

PepsiCo – цены поднимаются, но отказа от Pepsi не намечается

И сколько бы ни говорили, что повышать цены уже некуда, Pepsi это опровергает не на словах, а на деле. И это работает уже чуть ли не 4 квартала подряд! В этот раз рост цен на продукцию компании составил 15%, что нивелировало просадку по объёмам продаж в размере 2,5%. Совокупная выручка выросла на 10,4% г/г (благодарить вновь надо рост цен), а единственным региональным сегментом, который не смог показать рост дохода в годовом сопоставлении, оказался рынок Африки, Среднего Востока и Южной Азии (-8%). В остальном – любовь к Pepsi подтверждается цифрами: в Северной Америке выручка выросла на 10% г/г, в Латинской Америке – на 18% г/г, в Европе – на 13% г/г, в АТР – на 1% г/г. По-прежнему высок спрос на снеки Frito-Lay (+14% г/г) и Quaker Foods (+1% г/г). Как мы и прогнозировали в предыдущем квартале, годовое сопоставление доходов выровнялось, поскольку влияние продажи ряда активов компании PAI Partners себя исчерпало. А вот радость акционеров после публикации нового прогноза по доходам исчерпает себя ещё нескоро: второй раз за этот год менеджмент повышает guidance (а впереди ведь ещё 2 квартала). Теперь органический рост выручки ожидается на уровне 10%, EPS – 12%. Неизменным осталось намерение вернуть акционерам не менее \$7,7 млрд, из которых \$6,7 млрд составят дивиденды, \$1,0 млрд – программа обратного выкупа акций. *Бумаги PEP чётко прошли по нашим целевым уровням, но закрепиться над ними не смогли ввиду отсутствия корпоративных новостей. Поэтому все цели оставляем неизменными: подход вплотную к историческому максимуму в \$200 в среднесрочном периоде и закрепление над \$188-189 в краткосрочном периоде.*

Delta Air Lines – что хорошо для покупателя, то может снизить доход для авиакомпании

Туристический бум после пандемии никак не заканчивается, и авиакомпаниям это только на руку: менеджмент обещает сильные операционные результаты не только по международным направлениям, но и по внутренним. И хотя, чем ближе к сентябрю, тем сильнее проявляется фактор сезонности, руководство имело смелость повысить годовые прогнозы, а вот сбудется ли это – станет понятно позднее. Пока же по итогам 2023 г. ожидается рост выручки на 17-20%, операционная рентабельность – не менее 12%, и EPS – в диапазоне \$6-7. Но тут в дело вступает макроэкономика: наибольшие опасения сейчас вызывает устойчивость потребительских расходов. Иными словами, непонятно, будут ли они готовы тратить на путешествия столько, сколько в отчётном периоде. Конечно, замедляющаяся инфляция играет на руку пассажирам, поскольку билеты становятся доступнее, но одновременно вредит компании: заполняемость на некоторых маршрутах Delta Air Lines уже была близка к 100%. А теперь получается, что билеты дешевеют (тарифы снижаются 3 месяца подряд, и в годовом исчислении темпы падения оказались самыми сильными с февраля 2021 г.), наполняемость салона не меняется, и компания получает объективно меньше, чем могла бы. Ещё одним минусом остаётся слабое восстановление корпоративных поездок: с появлением удалёнки командировки стали менее популярны, а перевозчики обычно полагаются на крупных корпоративных клиентов, чтобы заполнить места с высокой маржой после летнего туристического сезона. На сильной отчётности бумаги на премаркете взлетели на 4,5% и превысили психологически важный уровень в \$50. Тем не менее, вышеуказанные факторы могут немного затормозить взлёт котировок. *На конец квартала устанавливаем ценовой диапазон \$46,0-46,5.*

Fastenal – перехитрили сами себя

Производственный сектор начал постепенно восстанавливаться, и за ним потянулись результаты промышленных компаний. И хотя Fastenal нельзя напрямую назвать представителем этого сектора, поскольку основной деятельностью является продажа промышленных и строительных материалов, его доход в прошедшем квартале хоть и незначительно, но поднялся. Рост выручки Fastenal был обусловлен как более высокими объёмами продаж, так и повышением цен: спрос на гайки и болты ещё сохраняется, и это плюс для компании, но уже 6 квартал в воздухе висит вопрос «Почему на них растут цены?». И ведь каждый раз одно и то же: менеджмент тактично умалчивает о причинах,

хотя справедливости ради, в этот раз вскользь было упомянуто о повышении переходящих цен для компенсации затрат. Интересно, что в этот раз вклад роста цен в рост выручки оказался меньше, чем в прошлом году, чего аналитики, делавшие прогнозы, явно не ожидали. Суточный объём продаж в производственном секторе за квартал вырос на 10,4%, а на рынке нежилого строительства сократился на 8,8%. Строительство нежилых помещений за последний год в целом держалось лучше, чем жилищное, поскольку ФРС повысила процентные ставки, что привело к увеличению стоимости финансирования крупных проектов. *Мы по-прежнему не видим сильных драйверов роста котировок, поэтому «играем на снижение», устанавливая целевой диапазон в коридоре \$53,4-53,9.*

UnitedHealth – где тонко, там и рвётся

Не так страшны затраты, как их прогнозировал рынок. Хотя справедливости ради, тут и менеджмент свою роль отыграл, заявив пару недель назад о том, что рост числа несрочных операций и амбулаторных посещений выльется в рост медицинских расходов. Мол, будьте готовы, умерьте аппетит, ждите не самого лучшего. Был ли это намеренный шаг, или тогда всё действительно казалось настолько небезоблачным – непонятно, но расходы выросли слабее, чем прогнозировали (+15,9% г/г), а темпы роста выручка, напротив, удивили тем, что не отстали настолько сильно (+15,6% г/г). По итогу, и прибыль оказалась лучше ожиданий, что заставило акционеров выдохнуть с облегчением – в этот раз «проскочили». Среди позитивных факторов – восстановление спроса на сложные операции, рост количества посещений, увеличение доходов по всем сегментам (страховые премии прибавили 13,4% г/г, продуктовый сегмент – 12,2% г/г, сервисный – 30,4% г/г, даже доход от инвестиций вырос в 3,8 раза г/г, чем не каждое инвестподразделение банка похвастаться может). Среди негативных – вопрос темпов роста расходов, потому что во II кв.'23 г., по ощущениям, реально «проскочили» на тоненького, замедление темпов роста доходов Optum, который долгое время считался «локомотивом» дальнейшего развития всей компании. Менеджмент повысил прогноз на весь 2023 г. до диапазона \$24,7-25,00 по EPS, но отчёт действительно неоднозначен. *Мы по-прежнему считаем, что текущая цена не отражает фундаментальную стоимость компании, и ждём восстановления котировок, но не до ранее указываемых уровней \$540-550, а на первое время до \$515-525.*

JPMorgan – без шансов для остальных

Если кто-то сможет переплюнуть этот отчёт, будет удивительно. Тут на руку сыграло всё: и имя (после банковского кризиса в начале года страшно было отдавать деньги на депозиты мелким банкам, но не таким гигантам, как JPM), и покупка активов First Republic Bank (который укрепил процентный доход самого JPM), и ужесточение ДКП. Совокупная выручка взлетела на 34% г/г, выручка розничного сегмента – на 37% г/г, корпоративного и инвестиционного сегмента – на 4% г/г, коммерческого банковского сегмента – на 49% г/г и сегмента управления благосостоянием – на 15% г/г. И хотя в отчёте «благодарность» FRB фигурирует чуть ли не в каждой строчке, без него картина была бы не хуже: выручка бы прибавила 21% г/г, чистая прибыль – 40% г/г, так что не FRB единым. И хотя объём депозитов никак не стабилизируется, падая в среднем на 6% г/г, но это покрывается ростом объёма кредитов на 13% г/г, выдаваемых под более высокий процент. Метрики остались сильными даже после финализации сделки: ROE – 20%, ROTCE – 25%, CET1 Capital Ratio – 13,9%, свободные денежные средства и их эквиваленты превышают \$1,4 трлн, а чистый процентный доход – \$21,9 млрд (+44% г/г). *Второй квартал к ряду бумаги JPM завершают квартал в чётко обозначенном нами диапазоне. В этот раз мы вновь повышаем целевой уровень: если до исторического максимума в \$170 к концу квартала дотянуться вряд ли удастся, то как минимум «сходить» на \$162-164 и попытаться там закрепиться может удасться.*

Wells Fargo – всё сам

А тут банк никого не поглощал, а сам взял и увеличил свою выручку на 20% г/г, чистую прибыль – на 57% г/г, и всё благодаря росту чистого процентного дохода, который, в свою очередь, прибавил 29% г/г. Коэффициент достаточности капитала 1^{го} уровня CET1 составил 10,7%, средний объём кредитов вырос на 2,1% г/г, депозитов – ожидаемо снизился на 6,8% г/г. Давление на результаты по-прежнему оказывает ипотечное кредитование (-13% г/г) и автокредитование (-13% г/г), но по сравнению с просадками предыдущего квартала текущие – ничто. Зато Wells Fargo сильнее всех готовится к возможному экономическому спаду. За прошедший квартал он расширил отчисления в резервы в 2,9 раза г/г, что явственно даёт понять: готовится он не к самому лучшему ходу событий. Хотя при этом снижения процентных доходов в 2023 г. не ожидается, даже наоборот, ожидается их рост на 14% г/г, однако это зависит уже не от клиентов, а от ФРС, и Wells Fargo не верит в резкое прекращение жёсткой ДКП. Отчёт банка дал понять, что и без серьёзных поглощений в этом квартале можно было отчитаться хорошо, даже очень, поэтому, вполне вероятно, что не то что просадки, даже слабый рост теперь будет восприниматься инвесторами негативно. *А у Wells Fargo, между тем, негативно воспринимать нечего – на премаркете бумаги взлетают на 5% в моменте, но скорее всего, день закроется +2,5-3,0%. Мы продолжаем ждать «третью вершину» и сохраняем цель \$47,9-48,1, после чего не исключаем спуска на \$45,3-45,6.*

Citigroup – по плечам товарищей

Сам бы Citi после подобного отчёта не вырос, ему повезло, что отчитавшиеся до него JPMorgan и Wells Fargo создали благоприятный фон, хотя до конца сегодняшних торгов этого запала может и не хватить. Банк снизил выручку на 1 % г/г, чистую прибыль – на 45%. Во многом это объясняется просадкой подразделения по работе с институциональными клиентами (-9% г/г) из-за не лучшей конъюнктуры на рынке фиксированной доходности (выручка от этого сегмента снизилась на 13% г/г) и неоднозначных событий на рынке акций (-10% г/г). Чистый комиссионный доход просел на 24%, и тут уже никакой рост ставки не поможет исправить ситуацию – максимум частично компенсировать расходы. Вот что делать банку с акцентом на торговые операции в случае, когда эти операции никто не проводит? Временно переносить акцент на другие подразделения, что Citi и сделал. А там, глядишь, и конъюнктура выровняется, не может же она вечно быть негативной. *Пока же Citi «выезжает» на плечах товарищей, а мы немного снижаем цель по акциям, до \$50,2-50,4 на конец квартала.*

Morgan Stanley – не такой, как все

Пожалуй, самым необычным в отчёте Банка была информация о росте выручки от инвестиционно-банковских услуг: пока партнёры по сектору фиксируют убытки, Morgan Stanley смог показать пусть и маленький, но всё же прирост на 0,3% г/г, хотя доходы от операций с инструментами с фиксированной доходностью просели на 31% г/г, от акций – на 14% г/г. Управление благосостоянием принесло дополнительный доход на 16% больше прошлогоднего, управление инвестициями, напротив, «украло» 9% выручки. Интересно, что пока все хвастаются ростом чистого процентного дохода благодаря ужесточению ДКП, Morgan Stanley может похвастаться тем, что он не такой, как все: у него этот показатель упал на 12%. Отчисления в резервы по-прежнему растут, но уже не такими высокими темпами – в этот раз они составили \$161 млн по сравнению со \$101 млн в апреле-июне 2022 г. *Бумаги просели до указанных нами уровней, но хороший отчёт помог им подняться над уровнем сопротивления в \$90 и, судя по всему, закрепиться там. Повышаем целевую цену на горизонте полугода до \$100.*

Bank of America – лизинг пришёл на помощь

Финансовый институт смог извлечь выгоду из всего: и от ужесточения ДКП, и от восстановления конъюнктуры лизингового рынка. И если в первом случае рост чистого процентного дохода ожидаем (+14% г/г), то вот рост выручки от инвестиционно-банковского бизнеса сразу на 76% оказался приятным сюрпризом, тем более с учётом того, что глобальная активность в области M&A

не просто невысокая, а её попросту нет – по сравнению с и без того слабыми показателями II кв.'22 г. она упала на 36% г/г. Но тут подоспел лизинг – более высокие лизинговые платежи клиентов вкуче с отсутствием убытков по позициям с использованием заёмных средств «подтянули» котировки над \$30, с которым акции «боролись» несколько месяцев. Добили (в хорошем смысле) акционеров новости по росту выручки от торговых операций на 3% г/г за счёт улучшения показателей торговли фиксированным доходом, валютой и сырьевыми товарами на 7% г/г. *Как он это сделал – загадка, но акционерам, кажется, не так уж и важны способы достижения, сколько сам факт. Мы сохраняем долгосрочный взгляд позитивным (\$37), на горизонте квартала ждём превышения \$33.*

Bank of New York Mellon – без искры в отчёте

Если отчитывающиеся в тот же день коллеги по сектору смогли удивить своих акционеров, то BoNY пошёл проверенным путём, что в некоторых условиях и хорошо. Финансовому институту удалось нарастить совокупный доход на 5% г/г за счёт роста чистого процентного дохода на 33% г/г. И это, пожалуй, один из немногих факторов, которым можно похвастаться. Потому что комиссионные доходы упали на 2% г/г, активы под управлением – на те же 2% г/г (но тут во многом виноваты британские бонды, просевшие в цене, и продажа подразделения Alcentra), доход от управления благосостоянием – на 10% г/г. Похвастаться можно было бы ещё и притоком клиентских средств, увеличившим активы на счетах доверительного управления на 9% г/г, но эта тенденция после банковского кризиса начала года характерна не только для BoNY, поэтому в данном случае он – один из многих. *Мы снижаем цель до \$49,5-50,0: если после предыдущих отчётов мы могли обвинить кризис в том, что он остановил банк, бравший в тот момент разгон, то теперь винить некого, а взлёт BoNY так и не состоялся.*

