом выручки на 17,7% г/г, до 909,48 млрд сумов, при повышении чистой прибыли на 111,86% г/г, до 222,51 млрд сумов, и увеличении маржи показателя с 13,6% до 24,5%.
- **Ипотека-банк (IPTB)** нарастил процентные доходы на 18% г/г, до 3,6 трлн сумов. Чистая прибыль компании поднялась на 16%, до 705,83 млрд сумов. Маржа чистой прибыли составила 14,02%. Кредитный портфель увеличился на 12,1%, достигнув 33,27 трлн сумов.
- **Узпромстройбанк (SQBN)** увеличил кредитный портфель на 18,09% г/г, до 50,97 трлн сумов, при росте процентных доходов на 25,11%, до 3,27 трлн сумов. При этом чистая прибыль сократилась на 4,76% г/г, до 369,64 млрд сумов, а маржа по ней составила 7,84%.
- **УзРТСБ (URTS)** в первом полугодии 2023-го зафиксировала снижение выручки на 2,07% г/г, до 182,52 млрд сумов, с сокращением чистой прибыли с прошлогодних 100,98 млрд до 100,35 млрд сумов.
- **Узметкомбинат (UZMK)** отчитался за первое полугодие сокращением выручки на 3,35% г/г, до 4,076 трлн сумов, при снижении чистой прибыли на 34,4% г/г, до 429,88 млрд сумов, и уменьшении маржи показателя с 15,5% до 10,6%.
- **Кварц (KVTS)** в первом полугодии показал чистый убыток объе-

мом 13,91 млрд сумов. Выручка компании упала на 19,45% г/г, до 242,36 млрд сумов.

- **Узавтомоторс (UZMT)** отчитался за первое полугодие ростом выручки на 14,76% г/г, до 22,02 трлн сумов. В то же время чистая прибыль компании снизилась на 18,9% – с 1,43 трлн сумов в первом полугодии 2022 года до 1,16 трлн.



Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global



Рост ограничен слабым фундаментом

После обновления исторических максимумов DAX попал под давление разочаровывающей статистики, новостей о пересмотре рейтинга США и ряда неудачных корпоративных отчетов

С 24 по 28 июля основной фондовый индекс немецкого рынка вырос на 1,8%, достигнув 16 470 пунктов. На указанной торговой неделе DAX установил новый исторический максимум на отметке 16 490 пунктов. Наиболее выраженную динамику бенчмарк продемонстрировал в четверг, поднявшись на 1,7% на фоне снижения ориентира в отношении предельного уровня ставки ЕЦБ. По итогам заседания 27 июля регулятор ожидаемо поднял ставку на 25 б.п., а на итоговой пресс-конференции глава Центробанка Кристин Лагард заявила, что текущие монетарные условия в состоянии эффективно ограничивать инфляцию. На этом фоне рынок пересмотрел вероятность нового подъема ставки на сентябрьском заседании регулятора с 44% до 38%. В последний торговый день указанной недели DAX показал уверенный рост, реагируя на позитивную статистику инфляции за июль. Важными для динамики немецкого рынка событиями стали повышение ставки Федрезерва на 25 б.п. и принятие Банком Японии более гибкой политики контроля кривой доходностей гособлигаций, что может стать сигналом к окончанию супермягкой монетарной политики. Среди отдельных компаний отметим Adidas и Puma, акции которых во вторник и среду отреагировали повышением на 3,7% и 5,5% соответственно на публикации отчетности за второй квартал. Adidas пересмотрел прогноз операционного убытка с 700 млн до

450 млн евро, а Puma отчиталась ростом выручки на 11%, опередив консенсус по этому показателю.