The Charles Schwab – слишком много авансов

Никто не ждал, что доходы The Charles Schwab вырастут по итогам отчётного периода, вопрос был, скорее, в том, как сильно они упадут, и, видимо, просадка оказалась не такой сильной. По крайней мере, ждали более резкой, поэтому на достаточно ординарный отчёт проявилась такая буйная реакция. На первый взгляд кажется, что нет особых оснований для оптимизма: процентный доход снижается, совокупный доход снижается, расходы растут, но одновременно объём активов под управлением превышает \$8,0 трлн, число активных брокерских счетов – 34,4 млн, чистый приток средств – \$72 млрд. Один из путей выхода – увеличение комиссий, и отчасти это уже сработало – во II кв.'23 г. чистый комиссионный доход прибавил 12% г/г. Акции брокерской компании чётко прошли по установленным нами целям: спустились на \$47, оттуда оттолкнулись и закрепились к концу квартала над \$50. Далеко над \$50, причём настолько, что нам такой взлёт кажется слишком резким. *Долгосрочными драйверами будут являться новые клиенты и рост комиссий, поэтому повышаем нашу цель по бумагам до \$64,5-65,0 на конец квартала, что чуть ниже текущей стоимости бумаг.*

Goldman Sachs – реорганизация реорганизации рознь

Реализация стратегических целей – это хорошо, но когда это уже второй квартал подряд мешает показать уверенные финансовые результаты, невольно задумываешься, правильно ли выбрано время для реализации этих целей? Пока коллеги по сектору уверенно шагают вперёд, Goldman Sachs шагает на месте и радуется разве что превышению консенсус-прогноза по выручке. После того, как менеджмент затеял реорганизацию бизнеса в сфере управления активами и сокращение объёма потребительских операций, GS несёт убытки. Только эти 2 меры способствовали недополучению \$1,4 млрд дохода. И это вдобавок к не самому сильному перформансу: чистый процентный доход сократился на 3% г/г, непроцентный – на 9% г/г, выручка от управления активами – на 4% г/г, от операций с инструментами с фиксированной доходностью – на 26%, от инвестиционно-банковских услуг – на 20% г/г. Рост выручки от операций с акциями на 1% не

исправил ситуацию, а повышение квартальных дивидендов на 10%, до \$2,75 на акцию, исправило лишь для «охотников за доходностью». Сохранит ли это долгосрочных инвесторов в акциях – вопрос. Кажется, надо что-то решать с реорганизацией, иначе никакие выплаты и байбеки не спасут. *Пока акционеры не спешат отворачиваться от Goldman Sachs, поэтому мы сохраняем целевую цену на конец квартала на уровне \$338-340. В случае дальнейшего ухудшения результатов не исключаем просадки и к \$320.*

JB Hunt – главное – признать наличие проблемы

«Да, отрасль грузоперевозок переживает не лучшие времена, но всё будет хорошо», – так менеджмент описал ситуацию и свой взгляд на будущее компании, но что самое интересное – им поверили. Неважно, что результаты не дотянули до прогнозных и сильно просели в сравнении с прошлогодними, акционеры теперь живут надеждой на восстановление. Опрометчивое ли это решение – пока неясно, прошлый слабый отчёт должен был отбросить котировки на новые минимумы, но всё ста же пресловутая надежда этому воспрепятствовала. Анализировать поведение акционеров можно сколько угодно, всё равно каждый останется при своём мнении, поэтому отметим здесь основные моменты. Выручка от грузовых перевозок снизилась на 16% г/г, от интермодальных перевозок – на 19% г/г, от интегрированных решений – на 43% г/г. С доходом в \$1,5 млрд интермодальный сектор является крупнейшим сегментом компании, на который приходится почти половина её оборота. Но операционная прибыль на одну загрузку упала на 24% г/г, отражая вялый спрос и понижающее ценовое давление, а около 18% её интермодального контейнерного парка простаивали в течение квартала. *Несмотря на позитивную реакцию после отчёта мы сохраняем негативный взгляд на компанию, но чуть повышаем прошлую целевую оценку: на конец квартала уровни видим в диапазоне \$176-178. Интересно, в текущей конъюнктуре и убыточном основном сегменте менеджменту удастся убедить акционеров в успешности компании и необходимости ещё подождать?...*

Activision Blizzard – сделка сделкой, но игры тоже надо уметь делать

Фактически, компания могла отчитаться как угодно, всё равно динамика последние несколько недель определяется исключительно новостями о прогрессе в сделке с Microsoft. Сделку уже и отменяли, и запрещали, и снова разрешали, и судились за неё, и вот, по последним доступным данным, крупнейшая сделка в игровой индустрии находится на грани одобрения. Федеральная торговая комиссия США готова приостановить судебное разбирательство, что открывает путь к переговорам о возможном урегулировании спора. Срок слияния продлён до 18 октября, и акционерам Activision (да и Microsoft тоже) очень хочется, чтобы новых переносов не было. Даже если сделка сорвётся, то Microsoft выплатит разработчику \$3,0-3,5 млрд (если отмена произойдёт после 29 августа) или \$4,5 млрд (если после 15 сентября), что позволит Activision выплатить квартальные дивиденды не менее \$0,99 на акцию. Что касается квартальных результатов, они достаточно уверенные. Выручка выросла на 34% г/г, чистая прибыль – почти вдвое, чистый объём заказов – в 1,5 раза г/г, а благодаря запуску Diablo IV сегмент Blizzard впервые превысил \$1 млрд. Следующий отчёт компания должна представить в ноябре, и вполне вероятно, это произойдёт уже в составе Microsoft. *Чётких целей не ставим – всё же со сделкой «на носу» это бесполезно, но всё же обозначим, что ниже \$90 бумаги уйти не должны, если, конечно, кому-нибудь ещё не придёт в голову заблокировать слияние.*

Baker Hughes – всё хорошее когда-нибудь заканчивается

В данном случае посмотреть на отчёт и порадоваться за компанию было бы лучшим решением, однако так сделать нельзя, приходится слушать комментарии менеджмента, которые в этот раз могли бы оказаться губительными для котировок, но судя по всему, акционеры Baker Hughes ценят честность. Или просто не готовы пока расставаться с бумагами компании. Сначала о хорошем: выручка нефтесервисной компании выросла на 25% г/г, чистая прибыль вышла в «зелёную» зону

по сравнению с убытков во II кв.'22 г., объём новых заказов поднялся на 28% г/г. Доход от обслуживания месторождений и производства оборудования увеличился на 20% г/г, при этом в Северной Америке – на 13% г/г, в Латинской Америке – на 37% г/г, на Ближнем Востоке и в Азии – на 29% г/г, в Европе, СНГ и в Африке – на 2% г/г. Второй сегмент, сегмент промышленных и энергетических технологий, вырос на 34% г/г. Неудивительно, что с таким ворохом хороших новостей акционеры пропустили заявления менеджмента о том, что во II полугодии активность на рынках Северной Америки будет чуть ниже, чем в I половине года. Фактически, замедление на рынках заметно уже сейчас – с апреля по июнь количество активных буровых установок снизилось на 11%. *На «старом топливе» компания к концу июля доедет до нашего целевого уровня в \$37,0, но затем снижение неизбежно. Вполне вероятно, что к концу квартала максимальная планка составит \$34,7-35,0.*

Halliburton – впереди тяжёлый выбор

Кажется, Halliburton вынесла из этого благоприятного для «нефтесервисников» периода меньше всего выгоды: то отчитывалась позже секторальных аналогов, когда акционеры уже ушли в их бумаги, и менять одного на другого – это нести ненужные комиссионные расходы; то на мировые рынки дольше других выходила. Сейчас на фоне эмбарго американские нефтяники стали одними из бенефициаров сложившейся ситуации, поскольку именно они активно увеличивают экспорт нефти в Европу, а значит, нужны скважины, и желательно новые. Только вот парадокс: в условиях благоприятной конъюнктуры, которая на рынке уже как минимум 3 квартала, интерес инвесторов к акциям нефтесервисников, угасает. Да и цены на нефть уже не бьют многолетние рекорды, что тоже негативно скажется на ближайшем будущем компании. Текущий отчёт хорош почти всем, за исключением того, что выручка HAL, хоть и выросла на 14% г/г, оказалась ниже прогнозов. Доходы в сегменте оборудования для скважин и их обслуживания повысились на 19% г/г, в сегменте оценки резервов и бурения скважин – на 3%. Менеджмент с аккуратностью смотрит в будущее, заявляя, что некоторые клиенты уже запрашивают скидки, потому что по текущим ставкам аренды они будут работать себе в убыток. Тут надо выбирать: или искать более лояльных клиентов (это долго, но может сохранить прибыль), или давать скидки (что сохранит клиентов, но выручку, скорее всего, понизит). *Компания выполнила нашу краткосрочную цель в \$38, новую устанавливаем на среднесрок на уровне \$32,7-33,0.*

Tesla – объём производства всему голова

Если уж цените объём продаж выше рентабельности, будьте готовы к тому, что котировки снизятся даже после уверенного отчёта. Выручка выросла на 47% г/г, чистая прибыль – на 20% г/г, валовая рентабельность опустилась до 18,2% (-0,6 п.п. кв/кв), но это было вполне ожидаемо после того, как компания резко снижала цены на продуктовую линейку для завоевания доли рынка. Теперь же цены возвращаются на прежние уровни, можно ждать восстановления рентабельности, но менеджмент сам же прервал восходящий тренд, заявив, что из-за приостановки работы заводов для их модернизации производство в III кв.'23 г. слегка замедлится. Тем не менее, годовой план по поставке 1,8 млн автомобилей сохраняется. Помочь котировкам могли бы более подробные новости по пикапу Cybertruck, но было сказано лишь о том, что построен первый серийный экземпляр, а вот о датах начала поставок, цене и прочих аспектах ясности как не было, так и нет. Несмотря на растущую конкуренцию со стороны китайских производителей, Tesla старается оставаться на плаву. Замедления производства неизбежны – на старых заводах новые машины не построить, а прочих драйверов у компании предостаточно: начиная от налоговых льгот покупателям, заканчивая развитием сети станций подзарядки Supercharger. *Несмотря на сильную волатильность, мы ожидаем, что в среднесрочном периоде бумаги Tesla перепишут годовые минимумы и закрепятся около уровня в \$300.*

Netflix – смотря под каким углом посмотреть

И всё же предугадать, на что будут смотреть акционеры в отчёте сервиса потоковых видео, практически невозможно. В этот раз мимо ушей пропустили и превышение прибылью консенсус-прогноза, и восстановление операционной маржи, и снижение расходов и повышение прогноза по свободному денежному потоку, зато с ужасом восприняли новость о прогнозируемой в III кв.'23 г. выручке. Начнём с хорошего: клиентов становится больше, пароли так активно уже не «шерят» (поэтому и клиентов стало больше: меры по борьбе с обменом паролями привлекли дополнительные 5,9 млн человек), 38% всех телепросмотров в июне пришлось на потоковое вещание, что стало новым рекордом в отрасли, и, вполне вероятно, поможет компании справиться с и без того высокой конкуренцией. Как ни парадоксально, забастовки сценаристов и актёров позволили сократить расходы и повысить прогноз FCF с \$3,5 млрд до \$5 млрд. А теперь о грустном: забастовка может вылиться в перенос ключевых франшиз и в появление дополнительных расходов (в первую очередь на маркетинг) уже в конце этого года. Но самым грустным стало даже не это, а ожидания по выручке в III кв.'23 г. в размере \$8,52 млрд по сравнению со средними ожиданиями в \$8,67 млрд. Кажется, что весь позитив уже учтён в котировках, которые перед публикацией отчёта взлетели до \$470 – всё же мультипликаторы остаются высокими, а громких новинок в ближайшее время не предвидится (даже трейлер финальных эпизодов третьего сезона «Ведьмака» поднял акции лишь на 0,05%), поэтому мы ожидаем коррекции в бумагах как минимум до \$430.

IBM – удивительное рядом

Как увеличить прибыль, не наращивая выручку? Спросите у IBM. Снижение совокупной выручки стало сюрпризом для рынка, оно же и определило динамику котировок на последующих торгах, но, если разобраться, дела у компании не так уж и плохи. Доход основного сегмента, рынка ПО, вырос на 7% г/г, консалтинга – на 4% г/г, а вот выручка сегмента инфраструктуры падает уже какой квартал подряд, но на этот раз просадка заметна – сразу 15% г/г. Тем не менее, облачная инфраструктура остаётся долгосрочным катализатором: текущее давление на выручку присутствует, но и спрос на облачные вычисления остаётся высоким, так что бросить сегмент в убыточной зоне – решение менее очевидное, чем дождаться его прибыльности. Про программное обеспечение говорить даже не стоит – именно он долгое время являлся локомотивом роста котировок IBM, он же и останется им в кратко- и среднесрочном периоде. Клиенты не спешат отказываться от ПО с открытым кодом (Linux, Nginx), зато спешат присоединиться к сервису генеративного искусственного интеллекта WatsonX. Несмотря на неоднозначные финансовые результаты, прогнозы на 2023 г. сохранены: рост выручки на 3-5% в постоянной валюте, свободный денежный поток – \$10,5 млрд. *Отступить от ранее озвученного прогноза не планируем – \$148,5-149,0.*

United Airlines – головоломка продвинутого уровня

Рекордная выручка есть, повышение прогноза по годовой прибыли есть, но бурного роста котировок нет. Как так? Всё дело в спросе. После отступления пандемии бумаги представителей транспортного сектора восстанавливались высокими темпами, и такими же темпами сейчас появляются опасения, связанные с возможностью представителей сектора поддерживать высокие цены без ущерба для спроса. Ключевые показатели отчёта поражают воображение: рост выручки на 17% г/г, чистой прибыли – в 3 раза г/г, количества перевезённых пассажиров – на 11% г/г, загруженности судов на международных рейсах – на 3,2 п.п. г/г. Сам менеджмент настроен оптимистично, заявляя, что билеты будут покупать даже по возросшей цене, а вот рынок такого оптимизма не разделяет. Потребители что называется «насытились», поэтому от бездумных трат переходят к тратам рациональным, сокращая расходы на иногда ненужные развлечения. К сожалению для United Airlines, спрос на авиабилеты при таком изменении потребительского поведения тоже пострадает. Как вариант – не повышать тарифы, а удерживать их или на текущем уровне, или даже чуть ниже, но в таком случае встаёт вопрос о прибыльности. В III кв.'23 г. United

ожидает рост выручки на 10-13% г/г и EPS в диапазоне \$3,85-4,35. *Бумаги выполнили наши цели, и мы вновь немного понижаем прогнозный коридор, в этот раз до \$51,0-51,5 на конец квартала.*

Alcoa – на глубину залегания бокситов

Если бы компания не превысила такой консенсус-прогноз, можно было бы смело говорить, что из таких передряг не выбираются, но в этот раз производителю алюминия повезло, хотя финансовые результаты по-прежнему ужасающие. Цены на алюминий и глинозём в отчётном периоде снизились на 5% г/г и 2% г/г, соответственно, что не было компенсировано даже увеличением объёма отгрузок. Совокупно цены на алюминий снизились более чем на 7% с начала года на фоне вялого восстановления в Китае, крупнейшем потребителе в мире, и неуверенности в экономическом росте США. Комментарии о том, что на рынке алюминия в текущем году будет наблюдаться избыток сырья, тоже не помогли компании. Менеджмент попытался «подстелить соломки» и заявить, что ожидает улучшения финансового состояния в следующем квартале на фоне снижения затрат на сырьё и производство как глинозёма, так и алюминия, но верится в это с трудом. Если бы процесс снижения затрат был таким простым, руководство бы давно кинуло на это все силы, но пока мы видим лишь очередной провальный квартал. Тут хочется вспомнить, как CEO ратовал за исключение российского алюминия из листинга на LME, и убедиться в том, что когда пытаешься изменить внешние условия, а не внутрикорпоративную ситуацию, то шанс на успех минимален. *Предыдущие цели по снижению выполнены, и мы не ожидаем исправления ситуации в грядущем квартале, поэтому новые ориентиры – \$32,6-33,0.*

Johnson & Johnson – отрезал лишнее

Первый отчёт J&J без подразделения Kenvue, выпускающего товары медицинского назначения, оказался настолько хорошим, что невольно задаешься вопросом: а чего раньше не разделились? Может, именно этот сегмент тянул компанию вниз. Совокупный рост выручки составил 6% г/г, домашний рынок принёс на 10% больше г/г, международный – на 2% г/г. Вновь прирост наблюдался по всем сегментам: безоговорочным лидером стал MedTech (+13% г/г), за ним – сегмент потребительского здоровья (+5% г/г) и фармацевтический (+3% г/г). Большой вклад вновь внесли продажи противоопухолевых препаратов Darzalex, Erleada и Carvykti и анальгетиков Tylenol и Motrin. На волне радости менеджмент поднял годовой прогноз EPS до \$10,7-10,8, выручки – до \$99,3-100,3 млрд. Отдельно хочется отметить отделение Kenvue, которое оказалось весьма удачным: IPO было оценено в \$41 млрд, и сейчас менеджмент прорабатывает способы снижения своей доли (а сейчас она составляет 89,6%) и повышения ликвидности акций теперь уже самостоятельного подразделения. *Отчёт был настолько хорош, что наши цели были выполнены сразу после его публикации. К сожалению, без него динамика котировок была бы удручающей, поэтому мы незначительно пересмотрим прогноз целевой цены в сторону понижения, до \$170,5-171,5.*

Abbott Labs – исправляя ошибки прошлого

Постковидное восстановление до сих пор наблюдается и в медицинском секторе, особенно это заметно по компаниям, которые не были активно вовлечены в производство прививки от коронавируса. Abbott Laboratories – типичный представитель указанного выше тренда. Ему на руку сыграло восстановление объёмов хирургических операций, которое позволило нивелировать негативной фактор инфляции, повысившей расходы. Ожидается, что к концу года спрос на медицинские устройства и тесты, не относящиеся к COVID-19, вырастет, поскольку пожилые люди чувствуют себя более комфортно при посещении больниц, нежели дома при проводимой самодиагностике, а нехватка персонала в этих учреждениях уменьшается. Тот факт, что это уже третья подряд компания в текущем сезоне отчётности, заявляющая о восстановлении объёмов проводимых медицинских процедур, позволяет укрепиться во мнении, что данный тренд носит устойчивый характер. Квартальные продажи устройств производства Abbott превысили \$4,3 млрд,

\$1,3 млрд из которых пришлось на незаменимый Freestyle Libre. Компания сократила свой годовой прогноз продаж препаратов, связанных с COVID, до \$1,3 млрд после того, как 11 мая правительство США отменило чрезвычайную ситуацию из-за COVID, а вот прогноз по EPS остался на уровне \$4,30-4,50. К концу года Abbott полна решимости вернуть свою лидирующую позицию на рынке детских смесей, которая была утеряна после того, как в начале 2022 г. из-за найденной инфекции пришлось отозвать с рынка всю продукцию. *Как и в случае с JNJ, отчёт помог бумагам ABT взлететь на указанные нами уровни, и мы ждём боковика в диапазоне \$113-118 до конца квартала. Как только проблема с детскими смесями будет закрыта, котировки смогут пойти выше; пока же надо продолжать бороться с давлением снижения продаж препаратов против коронавируса и конкурентами на рынке.*

AutoNation – стабильность – признак хорошего автодилера

Вот уже 3 квартала подряд крупнейший автодилер США превышает консенсус-прогноз рынка, и те же 3 квартала траектория динамики выручки схожа: доход от продаж новых машин вырос на 12% г/г, от постпродажного обслуживания – на 11% г/г, а вот выручка от продажи подержанных автомобилей опустилась на 17%. Причина неизменна: спрос на подержанные автомобили, который увеличился во время пандемии, сильно упал после того, как автопроизводители начали наращивать производство по мере ослабления глобального кризиса цепочек поставок. Негативным аспектом для AutoNation является снижение маржи, поскольку рост потребительского спроса на автомобили заставил производителей увеличивать объёмы производства, наращивать запасы на складах и снижать цены с пиковых значений пандемии. Менеджмент заранее предупреждает, что маржа не доберётся до допандемийных уровней, даже если продажи люксовых автомобилей резко взлетят. Глядя на отчёт, этого тоже ждать не приходится, поскольку во II кв.'23 г. показатель вырос лишь на 0,1% г/г; одновременно международные продажи прибавили 2,5% г/г, а продажи внутри страны упали на 4,2% г/г. *Бумаги существенно превысили наши цели, но ожидаемо спустились на указанные в конце прошлого квартала \$150 в отсутствие мощных драйверов роста. В текущих условиях ждём восстановления котировок, но не выше уровня в \$160.*

Schlumberger – в попытке не расстроить

Рановато представители нефтесервисной отрасли начали сдавать свои позиции, конечно. И если по отчётам аналогов это было видно опосредовано, в случае со Schlumberger ситуация однозначная: рост квартальной выручки не оправдал прогнозов, и впервые за достаточно продолжительное время не все продуктовые сегменты единогласно выросли. Ложку нефти в бочку мёда добавил сегмент «Цифровые технологии и интеграция», который по итогам II кв.'23 г. снизился на 1% г/г. Остальные сегменты пока держатся, рост выручки варьируется в диапазоне 22-25% г/г. Региональный разрез пока идёт по тренду, заданному совокупной выручкой: международный рынок за отчётный период прибавил 21% г/г, североамериканский – 14% г/г. В отличие от своих коллег, руководство Schlumberger заявляет о росте инвестиций в сегмент upstream в мире, чем вводит инвесторов в заблуждение. Вряд ли для Baker Hughes и Halliburton появится своя конъюнктура, а значит, менеджмент Schlumberger попросту не хочет расстраивать инвесторов после не самого сильного отчёта. *При целевой цене в \$50 квартал бумаги SLB закончили на \$49,65, после чего резко взлетели вверх. Считаем такую динамику необоснованной, и устанавливаем целевую цену на \$52,3-52,7.*

Whirlpool – реклама – двигатель просадки

Кому реклама помогает, а кто-то винит её в слабых квартальных результатах. Менеджмент Whirlpool посчитал, что причиной падения продаж стала как раз рекламная активность, которая улучшилась по сравнению с низкими показателями 2022 г. Объяснение вполне логично: в прошлом году менеджмент ломал голову над тем, как обойти проблему сильного доллара и повысить спрос на бытовую технику в условиях его резкого снижения, поэтому было не до реклам. Сейчас же

конъюнктура стала чуть проще, поэтому можно начать маркетинговые «завлечения». К слову, пока это не сильно помогло: совокупная выручка просела на 6% г/г, выручка из Северной Америки – на 5% г/г, из Азии – на 13% г/г, из ЕМЕА – на 15% г/г, и только в Латинской Америке живут люди, восприимчивые к рекламе пылесосов и холодильников – продажи там выросли на 4% г/г. Компания подтвердила прогноз EPS на весь год в диапазоне \$16-18 на акцию при выручке примерно \$19,4 млрд. Помочь достижению поставленных результатов должно восстановление на рынке недвижимости в США, которое менеджмент ожидает со II половины 2023 г. Причём неважно, увеличится спрос на первичном или на вторичном рынке: в первом случае новая бытовая техника будет нужна по умолчанию, во втором случае из-за ограниченного жилищного фонда покупатели предпочтут покупку новой техники покупке нового дома. *Котировки акций оттолкнулись от установленных нами значений и пошли вниз, что неудивительно в условиях вялого спроса. Новую цель видим на уровне \$142-144 – пока холодильники, увы, нужны не всем.*

3М – создала проблему, решила проблему

Американский промышленный конгломерат пожал плоды высоких цен на свою продукцию и мер по сокращению расходов, включая значительные увольнения (более 10% штата). Компания, которая производит всё, от электроинструментов до медицинских товаров, в отчётном периоде рискнула и ещё больше подняла цены, чтобы компенсировать рост цен на сырьё, и это сработало! А если бы 3М ещё не попадал в глупые ситуации, было бы совсем хорошо: то беруши плохие произведёт, то воду вечными химикатами загрязнит. И вот, казалось бы, не будь этих ситуаций, прибыль бы била рекорды, но увы. В этот раз компания недополучила \$10,3 млрд, чем подпортила себе результаты, но всё же превзошла консенсус-прогноз. Отказываться от повышения цен никто пока не готов – сейчас это единственный надёжный способ оставаться в прибыльной зоне для 3М, поэтому EPS теперь ожидается в коридоре \$8,60-9,10, а просадка выручки – в коридоре от -5% до -1% г/г. *Сохраняем целевую цены на прежнем уровне \$113-115 как минимум до конца квартала.*

Kimberly-Clark – дорога салфетка к отчёту

Какой квартал подряд обзор финансовых результатов компании начинается одинаково: рост цен (+8% г/г) нивелировал сокращение объёма продаваемой продукции (-3% г/г). Отличие в этот раз касается разве что инфляции, влияние которой уже не ощущается так сильно, и валютных курсов, которые в отчётном периоде «украли» лишь 4% совокупного дохода. И если в прошлом квартале мы были уверены, что тактика удорожания продукции не будет дальше работать, в этот раз уже закрались сомнения. Чтобы не пугать акционеров, менеджмент не приводит темпы роста цен основной продукции с начала-середины 2022 г., хотя в данном случае главное – не цифры, а факт того, что существенно подорожавшая продукция Kimberly-Clark по-прежнему востребована. В сегменте средств личной гигиены объёмы продаж просели на 3% г/г, а цена поднялась на 6% г/г; в сегменте бумажной продукции аналогичные показатели составили -4% г/г и +8% г/г; в сегменте КС Professional – -3% г/г и +14% г/г. Интересно, что два последних продуктовых сегмента в Северной Америке продемонстрировали рост объёмов продаж на 2% г/г и 3% г/г, соответственно. О надвигающемся восстановлении это вряд ли говорит, но позитивным сигналом служить может, поэтому менеджмент повысил годовые прогнозы органического роста продаж до 3-5% и темпов роста EPS до 10-14%. *Как мы и прогнозировали, «поход» на \$150+ не будет лёгким: в первой попытке бумаги «потрогали» уровень \$146,4 и отприкоштели в боковик \$133-137. Ждём новых походов, и полностью сохраняем среднесрочную цель в \$150, достижение которой может начаться с боковика \$138-140.*

Microsoft – научите искусственный интеллект зарабатывать!

Корпорация сообщила об умеренном квартальном росте выручки и спрогнозировала дальнейшее замедление роста своего бизнеса облачных сервисов Azure, что затмило оптимизм по поводу интереса клиентов к новым продуктам на основе искусственного интеллекта. При этом руководство

не готово вот так резко «бросить» сегмент, который долгое время считался локомотивом роста котировок, и планирует увеличить расходы на расширение центров обработки данных для новых облачных сервисов. Интересно, что доход от ИИ при этом не будет «спонсировать» облачные технологии: для того, чтобы искусственный интеллект начал генерировать доход нужно ещё какое-то время – «несколько кварталов», как сказал менеджмент. Вообще, инвесторы любой другой компании, увидев темпы роста подразделений такие, какие показали у Microsoft, обрадовались и подняли котировки на новые высоты. Но это не кто-то, а Microsoft, и рост выручки от облачных сервисов на 21% г/г уже не станет панацеей. В других подразделениях тоже не всё так плохо: в сегменте решений для бизнеса выручка выросла на 10% г/г, причём офисные коммерческие продукты и облачные решения прибавили 12% г/г, во многом за счёт роста выручки от подписки Office 365 на 15 % г/г. В сегменте Intelligent Cloud выручка выросла на 15% г/г, в серверном и облачном сегментах – на 17% г/г. Негативными аспектами также стало снижение расходов на исследования и разработки (впервые с 2016 года) и слабый прогноз по выручке на текущий квартал – лишь \$53,8-54,8 млрд, когда консенсус-прогноз рынка был выше верхней точки диапазона. *Наш прогноз бумаги быстро оставили в прошлом и уверенно пошли штурмовать новые максимумы. Опубликованный отчёт отбросит бумаги к \$335-340, но к концу квартала ждём возвращения над \$350 к диапазону \$368-370.*

Alphabet посрамил всех скептиков

А вот тут «облака» сработали, как надо! Да и в целом отчёт очень удачный: выросли все подразделения, большинство финансовых показателей превзошли ожидания рынка. Выручка выросла на 7% г/г, чистая прибыль – на 15% г/г, здесь можно было бы придраться к тому, что уже 4 квартала подряд рост измеряется однозначными значениями, поскольку клиенты сокращают расходы на цифровую рекламу, но в отношении этого отчёта придраться к чему-то совсем не хочется. Совокупная выручка от рекламы прибавила 3% г/г, выручка облачного подразделения – 28% г/г, доход поискового сегмента – 5% г/г, доход подразделения Other Bets (включающее бизнес по автономному вождению Waymo и подразделение по биологическим наукам Verily) – 48% г/г. Менеджмент в своём комментарии отдельно отметил увеличение доходов от рекламы и продвижение в сфере генеративного ИИ, что должно было стать знаком всем скептикам: вы рано списывали Alphabet со счетов! По факту имеем, что имеем: те, кто на каждом углу кричали про ИИ, осознали, что до окупаемости этих проектов ещё долго; а вот те, кто не стал полностью концентрироваться на новых технологиях, а параллельно развивали и традиционные направления, пожинаяют плоды. *Alphabet вот пожинает +6% на премаркете, превышая \$130. Нашу среднесрочную цель бумаги Alphabet выполнили как раз к концу прошлого квартала, поэтому новый ориентир устанавливаем в диапазоне \$137-140.*

Snap – шутка про грабли актуальна как никогда

Тут всё без изменений: отчёт, слабый прогноз, просадка котировок на 20%, и это в лучшем случае. Непонятно только, зачем после этих просадок бумаги откупают, создавая замкнутый круг. Инвесторы имеют право надеяться на восстановление рынка цифровой рекламы, но когда лидер этого рынка, Alphabet, говорит, что конъюнктура по-прежнему слабая, и ему удалось выручку увеличить на какие-то 3% г/г, ждать от Snap резкого роста доходов как минимум опрометчиво. Вот круг и замыкается, хотя отчасти это можно объяснить и неплохими операционными данными, выражающимися в росте пользовательской базы: в отчётном периоде появилось 14 млн новых активных пользователей в день (+14% г/г). Менеджмент в открытую говорит о медленной окупаемости, понижает прогноз на III кв.'23 г., но что-то подсказывает, что под отчёт котировки бумаг снова «задерут», а потом снова будут удивляться падению на 20+%. Если по фактам, то в текущем квартале ожидаемое снижение выручки не превысит 5% г/г, а скорректированный чистый убыток окажется в диапазоне от минус \$100 млн до минус \$50 млн. Руководство подчеркнуло продолжающуюся работу над внедрением ИИ и новых инструментов оценки эффективности

рекламы, но это бумагам уже не помогло. Спуск с \$12,5 до \$10,3 на премаркете уже воспринимается нами спокойно. Более того, мы не видим тех драйверов, которые видят те, кто считает, что справедливая оценка Snap превышает \$12. Оставляем прежнюю целевую цену в диапазоне \$8,7-9,0, напоминая, что даже при восстановлении рынка цифровой рекламы побегут не к Snap, а в первую очередь к его более известным коллегам.