С 31 июля по 4 августа DAX скорректировался вниз на 3,1%, закрыв неделю на уровне 15 952 пунктов. При этом в понедельник бенчмарк в очередной раз обновил исторический максимум, достигнув 16 529 пунктов. Тем не менее с первого по четвертый торговый день указанной пятидневки индекс заканчивал сессии в минусе. Во вторник и среду рынок снижался на 1,3 и 1,4% соответственно. Поводом для этого стала статистика индекса деловой активности в промышленности еврозоны, который продемонстрировал худший результат с мая 2020 года на фоне ослабления спроса, а также новость о снижении агентством Fitch кредитного рейтинга США. Кроме того, давление на фондовые площадки Германии оказала реакция биржевых игроков на некоторые корпоративные отчеты. В четверг на публикации результатов за второй квартал глубокое падение продемонстрировали Lufthansa (-5,5%) и Infineon (-9,3%). Также негативную динамику на указанной торговой неделе показали BMW, Mercedes Benz, DHL, Siemens Healthineers, Hugo Boss, Vonovia и Commerzbank. Акции Telefonica Deutschland в среду обвалились на 17,9%, до минимумов марта 2020 года, на новости о переходе мобильного оператора 1&1 к конкурентам из Vodafone в части соглашения по роумингу.

Лидеры роста в индексе DAX

Актив	Значение на		Изменение
	21.07.23	04.08.23	
DAX Index	16 177,22	15 951,86	-1,4%
UN01 GR Equity	5,00	6,52	30,3%
UTDI GR Equity	13,04	15,92	22,1%
PUM GR Equity	56,74	62,80	10,7%
KGX GR Equity	35,30	37,85	7,2%
DWS GR Equity	29,32	31,30	6,8%
HEI GR Equity	71,44	75,64	5,9%
SRT GR Equity	274,50	290,00	5,6%
ADS GR Equity	172,18	179,40	4,2%
MRK GR Equity	154,65	160,25	3,6%
8TRA GR Equity	19,02	19,68	3,5%
SRT3 GR Equity	347,40	358,40	3,2%
BEI GR Equity	115,45	118,65	2,8%
RHM GR Equity	255,40	262,20	2,7%

Ожидания и стратегия

В последнюю пятницу и понедельник DAX был неплохо выкуплен недалеко от предельных отметок локального восходящего тренда. Теперь, приближаясь к этой границе, индекс имеет все шансы восстановиться к сопротивлению 16 300 пунктов, тестирование которого станет сложной задачей для «быков». В противном случае бенчмарк может упасть до 15 400 пунктов, но мы считаем такое развитие событий маловероятным.

Инвестиционный
обзор №276
11 августа 2023

ffin.global



Рынок Германии

Важные новости

- **Вышла предварительная оценка гармонизированного уровня инфляции в Германии за июль.** Показатель опустился с июньских 6,8% г/г до 6,5% при консенсусе Reuters на уровне 6,6%. Эксперты считают, что слабо выраженная динамика обусловлена низкой базой прошлого года, когда принимались единовременные меры по снижению цен.
- **Опубликована статистика ВВП еврозоны и ФРГ за второй квартал.** Базовый показатель экономики евроальянса вырос на 0,3% при консенсусе 0,2%, а в Германии зафиксировано его нулевое изменение при общерыночных ожиданиях повышения на 0,1%. Небольшие позитивные тренды отмечаются в сегменте потребления и в частных инвестициях.
- **Промышленный PMI Германии продолжает падение шесть месяцев подряд.** В июле показатель опустился с июньских 40,6 пункта до 38,8 – минимума с мая 2020 года. Причинами этой динамики стало резкое снижение объема новых заказов, падение заводских цен и валового выпуска.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционная идея

Puma SE. Быстрее, выше, сильнее!

Уверенное достижение плановых финансовых показателей и активная экспансия бизнеса позволят котировкам Puma продвинуться к таргету

Причины для покупки:

- **Результаты Puma укладываются в годовые прогнозы.** Во втором квартале продажи компании выросли на 11,1% г/г, до 2,12 млрд, при марже валовой прибыли 44,8%. Операционные расходы повысились на 6,6% г/г, до 843 млн евро, в основном из-за увеличения затрат на маркетинг. Операционная прибыль составила 115 млн евро, чистая прибыль достигла 55 млн евро. Гендиректор компании считает, что плановые результаты на 2023 год с учетом продолжающегося сильного роста выручки будут достигнуты, несмотря на нестабильное состояние экономики.
- **Активное продвижение бренда.** В этом году Puma исполняется 75 лет. Ее главные цели на этот период – дальнейшее продвижение бренда, расширение доли на американском рынке и вос-

становление продаж в Китае. Компания подписала соглашение с Формулой-1, возобновила сотрудничество с Рианной в качестве посла бренда и продолжает развитие сегмента бизнеса, связанного с баскетболом, в США.