AT&T – вы не на то смотрите!

Снижение затрат и переход на более дешёвые тарифные планы – то, что позволило котировкам AT&T удержаться, даже когда выручка не дотянулась до консенсус-прогноза. Всё дело в том, что менеджмент аккуратно перенёс акцент с выручки на свободный денежный поток, который, в свою очередь, оценки превзошёл на 17%, поднявшись до \$4,2 млрд. Как ни странно, но локомотивом роста стали меры по избавлению от офисных помещений – аренду платить не надо, «коммуналку» тоже, вот \$1 млрд за квартал и сэкономили. Совокупно удалось сэкономить более \$6 млрд, и это значит, что среднесрочная цель выполнена, и менеджмент уже поставил новую на ближайшие 3 года – сократить расходы на \$2 млрд. Для AT&T первостепенен именно вопрос свободного денежного потока, чтобы обслуживать свой чистый долг в размере \$132 млрд и поддерживать репутацию «дивидендного аристократа» – на данный момент годовая див. доходность составляет 7,5%. К сожалению для инвесторов, никак не был затронут вопрос кабелей, который в начале июня существенно понизил котировки телекоммуникационной компании: 9 июля Wall Street Journal сообщил, что AT&T и Verizon были среди операторов связи, отказавшихся от разветвленной сети свинцовых кабелей, которые могли загрязнить воду и почву. *Бумаги AT&T с прошлого отчёта находились под давлением, поэтому сейчас далеко от нашей цели в \$18,7-19,8. Тем не менее, мы её сохраняем, перенеся на среднесрочный период, а в краткосрочном ждём бумагу на \$15,8-16,0.*

Coca-Cola – олицетворение потребительской лояльности

Всё же в такие моменты и проявляется лояльность потребителей: какой квартал цены на газированные напитки повышаются, а совокупный объём продаж не меняется. Более того, в каких-то регионах он вообще растёт. Coca-Cola продолжает развиваться вопреки экономической теории, чему в этот раз способствовали увеличенные продажи одноимённого напитка и Sprite. Совокупные цены выросли на 10% г/г, а объём продаж остался неизменным. В региональном разрезе всё интереснее: цены выросли везде (от 5% г/г в АТР до 17% г/г в Латинской Америке), а объём производства чётко дал понять, где без колы жить хорошо. В EMEA и Северной Америке, например, перешли на аналоги, и объёмы продаж просели на 5% г/г и 1% г/г, соответственно, а вот в Латинской Америке (+4% г/г) и АТР (+2% г/г) живут, судя по всему, истинные ценители газировки. Менеджмент пользуется моментом, повышая прогноз по темпам роста выручки до 8-9% г/г, EPS – 5-6% г/г. *Котировки немного потеряли импульс, но такой отчёт поможет его восстановить, поэтому сохраняем целевой диапазон цен на уровне \$68,0-68,5.*

Hilton Worldwide – запал пропал?

Не только отпускники создают спрос на отельные номера, восстановление корпоративных поездок и командировок тоже вносит свою лепту, ведь надо где-то жить, и неудивительно, что за счёт компаний, оплачивающих проживание, работники нередко выбирают лучшие сети отелей, к которым относится и Hilton. Последствия не заставили себя долго ждать – финансовые результаты превысили прошлогодние показатели и консенсус-прогнозы. Доход в расчёте на один свободный номер RevPAR вырос на 12% г/г, заполняемость номеров в США – на 1,3 п.п. г/г, в Европе – на 4,1 п.п. г/г, в АТР – на 20,9 п.п. г/г. Среднесуточные ставки в отелях превысили допандемийный 2019 г. на 18%, а вот спрос уже, кажется, изжил себя, опустившись на 2% г/г и оказавшись ниже допандемийного 2019 г. уже 4 месяца подряд. Минусом для Hilton является высокая зависимость от рынка США и слабое представительство за границей по сравнению с тем же Marriott. Вот и получается, что, желая провести отпуск за границей, клиенты, скорее, делают кассу не Hilton, а его

секторальным коллегам. Тем не менее, менеджмент это не пугает, и он вновь повышает годовые прогнозы после недавнего повышения после отчётности за I кв.'23 г.: EPS теперь ожидается на уровне \$5,93-6,06, чистая прибыль – \$1,39-1,42 млрд, скор.ЕБИТДА – \$2,975-3,025 млрд. *Ещё какое-то время Hilton будет пользоваться последствиями сильного туристического спроса, поэтому рекомендацию по целевой цене в диапазоне \$158-160 мы сохраняем до конца текущего квартала, но взгляд с позитивного меняем на нейтральный и, вполне вероятно, после III кв.'23 г. целевая цена будет понижена.*

Union Pacific – о, дивный новый CEO!

Если назначение Д.Вену взамен уходящего Л.Фрица так повлияло на котировки после поистине ужасного отчёта, то на месте других компаний я бы призадумалась и позвала его к себе в штат. Иначе никак не объяснить динамику котировок на предторгах после такого отчёта: результаты и хуже прошлогодних, и хуже прогнозных, и старые проблемы с нехваткой вагонов и задержкой загрузки никуда не делись. Совокупная выручка просела на 5% г/г, грузоперевозки – на 5% г/г (в расчёте на вагон – на 3% г/г), перевозка промышленных товаров – на 3% г/г, продуктов питания – на 6% г/г, возобновляемых ресурсов – на 13% г/г. Рос доход лишь от пары статей (зерно +3% г/г, автомобили +1% г/г), но того оказалось недостаточно, чтобы компенсировать просадку. Программа обратного выкупа акций на общую сумму в \$120 млн завершена, новых покупок не планируется. Квартальный дивиденд остался на уровне \$1,30, но это было ожидаемо и вряд ли стало причиной такого резкого роста котировок на премаркете. *Имеем, что имеем, на премаркете +8,2%, и впервые с сентября 2022 г. цена бумаг превысила \$235. Возможно, инвесторы устали «плавать» в боковике ровно около указанного нами ранее уровня сопротивления в \$215, поэтому выкупили бумагу; а может, это пришедшие из бумаг CSX после её неудачной отчётности инвесторы. В любом случае, мы ждём отката котировок к \$220 и аккуратно указываем именно эту цель на конец текущего квартала.*

Mattel – фурор Барби в кино, провал Барби в отчёте

С прошлых выходных мир окрасился в розовый цвет, встречая долгожданную кинопремьеру про Барби, а котировки Mattel после отчёта стали красными, хотя он не так уж и плох. Во-первых, компания превзошла рыночные прогнозы и получила неожиданную прибыль. Во-вторых, эффект от кинофраншизы не то что не до конца отыгран, его вообще ещё не начинали отыгрывать, поскольку премьера фильма состоялась уже фактически в начале III кв.'23 г. Если судить по отчёту, то ситуация у Mattel начинает выправляться: ритейлеры по-прежнему предъявляют невысокий спрос на игрушки, но он выше, чем в самые пиковые моменты экономической неопределённости, поэтому от былых запасов на складах практически не остаётся следа. Совокупная выручка просела на 12% г/г, при этом продажи кукол поднялись на 10% г/г, транспортных игрушек – на 11% г/г, продажи товаров для дошкольников просели на 28% г/г, прочие игрушки (игры для строительства, настольные игры) – на 39% г/г. Локомотивом роста среди брендов стали машинки Hot Wheels (+10% г/г), а вот Барби пока в отстающих. Продажи самой известной куклы упали на 6% г/г, поэтому отдуваться за «кукольный» сегмент пришлось принцессам Дисней, персонажам «Холодного Сердца» и монстрессам из Monster High. Тем не менее, менеджмент (как и мы) ожидает всплеска продаж в текущем квартале, причём не только кукол, но и сопутствующей атрибутики, поскольку прийти на премьеру фильма про Барби без какого-либо предмета её гардероба – моветон. Прогноз на 2023 г. сохранён, несмотря на выход из убытков, но всегда лучше превысить существующий прогноз, чем не дотянуться до повышенного: выручка – \$5,4 млрд, EPS – \$1,10-1,20, CAPEX – \$175-200 млн, свободный денежный поток – свыше \$400 млн. *Не исключено, что незначительная просадка на премаркете связана с неожиданно слабыми продажами Барби, но тем не менее, эффект фильма должен проявиться в III кв.'23 г., поэтому на конец указанного периода ждём котировки в диапазоне \$23,2-23,4.*

Hershey – горький вкус повышения цен

Покупатели по всему миру балуются не только газировкой Coca-Cola, они ещё и заедают всё это шоколадом, судя по тому, какую динамику финансовых результатов продемонстрировала кондитерская компания. Совокупная выручка выросла на 5%, причём международный бизнес прибавил 8,5% г/г, американский сегмент кондитерских изделий – 4% г/г, сегмент солёных снеков – 6% г/г, хотя цена по всем категориям выросла в годовом сопоставлении на 3%, 8% и 6%, соответственно. Менеджмент уверенно заявляет, что новые мощности и увеличение инвестиций в бренд позволят поддержать импульс во II полугодии, поэтому прогноз на 2023 г. повышен в части EPS: теперь темпы роста ожидаются на уровне 11-12% г/г. Из негативного – выручка оказалась ниже прогнозных значений, что свидетельствует о начавшемся влиянии завышенных цен на бизнес компании. Дальше – выбор менеджмента. Если инвестиции, которыми они так хвалятся, были действительно достаточными, то снижение цен ради победы в ценовой конкуренции так сильно по результатам не ударят. *Но чтобы это понять, надо дождаться следующего квартала, пока же мы прогнозируем для котировок бумаг движение в боковике \$252-255.*

McDonald's – спасибо фиолетовому монстру

Кто-то должен был начать практику привлечения клиентов на более дешёвые товары, и сеть ресторанов быстрого питания решила, что именно она должна быть первооткрывателем в этом деле. Дешёвый перекус – это то, на чём в своё время McDonald's сделала свои миллиарды, поэтому неудивительно, что удержание цен на бургеры и картошку фри на прежнем уровне при их постоянном повышении у конкурентов наделило MCD таким преимуществом, которым грех не воспользоваться. Помимо этого, в ход пошли и рекламные акции, раскрученные не без помощи TikTok и прочих социальных сетей. Так, немалую часть кассы сделал Grimace Birthday Meal, популярный сет с фиолетовыми молочными коктейлями, созданный в честь персонажа Grimace в рекламе McDonald's. Он же помог сети ресторанов увеличить долю рынка, потому что на пробу нового сета пришли даже те, кто Биг Маки и Биг Тейсти особо не жалуется. Сопоставимые продажи в США выросли на 10,3% г/г, за рубежом – на 11,9% г/г на рынках представительства и на 14,0% – на рынках, где работа ведётся по лицензии. *Отчёт вплотную пододвинул котировки компании к \$300, и мы не исключаем преодоления этого рубежа на горизонте недели. Тем не менее, закрепиться вряд ли получится, поэтому мы устанавливаем новый диапазон на уровне \$297-299, и ждём очередного сильного отчёта или крупной корпоративной новости, способной закинуть тяжеловесные котировки над таким желанным уровнем.*

AbbVie – Humira ещё может, и остальной портфель поможет

Бестселлер компании, препарат от артрита Humira, отправляют на покой уже года 2 точно, ожидая пришествия на рынок дженериков, которые в 2 счёта обскочат продажи привычного всем лекарства и каким-то чудом займут его долю рынка. Но, к сожалению для производителей таких дженериков, чуда не произошло, и Humira продолжает удерживать свою долю рынка. Даже единственный признанный в США аналог Amjevita от Amgen не смог переманить пациентов, так чего же тогда ждать от дженериков? В этот раз на помощь Humira пришли и другие препараты: Skyrizi (+50% г/г), Rinvoq (+55% г/г), Vraylar (+34% г/г). Несмотря на такие неплохие результаты, на бумаге всё выглядит не так радужно: сегмент иммунологии просел на 7% г/г, гематологической онкологии – на 12% г/г, эстетический сегмент – на 2% г/г, глазного здоровья – на 18% г/г, и лишь неврологический сегмент прибавил 14% г/г, во многом благодаря продажам Qulipta от мегрени, которые выросли в 160 раз г/г! Находясь под впечатлением от собственного же отчёта, компания повысила прогноз EPS на 2023 г. до \$10,90–11,10. *Текущую стоимость бумаг считаем заниженной и ждём восстановления в краткосрочном периоде до \$148-150, в среднесрочном – до \$158-160.*

Mastercard – вопреки ФРС и инфляции

Внутренние расходы восстанавливаются и приобретают устойчивый характер, бум международных поездок не спешит заканчиваться, и всем этим успешно пользуется Mastercard, увеличивавший выручку на 14% г/г, чистую прибыль – на 25% г/г. Невзирая на инфляцию и непростую экономическую ситуацию, клиенты продолжали тратить значительные средства, даже несмотря на то, что повышение процентной ставки ФРС увеличило вероятность рецессии в конце этого года. Объём использования доллара вырос на 12% г/г, до \$2,3 трлн, трансграничные операции прибавили 17% г/г. По сравнению со своими аналогами Mastercard представил просто великолепный отчёт, но по сравнению с собой же квартальной давности – отчёт с замедлившимися темпами роста показателей. В целом, это явно лучше, чем Visa (с её самыми медленными темпами роста прибыли почти за 2 года) и чем American Express (который подозрительным образом продемонстрировал рекордные доходные показатели, но не стал повышать годовой прогноз, сославшись на конъюнктуру). *Бумаги выполнили наши цели, новый ориентир – \$409-410, не выше.*

Intel – на автопилоте в прибыльную зону

После двух убыточных кварталов подряд компании удалось вернуться в зону прибыльности, хотя выручка на большинстве направлений сократилась в годовом сопоставлении. Тем не менее, позитива добавило и превышение фактическими результатами прогнозных, и оптимистичный прогноз на III кв.'23 г., и комментарии менеджмента о приближении к точке равновесия спроса и предложения на процессорном рынке. По прогнозам менеджмента, слабость спроса в остальных сегментах сохранится как минимум до конца текущего года, а вот когда клиенты вновь начнут покупать центральные процессоры, а не бросать все свои деньги на ускорители вычислений с графической архитектурой, не знает никто. Выручка клиентского сегмента просела на 12% г/г на фоне общего сжатия рынка и продолжающейся политики избавления от накопившихся запасов, выручка сегмента центра обработки данных – на 15% г/г, сегмента сетевых компонентов и решений для периферийных вычислений – на 38% г/г. Подразделение MobilEye изо всех сил пыталось удержать доход на уровне прошлого года, и это удалось (\$454 млн), а контрактное подразделение вообще отличилось ростом выручки в 4 раза г/г, но одновременно увеличились и убытки, поскольку пока приходится вкладывать в этот бизнес много средств. В III кв.'23 г. Intel рассчитывает получить \$12,9-13,9 млрд выручки. *Отчёт может ознаменовать новую веху в истории компании – восстановление после невиданного провала. Предыдущий наш прогноз цены был с лёгкостью преодолен, поэтому теперь ставим Intel гроссмейстерскую цель на уровне \$39,6-40,0.*

Ford – планы существуют, чтобы их нарушать

Рост выручки на 12% г/г и чистой прибыли почти втрое не смогли «перебить» горькое послевкусие после снижения планов по выпуску электромобилей. Ситуация парадоксальная: на рынке достаточно аналогов, Ford всегда славился традиционными легковыми автомобилями, а тут сокращение (не приостановка и даже не полное закрытие) производства перечёркивает сильный отчёт. Отчасти менеджмент сам виноват: не можешь выполнить план – не объявляй о нём во всеуслышание. Электромобили Ford продаются не так активно, как хотелось бы, поэтому достижение ежегодного объёма производства в размере 600 тыс. переносится на следующий год. Парадокс заключается в том, что в 2026 г. стоит ещё одна крупная цель – выпуск 2 млн электромобилей ежегодно, и эта цель пересмотру пока не подвергалась. Но что-то подсказывает, что раз в этом году цели не достигли (а в планах на 2026 г. предполагалось, что в 2023 г. уже 600 тыс. будет поставлено на рынок), то и с достижением цели 2026 г. придётся сложно. В остальном, отчёт действительно неплохой, компания даже повысила прогнозы по скорректированной EBIT до \$11-12 млрд, скорректированного свободного денежного потока – до \$6,5-7,0 млрд. Также меняется продуктовая стратегия автомобиля: темпы наращивания производства электрокаров замедляются, а большая часть инвестиций переносится в подразделение коммерческих автомобилей ради выполнения планов четырехкратного увеличения продаж бензино-электрических гибридов в течение следующих 5 лет. *Перенос планов не только перечеркнул*

хороший отчёт, он теперь во многом будет определять динамику котировок: если вдруг случится очередной перенос (а мы оцениваем вероятность этого как высокую), котировки отреагируют снижением. Бумаги выполнили наши цели, и в конце июня устремились к \$15, но были сбиты на полпути. Сейчас мы аккуратно указываем диапазон \$13,5-13,7 на конец текущего квартала.

Mondelez – у них всё будет в шоколаде

Производитель снеков Oreo и шоколадок Milka представил поистине «сладкий» отчёт, хотя, судя по реакции инвесторов, эта сладость не приторная, и они довольны перформансом компании. Выручка выросла на 17% г/г, чистая прибыль – на 28% г/г. Компания зафиксировала двузначный органический рост выручки в регионах, включая Европу (+13% г/г), АТР и Африку (+13% г/г), Латинскую Америку (+38% г/г) и Северную Америку (+12% г/г), что помогло улучшить её рентабельность в течение квартала. Повышение цен почти не сказалось на объёме продаж (лишь в Европе, и то не из-за объективных причин, а на фоне переговоров с крупными ритейлерами о цене реализации), что сигнализирует об устойчивости клиентов и неэластичности спроса на производимую продукцию. Менеджмент ожидает сохранения этого тренда, и особенно надеется в грядущем квартале на китайский рынок и сегмент жевательной резинки. Годовой прогноз в части темпов роста выручки повышается с 10% до 12%: по словам менеджмента, теперь, когда цены обеспечены на 100%, они ожидают роста объёмов и выручки, а также повышения маржи в Европе. *Уровень сопротивления оказался слишком силён, и котировки MDLZ отбросило на уровни апреля. Тем не менее, мы сохраняем свой прогноз в \$80, поскольку фактически Mondelez оказался чуть ли не единственной компанией на рынке, повышение цен на продукцию которой не вызвало резкой просадки объёмов продаж. А этим, на секундочку, даже Coca-Cola и Pepsi не могут похвастаться!*

Chevron – сделал, что мог

Ожидать сильных результатов от представителей нефтяной отрасли на фоне падения цен на энергоносители не приходится, и Chevron лишь убедил в правильности этой мысли: выручка упала на 29% г/г, чистая прибыль – на 48% г/г. Сегмент разведки и добычи сократил доходы на 42% г/г, сегмент переработки и транспортировки – на 57% г/г. Свободный денежный поток обвалился на 54% г/г при одновременном росте капиталовложений на 18% г/г. Вообще, компания должна готовиться к тому, что следующие несколько отчётов будут больно бить по самооценке, поскольку сравнение будет идти с высоченной базой 2022 г. В данном случае уповать приходится лишь на превышение консенсус-прогноза, и на счастье Chevron, в этот раз ему это удалось. В прошлом году рекордными были и операционные результаты: компания добилась самого высокого уровня добычи в США за всю свою историю – 1,2 млн баррелей нефтяного эквивалента в день, при этом прогнозируя, что в 2023 г. добыча останется неизменной или вырастет на 3% г/г. Сейчас же менеджмент изо всех сил надеется удержаться у нижней границы указанного диапазона. *Среднесрочные цели \$188-190 остаются неизменными в надежде на восстановление нефтяных котировок, а вот краткосрочные немного корректируем в сторону понижения и ждём в коридоре \$161-163.*

Exxon Mobil – не сделал, что мог

А вот Exxon Mobil пощекотал нервы своим акционерам, когда EPS не дотянули до прогнозных значений. Благо, двукратное снижение чистой прибыли было включено в цены, и отчасти уже было отыграно, но чтобы настолько упасть – этого не ждал никто. Спасло компанию только то, что она показала самый сильный результат за период с апреля по июнь более чем за десятилетие, чему способствовало сокращение расходов и продажа менее прибыльных активов. Объёмы добычи соответствуют ранее озвученным планам и составляют 3,7 млн баррелей нефтяного эквивалента в день за счёт расширения добычи в Пермском бассейне (622 тыс. бнэ/день) и в Гайане, где компания к концу года рассчитывает добывать свыше 400 тыс. бнэ/день. Капитальные затраты и расходы на

геологоразведку составили \$6,2 млрд, что соответствует годовому прогнозу компании в \$23-25 млрд. Компания добилась совокупной экономии структурных затрат в размере \$8,3 млрд, параллельно активно вовлекаясь в M&A сделки. Ранее Exxon заявила, что купит газопроводную компанию Denbury за \$ 4,9 миллиарда долларов, чтобы активно проводить операции по улавливанию и хранению углерода. *Всё, что нажито непосильным трудом (а для Exxon это были котировки выше \$110), всё пропало! Бумаги вернулись на пару кварталов назад, и мы понижаем целевой диапазон до \$105,5-109,5 – теперь уровень \$110 вновь ограничительный, но не снизу, как в предыдущие пару кварталов, а сверху.*

Procter&Gamble – грязный отчёт, чистые последствия

Производитель потребительских товаров столкнулся с суровой реальностью: повышение цен не может пройти незамеченным, и если 5 предыдущих кварталов это заканчивалось лишь снижением объёма продаж, то сейчас всё отразилось на ожидаемых годовых результатах. Но обо всём по порядку: общая выручка выросла на 5%, все сегменты показали кратный рост дохода от 3% до 8% г/г, но на фоне роста цен ни один сегмент не может похвастаться увеличением объёмов продаж (они варьируются от нулевых в сегменте красоты до -3% в сегменте здравоохранения). К слову, именно сегмент здравоохранения испытал наибольшее влияние конкуренции. Это подразделение, в которое входят Oral-B и Pepto-Bismol, отпугнуло покупателей из Северной Америки своими более высокими ценами, и они перешли на аналоговые препараты. Хорошо, что P&G – не фармацевтическая компания, и этот сегмент не является основным в её бизнесе. Подразделение средств по уходу за домом в слабых результатах может винить Китай, где сушильные салфетки Woupcse и моющее средство Downy совсем не пользуются спросом. Годовой прогноз по темпам роста выручки составил 3-4% г/г, по темпам роста EPS – \$6-9%, оба показателя ниже ожиданий рынка, что на фоне улучшения прогнозов Kimberly-Clark на этой неделе могло бы оказаться губительным для компании, но она каким-то образом отбелилась (свой же Tide использовала, не иначе!). В итоге, на премаркете котировки поднялись на 1,5%, но перспективы P&G туманны. *Понижаем целевой диапазон цен до \$143-145.*

Colgate-Palmolive – очистилась от ненужных инвесторов

В какой раз Colgate-Palmolive отчитывается чуть ли не лучше всех своих секторальных аналогов, и в какой раз инвесторы бесцельно и беспричинно «сливают» её акции. Возможно, одна из причин состоит в том, что сильный отчёт ждали, в бумаги вошли ровно под него, и теперь скидывают, но подобное повторяется уже несколько кварталов подряд, поэтому и вызывает вопросы. Выручка прибавила 8% г/г, все региональные сегменты бизнеса также выросли: в Северной Америке на 1,5% г/г, в Латинской – на 15,5% г/г, в Европе – на 6,0% г/г, в Африке и Евразии – на 4,5% г/г, а вот доходы из ATP снизились на 4,5% г/г из-за влияния валютных курсов. Выручка подразделения Hill's, производящего корма для животных, подскочила на 16,0% г/г. Компания отметила, что ждет роста EPS по итогам 2023 г. ближе к верхней границе прогнозного диапазона в 4-6%, а прогноз роста выручки был повышен до 5-8% г/г с 3-6% г/г. Colgate-Palmolive удерживает свою долю мирового рынка зубной пасты (40,5%) и зубных щеток (30,4%). *Уровень сопротивления оказался сильнее, чем мы рассчитывали, поэтому для его достижения потребуется чуть больше времени, но мы по-прежнему сохраняем ориентир в \$80,3. Постотчётная просадка необъяснима, и, вероятнее всего, будет выкуплена в течение полутора-двух недель.*

Merck&Co – убыток на пользу

Компания сообщила об умеренном убытке и повысила прогнозы прибыли на весь год благодаря уверенному «перформансу» двух своих самых продаваемых продуктов: препарата Keytruda (\$6,3 млрд) от рака и вакцины Gardasil от ВПЧ (\$2,5 млрд). Давление на результаты продолжает оказывать просадка по «ковидному» сегменту: самое резкое падение спроса было зарегистрировано на терапевтическое средство Lagevrio (\$200 млн). По заявлениям менеджмента, то, что стало

локомотивами роста в отчётном периоде, поддержит результаты и к концу года. Особенно руководство надеется на продажи Gardasil в Китае, где вакцинация от вируса папилломы человека стала особенно актуальна. Убыток в размере \$5,2 млрд вызван расходами на приобретение Prometheus Biosciences (\$10,2 млрд), и в следующем квартале ситуация должна выровняться. Зато теперь в портфеле Merck есть средство от язвенного колита и болезни Крона. В целом, сделка была частью стратегии защиты от возможной потери доходов, поскольку срок действия патентов на Keytruda истекает ближе к концу десятилетия. Ожидаемая годовая выручка составит от \$58,6 до \$59,6 млрд, EPS – \$2,95-3,05. *Бумагам немного не хватило запала для укрепления над \$117, но мы, тем не менее, сохраняем среднесрочную цену в \$120 при краткосрочном диапазоне \$115-116,5.*

Caterpillar – другого и не ждали

Рост расходов на инфраструктуру в Северной Америке продолжает увеличивать спрос на строительную технику, и Caterpillar, как один из основных её производителей, не может не воспользоваться ситуацией. Выручка прибавила 22%, увеличившись по всем сегментам в диапазоне от 19% для сегмента строительства до 27% для сегмента транспорта и энергии. Даже финансовое подразделение, всегда являющееся «побочным» для компании, набрало 16% г/г – за лизингом идут напрямую к CAT. Инфраструктурный проект администрации Дж.Байдена на \$1 трлн сыграл хорошую службу Caterpillar: модернизируются автомобильные дороги, железные дороги, прочая транспортная инфраструктура, и почти на всех строительных площадках стоит жёлтая техника, которую не спутать ни с чем. Да, к сожалению для клиентов руководство всё ещё использует повышение цен в качестве «щита» против инфляции, и к сожалению для работников политика урезания доходов всё ещё может вылиться в массовые увольнения, но в отчётном периоде этого не произошло. Напротив, обе эти меры как раз защитили прибыль Caterpillar. Сильная отчётность – не сюрприз, она вполне ожидаема, поэтому реакция инвесторов сдержанная. *Акция уже на исторических максимумах, поэтому удержание \$270 к концу текущего квартала будет неплохим результатом.*

Altria – развитие без табака

Добравшись до наших целевых цен ровно к концу предыдущего квартала, Altria продолжила развиваться по ранее указанной менеджментом траектории, чтобы её считали не просто табачной компанией, а компанией, которая улучшает культуру курения, что бы это ни значило. Первым шагом стало закрытие сделки по покупке производителя электронных сигарет NJOY за \$2,75 млрд. Примерно тогда же случилось то, что могло бы резко обрушить котировки MO, но оказалось незаметным – понижение годового прогноза по EPS до \$4,89-5,03, поскольку только покупкой дело не заканчивается, необходимо учесть расходы на коммерциализацию NJOY ACE, единственной POD-системы, получившей одобрение FDA США. Про сами результаты говорить особо нечего, поскольку тренды, прослеживаемые в них, повторяются на протяжении последних нескольких кварталов. Так, продажи Marlboro просели на 8% г/г, других премиум-марок сигарет – на 6%, а сигары вновь вошли в моду (+8% г/г по выручке). В целом, курительные продукты продолжают приносить всё меньше и меньше дохода (-1% г/г), а вот некурительная никотиносодержащая продукция пытается нивелировать эту просадку (+2% г/г). Собственно, поэтому менеджмент и решил «потратиться» на NJOY – это отличная ставка на будущее. *Мы не ожидаем резкой динамики котировок до полного завершения трат на NJOY, поэтому на среднесрочный период аккуратно указываем диапазон \$45,4-45,9, на конец года – \$47,9-48,1.*

Uber Technologies – прибыль, выходи, приехали!