- **Высокие оценки инвестбанков.** 18 из 26 покрывающих акции Puma инвестбанков дают по ним рекомендацию «покупать». После недавнего обновления оценок M.M.Warburg установил таргет по бумаге на отметке 99 евро, Redburn – на уровне 72 евро, целевые цены RBC Capital и Credit Suisse равняются 75 и 76 евро. А средняя цель по этой бумаге составляет 68,57 евро.
- **Техническая картина.** Акции Puma с июня движутся вверх внутри восходящего канала. В случае пробоя отметки 64 евро возможен рост до 68 евро.



Среднесрочная идея

Puma SE

Тикер на Xetra	PUM
Текущая цена	62,94 евро
Целевая цена	71 евро
Потенциал роста	12,8%

Динамика акций PUM на Xetra



Freedom Holding Corp. успешно отчитался за 2023 финансовый год

За завершившийся 31 марта текущего года отчетный период холдинг получил выручку в объеме \$795,7 млн, что на \$105,9 млн (+15% г/г) выше результата за 2022 финансовый год. Процентный доход вырос со \$121,6 млн до \$294,7 млн (+142%) за счет увеличения кредитного и торгового портфелей с расширением в последнем доли облигаций. Отмечается рост процентного дохода по маржинальным кредитам, которыми все охотнее пользуются клиенты холдинга.

Чистая прибыль Freedom Holding от операций с иностранной валютой повысилась на \$48,4 млн вследствие активизации деятельности Freedom Bank по ее покупке и продаже. Доходы от страховых услуг поднялись с \$73 млн до \$115,4 млн за счет развития этого направления бизнеса.

Чистая прибыль холдинга от торговли ценными бумагами уменьшилась с \$155,3 млн до \$71 млн (-54%). Это связано с реализованным чистым убытком от продажи акций SPB Exchange. В результате заключения дочерней компанией Freedom Bank валютных свопов для диверсификации источников финансирования чистый убыток по производным финансовым инструментам увеличился на \$65,8 млн.

Общие и административные расходы Freedom Holding выросли на \$36,4 млн. На их динамику, в частности, повлияло финансирование благотворительных проектов и спонсорство. Поднялись затраты на поддержку программного обеспечения для масштабирования инфраструктуры ПО и внедрения систем для поддержки деятельности холдинга. В связи с расширением бизнеса и приобретением новых материальных активов отмечается рост затрат на услуги связи, износ и амортизацию.

Чистая прибыль Freedom Holding Corp. составила \$205,6 млн. Прибыль на акцию холдинга, рассчитанная, исходя из базового средневзвешенного количества акций в 58,6 млн штук, оказалась равна \$3,5. Прочий совокупный доход увеличился с \$204,8 млн до \$234,3 млн. Активы холдинга выросли с \$3,230 млн до \$5,085 млн (+58%). Обязательства повысились с \$2,684 млн до \$4,314 млн (+61%).

Количество брокерских клиентских счетов по состоянию на 31 марта 2023 года составило 370 тыс. (+48% г/г).

Тимур Турлов, CEO Freedom Holding Corp.:

«Вопреки экономической турбулентности мы продолжаем уверенно двигаться вперед и показывать стабильные финансовые результаты своей масштабной деятельности. 2023 фискальный год был непростым, в этот период мы полностью прекратили работу в РФ.

Одновременно год принес важные изменения, благодаря которым бизнес стал более сильными и инновационным. Выбрав амбициозную цель по построению цифровой экосистемы с новым брендингом, холдинг последовательно наращивает активы в разных направлениях. Запущенный процесс приобретения американского инвестиционного банка Maxim Group LLC вместе с его дочерней организацией Maxim Financial Advisors LLC стал одним из значимых событий, придавших дополнительный импульс нашему экспоненциальному росту. Впереди новые горизонты и вызовы, но благодаря доверию акционеров и нашему ответственному подходу к бизнесу мы готовы расти дальше и оставаться на передовой международного финансового рынка».



Инвестиционный
обзор №276

11 августа 2023

ffin.global



Публичная Компания

Freedom Finance Global PLC



Инвестиционный
обзор №276

11 августа 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.