На первый взгляд, Uber Technologies не могла извлечь никакой пользы от возвращения людей в офисы и восстановления спроса на туристические поездки и командировки, но на деле всё не так. Компания можно сказать, что «наживается» на тех, кто слишком хорош для общественного транспорта и в рабочий день предпочитает такси условному метро и автобусу, а на отдыхе –

прогулке. Эти же причины способствовали повышению прогноза по EBITDA до \$0,975-1,025 млрд. Если выручка сегмента такси прибавила 38% г/г, то доходы от сегмента доставки выросли на 14% г/г, а вот фрахтовые операции всё ещё тянут Uber вниз, теряя 30% г/г и не позволяя компании дотянуться до прогноза по выручке. Поэтому неудивительно, что в своей речи руководство делало акцент именно на прибыльных сегментах. По их словам, высокий спрос, новые инициативы роста и постоянный контроль расходов привели к отличным результатам за квартал: поездки выросли на 22% г/г, а операционная прибыль по GAAP впервые в истории Uber вышла из отрицательной зоны. Также ожидается, что валовые заказы в III кв.'23 г. составят \$34-35 млрд. *На уверенном отчёте котировки в моменте набирают 4%, а мы повышаем целевую цену до \$52,9-53,4.*

Marriott – на зарубежных курортах хорошо!

Вот кому хорошо от устойчивого спроса на заграничные поездки, так это Marriott! Пока его секторальные коллеги (в частности, Hilton) думают, как бы побыстрее открыть за рубежом ещё несколько гостиниц, Marriott пожинает плоды ранее предпринятых действий. Его представительство за границей, пожалуй, самое многочисленное из тех сетей отелей, которые будут отчитываться в этом сезоне, поэтому, когда ослабление ограничений, связанных с пандемией, и сильный доллар подтолкнули потребителей к поездкам за границу, Marriott лишь зафиксировал рост выручки на 14% г/г и рост RevPAR (выручки в расчёте на один свободный номер) – на 13,5% г/г, что является ключевым показателем эффективности работы отелей, и у Marriott она поднялась. Сеть, которой принадлежат такие отели, как Sheraton, Westin и St.Regis, наблюдает устойчивый рост бронирований, даже несмотря на то, что эксперты выражают обеспокоенность по поводу потенциального экономического спада, который может повлиять на потребительские расходы. Чтобы не быть голословными, менеджмент повышает прогноз по годовому EPS до \$8,36-8,65. *Но всё же стоит одному представителю отрасли заявить о проблемах, страхи перекидываются и на других, поэтому за уверенным отчётом Marriott последовала просадка котировок. Ожидаем, что бумаги MAR удержатся над пресловутыми \$200, и к концу III кв.'23 г. ждём их не выше \$203-205. Всё же для дальнейшего роста нужно посмотреть, как Marriott будет справляться не в курортный сезон.*

IDEXX Laboratories – за счёт братьев наших меньших

Производитель товаров и услуг для ветеринарии удивил инвесторов. Рекордный рост выручки (+10% г/г) и высочайшие темпы роста скорректированной чистой прибыли (+71% г/г) не были бы достигнуты без клиентской лояльности и поддержки ветеринарного сообщества. Растущее использование клиентами инноваций IDEXX, включая облачные программные услуги, помогает компании удовлетворять растущий глобальный спрос на услуги по уходу за домашними животными за счёт повышения эффективности при сохранении качества ухода и поддержке ветеринарных команд. Секторальный разрез можно сказать, что восхищает: сегмент ухода за домашними животными по выручке прибавляет 11% г/г (во многом благодаря росту доходов CAG Diagnostics на 11% г/г), «водный» сегмент – 10% г/г, отражая значительный рост по регионам, в том числе выгоду от повышения цен, сегмент ухода за крупным рогатым и домашним скотом – лишь на 1% г/г, поскольку значительный рост в США был компенсирован более низкими уровнями скрининга здоровья поголовья в других регионах. Расходные материалы IDEXX VetLab обеспечили рост выручки на 14 % г/г, при этом значительный рост как в США, так и в других странах поддерживается расширенной глобальной базой инструментов премиум-класса. Лабораторные диагностические и консультационные услуги обеспечили 9%-ный рост выручки г/г, а доходы от продуктов для экспресс-анализа выросли на 11% г/г, в основном благодаря росту цены. Компания увеличивает прогноз EPS на 2023 г. до \$9,64-9,90. *За последние полгода котировки бумаг IDEXX резко выросли, не исключаем завышенной оценки рынком, но не можем не отметить, что отчёт неплох. Ввиду невысокой ликвидности и, как следствие, высокой волатильности, устанавливаем целевую цену в диапазоне \$510-520 к концу текущего квартала.*

AMD озвучила свои желания, но что будет в действительности?

Компанию можно назвать лакмусовой бумажкой, отражающей состояние дел на рынке ПК, серверном и игровом рынках, поэтому её отчёты так ждали рынки. В целом, себя AMD не посрамила: выручка упала на 18% г/г (виной всё тот же низкий спрос на рынках ПК и по-прежнему высокие складские запасы готовой продукции), но сохранение её на стабильном уровне уже 4 квартала подряд позволяет сдерживать негативную реакцию инвесторов. В сегменте центров обработки данных доход просел на 11% г/г за счёт снижения объёмов продаж процессоров EPYC 3 поколения. В следующем квартале менеджмент надеется на преломление тенденции за счёт роста продаж процессоров 4 поколения. В подразделении систем искусственного интеллекта количество заказов выросло в 7 раз г/г, клиентам особо пришлись по душе ускорители вычислений MI250 и MI300. В клиентском сегменте выручка просела на 54% г/г из-за более слабого, чем ожидалось, спроса на процессоры Ryzen. Тем не менее, руководство ожидает возвращение сегмента к прибыльности уже в текущем квартале. Игровой сегмент сократил выручку на 4% г/г, сегмент встраиваемых решений, напротив, увеличил её на 16% г/г. Обычно нелюбящая загадывать наперёд AMD в этот раз поделилась с инвесторами планами на III кв.'23 г.: рост выручки до \$5,4-6,0 млрд, операционные расходы на уровне \$1,65 млрд и норма прибыли – на уровне 51%. *Бумага достигла нашего ориентира по цене, и теперь мы ожидаем превышение максимумов года (\$127) к концу текущего квартала. Если прогнозы руководства о прибыльности ряда сегментов совпадут с фактическими результатами, бумага пойдёт за \$130.*

Pinterest – восстановление рынка Шрёдингера

Платформа для обмена изображениями Pinterest шокировала своим видением рынка: пока гигант Alphabet и более сопоставимый с Pinterest по размерам Snap заявляют о плохой конъюнктуре рекламного рынка, Pinterest где-то находит признаки его восстановления. Хотя, судя по динамике выручки и количества пользователей, восстановление хоть в каком-то виде, но присутствует. Так, совокупная выручка прибавила 6% г/г, выручка из Северной Америки – 4% г/г, из Европы – 12% г/г, из остального мира – 32% г/г. Ежемесячное количество активных пользователей платформы выросло на 8% г/г и на 3% г/г, 6% г/г и 10% г/г по вышеуказанным регионам, соответственно. Отчасти позитивные результаты можно объяснить сотрудничеством с Amazon и использованием искусственного интеллекта в рекламных продуктах, но скорее, это просто проявившийся эффект низкой базы, не более. Годовой прогноз по марже чистой прибыли составляет 20% за счёт снижения инфляции и повышения доверия потребителей благодаря более высоким тратам на маркетинговые расходы, по темпам роста выручки – 7-9% г/г. Реакция рынка на отчет явно дала понять, что рынок не верит в то, что Pinterest нашёл источник дохода, который его секторальные аналоги найти не смогли. Эффект низкой базы не вечен, а влияние ИИ сейчас скорее «хайповое», чем действительно фундаментальное. *Бумага нащупала локальное дно чуть раньше, чем мы ожидали, поэтому квартал был закончен на достаточно высоких уровнях. Тем не менее, текущая цена явно завышена, поэтому ждём отката к \$26,0-26,3. Отчёт за текущий квартал может откинуть бумагу к нашему среднесрочному прогнозу в \$23,5, если окажется по силе таким же, как и текущий отчёт.*

VF – холод в котировках не согреть собственной продукцией

Производитель одежды и обуви переживает не самые простые времена из-за снижения спроса на её продукцию на ключевом для страны рынке – североамериканском. Так, во II кв.'23 г. выручка в этом регионе просела на 15% г/г, в регионе EMEA – на 2% г/г, а восстановление выручки в АТР сразу на 13% г/г не смогло компенсировать прочие потери и вылилось в совокупное снижение на 8% г/г. Среди всех брендов похвастаться неплохими результатами может разве что The North Face (+12% г/г), а вот Vans, Timberland и Dickies снизили доходы на 22% г/г, 6% г/г и 20% г/г, соответственно. В попытке избавиться от избыточных запасов и стимулировать спрос VF активизировал рекламную

компанию, но это не помогло, а лишь сократило рентабельность на 130 б.п. Делать нечего, пришлось ухудшать прогноз: годовая выручка обнулит темпы роста в 2023 г. и окажется на уровне предыдущего года, хотя ранее прогнозировался пусть небольшой, но всё же рост. Хорошо, что хотя бы прогноз по EPS сохранился на \$2,05-2,25. В принципе, это все хорошие новости по VF на сегодня. *Бумага чётко колеблется в указанном нами диапазоне, но мы всё равно чуть снизим ориентир, в этот раз до \$18,7-18,9, потому что драйверов в ближайшем будущем не предвидится.*

DuPont De Nemours – клубок противоречий

Компания представила очень неоднозначную отчётность за II кв.'23 г., которая во многом объясняется слабостью промышленного подразделения и подразделения решений для воды из-за снижения спроса и последующего замедления продаж в Китае. Совокупная выручка упала на 7% г/г, доход промышленного сегмента – на 14% г/г, сегмента решений для воды – на 0,2% г/г и корпоративного сегмента – на 3% г/г. В региональном разрезе выручка выросла в Латинской Америке (+5% г/г) и в EMEA (+4% г/г), а в Северной Америке упала на 5% г/г, в АТР – на 13% г/г. Если бы отчёт заканчивался на этой минорной ноте, котировки были бы далеко-далеко внизу, но менеджмент вовремя подсутился и повысил прогноз годовой выручки, надеясь на устойчивый спрос на свои материалы, используемые при производстве промышленных и электронных продуктов. Теперь диапазон ожидаемой выручки составляет \$12,45–12,55 млрд. Но и совсем выходить за рамки дозволенного руководство не стало, одновременно понизив прогноз по годовому EPS до \$3,40-3,50. *Все окончательно запутаны и тянут котировки в разные стороны: кто-то надеется и уповает на восстановление в Китае, кто-то потерял всю веру и избавляется от бумаг DuPont De Nemours. Мы, скорее, больше на стороне вторых, поэтому ожидаем снижения котировок с текущих уровней к \$70,2-70,4.*

Kraft Heinz – слишком много приправ

Производитель продуктов питания в какой раз убеждается, что он не настолько популярен, как Coca-Cola, McDonald's и PepsiCo, которые с лёгкостью могут компенсировать рост цен сохранением или даже увеличением объёмов продаж. В случае же с Kraft Heinz действует правило «мы купим у кого-нибудь другого», потому что при всём многообразии соусов, приправ и специй на рынке ожидать, что кратный рост цен не выльется в падение продаж, опрометчиво. В Северной Америке цены выросли на 9% г/г при снижении объёмов продаж на 8% г/г, за рубежом – на 17% г/г и 3% г/г, соответственно, по всей компании – на 11% г/г и 7% г/г, соответственно. Компания также отметила рост расходов на рекламные акции: поскольку покупатели охотились за более дешёвыми альтернативами готовым к употреблению блюдам и закускам, соусам и предметам первой необходимости для приготовления пищи, их надо было чем-то удержать, и этим «чем-то» стали как раз рекламные акции. Ценовой разрыв увеличился по сравнению как с частными торговыми марками, так и с основными брендами-конкурентами. Несмотря на все сложности, Kraft Heinz подтвердила прогноз EPS на уровне \$2,83-2,91. *Но всё же в дальнейшую безнаказанность в отношении ценовой политики не верится, поэтому нам придётся понизить целевые цены. В начале мая котировки компании добрались до нижней границы нашего диапазона, но не смогли её «пробить». Краткосрочные цели – \$37,0-37,3, среднесрочные пока оставляем \$42,0-44,0, но всё будет зависеть от ценовых решений руководства и реакции рынка на это.*

PayPal – акцент не на то

Хорошие прогнозы – ничто, если рентабельность оказывается настолько слабой, что не оправдывает ни ожидания рынка, ни ожидания руководства. Инвесторов часто предупреждали, что сосредоточенность PayPal на крупнейших клиентах и зачастую игнорирование более мелких (но не менее платежеспособных) клиентов до добра не доведёт – и последствия подобного акцента проявились в отчётном периоде и привели к общему снижению прибыльности. Общий объём платежей на платформе компании достиг \$376,5 млрд (+10,8% г/г), число активных аккаунтов – 431

млн (+0,5% г/г), комиссия за транзакции – 1,74% (-11 б.п. г/г). Давление на котировки оказало и подтверждение прогноза по годовому EPS в размере \$4,95 (который в мае был снижен относительно первоначально объявленной величины), хотя прогноз на III кв.'23 г. достаточно оптимистичный, в диапазоне \$1,22-1,24. *Реакция в виде просадки на постторгах в размере 9% кажется нам чрезмерной, но тем не менее, мы поддерживаем негативный настрой рынка относительно котировок бумаг в краткосрочном периоде, понижая потолок целевой цены до \$70.*

McKesson – силён и без коронавируса

Дистрибьютор лекарств не сожалеет от того, что COVID-19 лишился статуса пандемии. Более того, на фоне слабого упора на «коронавирусный» сегмент McKesson практически ничего не потерял. Даже наоборот, прирост и выручки (+11% г/г), и чистой прибыли (+17% г/г) оказались существенно лучше прогнозов, чем поддержали котировки. Менеджмент должен благодарить высокому спросу на специальные рецепторные лекарства и на препараты для похудения. Выручка фармацевтического сегмента прибавила 18% г/г, а менеджмент заявил, что препараты для похудения будут по-прежнему оставаться движущей силой этого сегмента, доход которого в 2023 г. должен подскочить на 13-15% г/г. Выручка от рецептурных лекарств прибавила 17% г/г – компания активно распространяет фирменные и непатентованные лекарства для лечения самых сложных состояний, чем привлекает немало платёжеспособных клиентов. Хирургический сегмент прибавил лишь 1% г/г на фоне восстановления объёмов проведения плановых операций, а вот международный бизнес обвалился на 44% из-за продажи европейского подразделения. Годовой прогноз предполагает рост EPS до \$26,55-27,35, что в целом соответствует консенсус-прогнозу рынка. *Уверенный отчёт поможет бумагам подлететь на максимумы года (\$427), в конце квартала ожидаем увидеть котировки на \$430-432.*

DoorDash – пандемии проходят, привычки остаются

С момента IPO в 2020 г. тренды для DoorDash не меняются – люди выработали привычку жить «на доставках» и не хотят меняться даже на фоне открытия ресторанов, фудкорттов и прочих заведений для приёма пищи. В этот раз поддержку результатам оказал рост заказов на продукты питания – сходить в магазин теперь тоже тяготит многие. С другой стороны, если найти любимый супермаркет можно и в приложении DoorDash, в котором, к тому же, зачастую можно поймать и скидки, зачем делать лишние телодвижения? Общий объём заказов вырос на 25% г/г, до 532 млн, что на фоне резкого замедления аналогичного сегмента у Uber делает DoorDash ни много ни мало лидером рынка. Прогнозы на весь год поистине лидерские: рост скорректированной EBITDA до \$0,75-1,05 млрд, общей стоимости заказов – до \$64,2-65,2 млрд. *Мы объективно недооценили DoorDash, считая, что клиенты отдадут предпочтение Uber, но надо отдать должное менеджменту, которые, пусть и ценой дополнительных расходов, не только сохранили количество клиентов, но и привели новых. На конец квартала ждём бумагу в диапазоне \$92-93, на отчёте должны «пробить» \$90.*

Hasbro – лучшее, конечно, впереди. Наверное.

Замедление спроса никуда не ушло, точно так же никуда не ушло сокращение заказов от розничных продавцов и опасения по поводу рецессии, поэтому финансовые результаты сильными назвать никак нельзя, остаётся лишь радоваться тому, что они (да и то не все) оказались выше прогноза рынка. Выручка просела на 10% г/г, продажи игрушек – на 11% г/г, выручка сегмента Wizard of the Coast – на 11% г/г, сегмента развлечений – на 3% г/г. Компания прогнозирует, что выручка в 2023 г. снизится на 3–6% г/г, поскольку ожидается, что выручка развлекательного сегмента снизится на 25–30% г/г. И всё «благодаря» продолжающейся забастовке писателей и актёров. На этом фоне неувидительна новость о продаже своей кино- и телестудии eOne за \$500 млн в рамках усилий по сосредоточению внимания на более прибыльных брендах. *Мы сохраняем целевую цену в*

диапазоне \$55-57, и не понимаем такой позитивной реакции на премаркете. В отличие от основного конкурента Mattel у Hasbro долгосрочных драйверов не видно.

Warner Bros Discovery – безумный Max

Сокращение расходов случае с медиаконгломератом видно невооружённым взглядом: хоть скорректированная прибыль и осталась в отрицательной области, её рост на 66% г/г показывает, что менеджмент не зря старается. Расходы на контент (которые ранее достигали невиданных масштабов в надежде на скорую окупаемость) были отчасти сбалансированы прибыльностью, и если руководство продолжит в том же духе, скоро и от убытка не останется и следа. Во многом такой резкий рост объясняется запуском в США потоковой службы Max, которая сочетает в себе развлекательный контент HBO и реалити-шоу с Discovery. Тем не менее, компании ещё есть куда расти: сегментарный разрез пока всё ещё ужасает с просадкой рекламного сегмента на 60% г/г, выручки от контента – на 9% г/г, выручки от распространения продукции (фильмов, сериалов и пр.) – на 25% г/г. Совокупное число подписчиков внутри страны составило 54,0 млн (+2% г/г), за её пределами – 41,8 млн (+6,6% г/г). К негативным аспектам можем отнести наличие проблем с линейным телевидением, неблагоприятного рекламного рынка и острой конкурентной среды потокового вещания. Мы сохраняем позитивный среднесрочный взгляд на котировки бумаг и по-прежнему ждём из на \$14,5-14,7.

Apple – яблоки всё падают

Снижение продаж iPhone'ов, замедление выручки, и этим тенденциям не видно конца. Смартфоны по-прежнему приносят компании большую часть выручки, но помочь исправить нисходящий тренд не смог даже восстанавливающийся китайский рынок. Если совокупная выручка потеряла 1% г/г, то выручка от продажи iPhone – 2% г/г, iPad – 20% г/г, Mac – 7% г/г. Зато выручка от продажи аксессуаров прибавила 2% г/г, сервисная выручка – 8% г/г. Менеджмент ожидает сохранения большинства тенденций по ряду причин. Во-первых, в США наблюдается спад на рынке смартфонов, хотя на некоторых рынках с растущей экономикой положительная динамика до сих пор сохраняется (так, в Китае доход от продажи смартфонов вырос двузначными темпами, в целом выручка за квартал выросла на 8% г/г). Во-вторых, планшеты не могут похвастаться частым обновлением линейки, что заставляет покупателей выбирать продукцию конкурентов. В-третьих, в сегменте носимой электроники и аксессуаров ожидается бурный рост за счёт китайского рынка, поскольку 2/3 всех проданных часов Apple Watch были проданы именно в этом регионе на фоне перехода покупателей от национальных производителей по типу Xiaomi к Apple. Снижения расходов не ожидается, потому что Apple не готов уступать в гонке ИИ, в т.ч. генеративного ИИ. Бумага достигла обозначенных нами целей, и просадка после отчёта оказалась даже не такой сильной, учитывая количество кварталов снижения выручки. Новую цель устанавливаем на \$193-195 и считаем, что ожидания относительно нового iPhone могут привлечь инвесторов в акции, хотя и релиз в середине сентября оставляет слишком мало времени на то, чтобы интерес успел отразиться в финансовых результатах.

Amazon.com – как подписчики Amazon Prime прибыль вернули

Все думали, что инвесторы ждут результатов AWS, а они гадали, вернётся ли компания в зону прибыльности или нет. К счастью, положительный исход позволил котировкам взлететь на премаркете, а руководству – порадоваться и представить вниманию публики оптимистичный прогноз на квартал грядущий. Выручка выросла на 11% г/г, причём как в Северной Америке (+11% г/г), так и за её пределами (+10% г/г). Облачный сегмент продемонстрировал темпы роста в размере 12% г/г, а рекламный бизнес – в размере 22% г/г. Замедление AWS было вполне ожидаемым, поэтому реакции, подобной той, что была по результатам предыдущего квартала, зарегистрировано не было. Из позитивных аспектов также отметим усилия руководства по борьбе с перебоями в цепочках поставок: пока остальные ждут, когда эти перебои закончатся, Amazon

переносит свои склады ближе к крупным мегаполисам, существенно сокращая время на доставку. Планы на 2023 г. не выглядят завышенными и вполне выполнимы, причём во главе всего – развитие ИИ-функций при помощи AWS, поскольку конкуренты (те же Microsoft Azure и Alphabet) пока демонстрируют более высокие темпы роста. Прогноз менеджмента предполагает рост выручки в III кв.'23 г. до \$138-143 млрд. *Прошёл ровно год – и Amazon вернулся к уровню в \$140, что существенно выше наших ожиданий, поскольку мы ожидали меньшего вклада обладателей подписки Amazon Prime. На будущий квартал сохраняем позитивный взгляд на бумаги и ожидаем увидеть котировки на \$146-148 к концу сентября.*

Booking – для вас забронировано место в топе

Вот уж кому всё равно на то, в какой мере спрос растёт на международные направления путешествий, а в какой – на внутренние. Растёт – уже хорошо. Добраться можно на своих машинах, а вот жить где-то надо (отметая самые радикальные кейсы любителей пожить на берегу моря, укрывшись полотенцем, или в тёмном лесу в палатке). Поскольку Booking не «завязан» исключительно на отелях, проводить параллель между его динамикой финансовых результатов и динамикой отчитавшихся ранее Hilton, Marriott и прочих бессмысленно. Ем более, Booking оставил их далеко позади: количество ночей, на которые бронируют жильё, выросло на 9% г/г, общий объём бронирований – на 15% г/г, причём помогли показать такой рост именно самостоятельные путешественники (+40% г/г), а вот объём бронирования агентствами через сайт снизился на 5% г/г. Позитивную динамику показал и сегмент аренды автомобилей (+24% г/г), и сегмент продажи авиабилетов (+58% г/г). Как видно из отчётности, отложенный спрос на поездки компенсирует рост расходов и опасения по поводу нестабильной экономики. В текущем квартале менеджмент ожидает рекордных объёмов бронирования и рекордного количества поездок, а учитывая его бóльшую популярность в азиатских и европейских странах, чем у аналогов, мы имеем все основания полагать, что прогноз сбудется. *На премаркете – рекордные +11,6%, и не сказать, что безосновательно. Поверим сладким речам менеджмента о рекордном спросе в текущем квартале и поставим целевой диапазон \$3200-3300 в качестве ориентира на конец сентября.*

Airbnb – зато дом Барби арендовать можно

Такой отчёт основного конкурента – «контрольный в голову», не иначе. Особенно когда у самого сервиса дела обстоят не настолько хорошо. Да, выручка выросла на 18% г/г, общий объём бронирований – на 13% г/г, количество ночей, на которое бронируется жильё, – на 11% г/г, но это всё (за исключением дохода) оказалось ниже ожиданий рынка. В целом, Airbnb не виноват, что инвесторы не всегда проводят тщательный анализ структуры компании. Возможно, тогда бы они заметили, что основной упор сервис делает на сдачу недвижимости в крупных городах, а не в сельской или курортной местности, а прошедший квартал (как и квартал перед ним) путешественники предпочли провести в тихих районах, а не в шумных мегаполисах. Если бы они это заметили, ожидания наверняка оказались бы ниже. И Airbnb бы их превзошёл. И все равно бы котировки не выросли, потому что отчёт Booking объективно сильнее. Но каждый работает в меру своих сил: пока Booking развивает международное направление, Airbnb снижает цены, и думается нам, что это позволит привлечь ещё больше клиентов в текущем квартале. Как ни крути, но аргумент «там дешевле» ещё никогда не проигрывал аргументу «там красивее/живописнее/светлее/тише». Средняя ставка аренды сервиса выросла лишь на 1% г/г, до \$166, а в Северной Америке вообще упала на аналогичную величину. Отдельного упоминания заслуживает эксклюзивное предложение сервиса – дом Барби в Малибу. Трёхэтажный розовый особняк с 1 спальней и 1 ванной (и даже 1 живым Кеном) мог стать вашим на 1 сутки за \$60. И как бы ни шутили, что истинные поклонники Барби таких денег ещё не заработали (имея в виду целевую аудиторию кукол – детей), на сайте нужно было дежурить сутками, чтобы успеть «урвать» пребывание в доме. *К середине-концу августа ожидаем достижения бумагами нашей цели в \$150, на конец квартала ждём котировки около \$163-165.*

Huatt – белая ворона среди отелей

Такого не ожидал никто. Вроде, одна из самых известных отельных сетей, с широким представительством и за рубежом, и внутри страны, активно получающая экосертификаты, а всё равно не дотянула до рыночных ожиданий, чем подписала себе приговор на торгах. Если поглубже погрузиться в отчёт, то становится понятно, что инвесторы переоценили Huatt. Очень сильно. Показатель RevPar составил 15%, сумма комиссий от услуг по управлению и франчайзингу превысила \$248 млн, что стало новым историческим рекордом. Менеджмент подтверждает, что туристический спрос по-прежнему силён, и ожидать его охлаждения можно, но точно не летом и не в первых декадах сентября. Всё одно – котировки валятся. Номерной фонд обновляется (+5,9 тыс. обновлённых комнат), цифровизация идёт полным ходом (2 июня был приобретён сервис бронирования Smith Global Limited за £58), прогнозы на 2023 г. оптимистичные (рост RevPar в диапазоне 14-16% г/г, прирост номерного фонда – около 6% г/г, скор.ЕБИТДА – \$215 млн) – ничего не помогло. *Тем не менее, на фоне спроса на путешествия мы сохраняем нейтральный взгляд на котировки Huatt. Наши предыдущие цели были достигнуты, новые установим на \$122-124 к концу квартала.*

Kellogg – ел мало каши

Производитель сухих завтраков переживал не лучшие времена, поскольку цены на сахар резко взлетели, и ничего не оставалось, кроме как повышать цены на свою продукцию. Когда ты не всемирно любимый McDonald's/PepsiCo/Coca-Cola, делать это сложно, потому что каждый раз рискуешь нарваться на немилость потребителей, которые махнут рукой и пойдут покупать продукцию у твоих конкурентов. К счастью, с Kellogg это не случилось, но это только пока. Совокупная выручка выросла на 5% г/г, североамериканская – на 3% г/г, европейская – на 12% г/г, латиноамериканская – на 17% г/г. В АТР и Африке продукцию Kellogg любят не так сильно, поэтому доход там снизился на 3% г/г. Согласно обновленному прогнозу к, в 2023 г. органический рост её выручки составит около 7% вместо ожидавшихся ранее 6-7%, при этом EPS уменьшится на 1-2% г/г, а не на 1-3% г/г. В IV кв.'23 г. должно завершиться выделение североамериканского подразделения по выпуску кукурузных хлопьев и прочих продуктов переработки зерна. Менеджмент верит, что рост цен ещё может продолжаться, а вот нам (и инвесторам, судя по реакции рынка) кажется, что компания балансирует на краю, где каждый добавленный к цене доллар может открыть покупателям дорогу к продукции конкурентов. *Драйверов практически не осталось, и даже на улучшенный прогноз инвесторы реагируют очень вяло. Снижаем целевую цену до \$65,5-65,0 на конец III кв.'23 г.*

Viatis – а вы верите в биосимилары?

Фармацевтическая компания представила неплохие результаты за II кв.'23 г. Совокупная выручка снизилась на 5% г/г, выручка с рынков развитых стран – также на 5% г/г, развивающихся стран – на 0,4% г/г, с китайского рынка (который компания учитывает отдельно) – на 3% г/г. В продуктовом разрезе основные позиции, портфель брендов и дженерики, показали разнонаправленную динамику -2% г/г и +5% г/г, соответственно. Провалился по доходу сегмент биосимиларов (-61% г/г), но на его долю в отчётном периоде пришлось лишь 3,6% всех продаж, поэтому провал не так явно отразился в конечном результате. Если говорить конкретно о препаратах, то выручке помогли продажи автоинъекторов EpiPen (+20% г/г) и группа товаров под франшизой Xalabrand. Негативные результаты показали такие бренды, как антидепрессанты Zoloft (-13% г/г), Effexor (-12% г/г) и лекарство для лечения невропатии Lyrica (-12% г/г). Всемирно известная Viagra тоже регистрирует падение доходов, но лишь на 4% г/г. В 2023 г. компания ожидает получить выручку в диапазоне \$15,5-16,0 млрд, скор.ЕБИТДА – \$5,0-5,4 млрд и свободный денежный поток – \$2,3-2,7 млрд. *Котировки бумаг компании вышли из обозначенного нами боковика ровно в конце II кв.'23 г., и неплохой отчёт с амбициозными планами хотя бы краткосрочную поддержку окажет. Пока не*

все доверяют дженерикам и биосимилярам, поэтому волатильность в бумагах Viatrix немаленькая, но если говорить о целях на конец квартала, мы их видим в диапазоне \$10,85-10,90. Для превышения важного уровня в \$11,0 нужно что-то по сильнее, чем обычный отчёт. Как минимум, партнёрство с крупным гигантом отрасли или признание какого-либо препарата компании со стороны FDA.

Tyson Foods – так и до вегетарианства недалеко

Нелегко отказаться от мяса, говорите? Отчёт Tyson Foods говорит об обратном. Потребители всё ещё ощущают последствия инфляции и покупают или меньше мяса, или не у таких крупных поставщиков. К тому же, после увеличения цен на основную продукцию в прошлом году Tyson Foods несколько не помог исправлению ситуации. Конечно, с расходами надо как-то бороться, и работать в убыток не хочет никто, но повышать цены на и без того недешёвое мясо вместо того, чтобы как-то «резать» операционные расходы. К слову, менеджмент пообещал именно этим не заняться, только вот не слишком ли это позднее решение? Компания заявила, что закроет 4 птицефабрики для сокращения расходов и увеличения загрузки других производственных мощностей. Если рассмотреть доходы Tyson Foods в сегментарном разрезе, станет совсем не радостно. Объёмы продаж говядины упали на 5% г/г при росте цены на те же 5% г/г, для свинины аналогичные показатели составляют -2% г/г и -16% г/г, для курицы – +3% г/г и -6% г/г, для готовой еды – -1% г/г и -2% г/г. Несмотря на разнонаправленную динамику и попытки менеджмента всё же где-то сдержать рост цен, усилия успехом не увенчались, поэтому выручка снизилась по всем сегментам. Интересно, что некоторые заменяют более дорогое мясо более дешёвым, но не покидают ряды покупателей Tyson Foods. К счастью для менеджмента компании, но к несчастью для его маржи. Негативом в прошлом квартале стала и затяжная засуха, которая привела к росту объёмов закупок корма для скота и, как следствие, к росту расходов. Таким образом, проблем у компании накопилось немало, и руководству надо или очень постараться, или набраться выдержки и переждать ситуацию. *Покорённые с таким трудом вершины остаются в прошлом квартале, и первый торговый день после отчёта бумаги TSN начнут на 7,0-7,5% ниже предыдущего закрытия. По итогам квартала прогнозируем, что котировки вернуться в боковик около \$50, обивая уровни \$49,5-50,5.*

Barrick Gold – не всё то золото, что блестит. Отчёт, кстати, не блестит.

Случай с золотодобытчиками идентичен случаю с нефтяниками: растёт цена на сырьё – отчёт будет удачным; падает – результаты расстроят рынок. В отчётном периоде цены на золото выросли на 4,3% г/г, почти достигнув в мае нового максимума на фоне ухудшения ситуации в банковской сфере и восприятия золота в качестве защитного актива. Уверенные операционные результаты на шахтах Carlin, Kibali и Lumwana позволили менеджменту сохранить производственный прогноз на весь год. В грядущем квартале окончание ремонтных работ на NGM и наращивание производства на Pueblo Viejo должны помочь финансовым результатам. В сравнении с аналогичным периодом прошлого года выручка упала на 1%, чистая прибыль – на 20%, свободный денежный поток – в 2,7 раза, зато CAPEX вырос на 0,2%. Отчёт не плохой и не хороший, он нейтральный. Если бы цены на золото падали, он бы был катастрофическим, а текущие просадки – это не более чем последствия временного закрытия ряда шахт. *Наш взгляд на бумагу также нейтральный, к концу квартала не ожидаем увидеть её выше \$17,5, прогнозируя целевой диапазон \$17,2-17,5.*

United Parcel Services – два варианта, и оба плохие

Служба экспресс-доставки из двух зол выбрала меньшую, и, с одной стороны, не прогадала, но с другой стороны, сама же себя и привела к негативной реакции инвесторов. Но обо всём по порядку. Совокупная выручка упала на 11% г/г, доставки внутри страны принесли на 7% г/г меньше дохода, за её пределами – на 13% г/г, сегмент управления цепочками поставок вообще просел на 23% г/г. Для того, чтобы как-то выйти из всей этой ситуации, UPS попробовал сосредоточиться на доставке

высокодоходных посылок, но при этом пострадали объёмы, утянув за собой и показатель совокупных доходов. Основной позитивный момент – достижение соглашения с профсоюзом Teamsters сроком 5 лет с 340 тыс. рабочих, что позволило избежать забастовки, которая бы парализовала доставку по всей стране и стоила бы экономике миллиарды. Соглашение включает повышение заработной платы, ещё один оплачиваемый отпуск, отмену двухуровневой системы оплаты труда водителей и кондиционирование воздуха для новых моделей грузовиков компании. Дополнительные расходы не могут пройти незаметно: теперь по ожиданиям выручка в 2023 г. составит \$93 млрд, операционная маржа – 11,8%. *Просадка в размере 7% на премаркете чрезмерна, поскольку после объявления о достижении соглашения с профсоюзом было понятно, что это повлияет на доход. К слову, повлияло не так сильно, поэтому мы не будем давать совсем уж негативную оценку бумагам компании. К концу текущего квартала ждём котировки в коридоре \$175-177.*

Eli Lilly – каждый борется с конкуренцией, как может

Крупные фармкомпании должны вроде как, пропагандировать здоровый образ жизни и использование препаратов исключительно по назначению. Тем не менее, Eli Lilly показала почти рекордные результаты на фоне роста продаж лекарства для лечения диабета Mounjaro (выручка взлетела в 61,2 раза г/г), которое используется для похудения, как и печально известный Ozempic. Конечно, опрометчиво ожидать того, что компания будет следить за всеми, кто покупает препарат, и кричать вслед, чтобы его не использовали без прямых на то показаний, но можно же ввести какой-то постпродажный контроль или выписывать лекарства исключительно по рецепту. Хотя руководству хорошо: совокупная выручка на одном только Mounjaro поднялась на 28% г/г. Среди остальных локомотивов роста выделим лекарство для лечения онкологии Verzenio (+57% г/г), противодиабетическое Jardiance (+45% г/г) и ещё одного противоонкологического Retevmo (+45% г/г). Теперь Eli Lilly ждёт EPS в 2023 г. в диапазоне \$9,70-9,90, выручку – \$33,4-33,9 млрд. *Представим, что Mounjaro нет. Вот не одобряют его FDA к концу года, что будет делать компания? Цены на инсулин снижаются, некогда бестселлер Alimta проигрывает конкуренцию в пух и прах. Инвесторы будто не знают, как бумага может реагировать на неодобрение FDA: да там премаркетные +8% за секунду будут перекрыты. Поэтому мы отмечаем неплохую отчетность Eli Lilly, но диапазон ожидаемых цен устанавливаем на \$464-470.*

Fox – не переключайтесь, скоро реклама

Долгое время компания недополучала существенную часть дохода из-за сокращения расходов на рекламу, да и маркетинговых бюджетов в целом, большинства своих клиентов. И хотя ситуация на рекламном рынке по-прежнему далека от полного исправления, Fox регистрирует постепенное улучшение ситуации. Совокупная выручка перестала резко снижаться (-0,03% г/г), как и рекламная выручка (-4% г/г), а вот доход от партнёрских программ прибавил 3% г/г. Если рассмотреть по сегментам, то выручка от продуктов кабельной сети потеряла 3% г/г, что отчасти было компенсировано ростом доходов от телевидения на 4% г/г. Fox находится в выгодном положении, потому что как только начинается избирательная гонка (а в этот раз она началась как-то неестественно рано), все спешат воспользоваться услугами компании. Действительно, реклама кандидатов в президенты куда вероятнее сыграет по телевизору в прайм-тайм, чем в виде всплывающего окошка на сайте условного Pinterest. К тому же давний акцент Fox на спорте и актуальных новостях делает так, что его программы актуальны всегда, и даже в век социальных сетей и интернета, компании удаётся генерировать неплохой доход от телевидения. *Ожидаем, что начало сезонов в спортивных лигах и приближение президентской гонки окажут поддержку бумагам Fox. К концу квартала ожидаем котировки на \$32,9-33,1.*

Rivian Automotive – хоть и не Tesla, зато пикап имеется

И хотя производитель электромобилей всё ещё не может похвастаться прибыльностью, результаты за II кв.'23 г. действительно хорошие: выручка выросла в 3,1 раза г/г, объём производства – в 3,2 раза г/г, чистый убыток сократился на 30% г/г. В попытках угнаться за Tesla многие небольшие производители или банкротились, или замедляли темпы производства, не в силах бороться с лидером рынка, который переманивал покупателей путём снижения цен. К счастью для Rivian, его пикапы и внедорожники пользуются достаточным спросом, а где Cybertruck от Tesla не знает даже Маск, поэтому пока секторальные аналоги банкротятся, Rivian уверенно едет вперёд. После проблемы с нехваткой силовых полупроводников, Rivian решил перейти к созданию собственных агрегатов Enduro, чтобы сократить расходы и уменьшить зависимость от поставщиков. Проблемы с цепочками поставок также пока никуда не ушли, и менеджмент отмечает, что до допандемийного уровня они ещё не дотянулись. Самым позитивным моментом отчёта стало повышение прогнозов производства на 2023 г.: теперь Rivian намеревается произвести 52 тыс. электрокаров вместо ранее объявленных 50 тыс. *Весь II кв.'23 г. котировки акций провели в указанном нами диапазоне, а после 30 июня совершили резкий взлёт от \$16,7 к \$27,6. Принимая во внимание не только улучшение планов, но и сильную волатильность в бумагах, к концу III кв.'23 г. надеемся увидеть котировки в коридоре \$27,6-28,0.*

Beyond Meat – растительное мясо имеет свойство быстро тухнуть

Производитель растительного мяса пошёл той же дорогой, что и производитель самого обычного мяса, только расходов в этом случае куда больше. Beyond Meat никогда не славился умеренными ценами на свою продукцию, да и зачастую «выезжал» скорее на веяниях моды, чем на фундаментальном и устойчивом спросе на свою продукцию. Но даже те, кто следят за модой, почувствовали дуновение инфляции, поэтому поспешили забыть свои же советы и перейти на обычное мясо животного происхождения. Возможно, если ситуация улучшится, «продуктовые модники» вспомнят о том, что они любят, но пока этого не предвидится, о чём менеджмент открыто говорит. Общая выручка упала на 31% г/г, выручка с американского рынка – на 40% г/г, с международного – на 9% г/г. Ритейл-сегмент просел на 39% г/г на внутреннем и на 16% г/г – на внешнем рынке, для выручки с предприятий общественного питания картина тоже не самая радужная – спад дохода на 45% г/г и 1% г/г, соответственно. Менеджмент ожидает выручку в диапазоне \$360-380 млн, то есть годовое снижение составит 9-14%. А вот положительного операционного денежного потока во II полугодии 2023 г. вообще никто не ожидает. *После «феерического» отчёта котировки упали на 14,3%, и мы считаем, что ухудшение конъюнктуры основного рынка деятельности ещё не полностью отыграно. Играем на понижение, и ждём котировки в диапазоне \$12,4-12,7.*

Paramount – а не снять ли тебе хороший фильм?

В этот раз в рукаве не оказалось туза, а в прокате – «Топ Ган: Мэверик», который в аналогичном периоде прошлого года буквально вытаскивал компанию из убытков. Выручка просела не так сильно, лишь на 2% г/г, как и доход от теле вещания, а сегмент прямых продаж (DTC) вообще взлетел на 40% г/г благодаря росту выручки от подписки Paramount+ на 47% г/г (число подписчиков при этом превысило 61 млн человек, а количество часов, которое пользователи провели за просмотром контента Paramount+ и Pluto TV выросло на 35% г/г). Только вот сегмент развлекательных фильмов просел на 39% г/г, и на фоне забастовок представителей киноиндустрии США быстрого исправления ситуации не ожидается. Хотя Paramount каким-то чудом успела закончить съёмки спин-оффа «Тихого места» до начала забастовок и сейчас работает над «СониКом 3». Чтобы обезопасить себя от финансовых трудностей, медиакомпания приняла решение продать издательство Simon & Schuster инвестхолдингу KKR за \$1,6 млрд, а вырученные средства направить на погашение долгов. Сделка, мягко говоря, не самая выгодная, но что делать: чуть менее года назад во всю готовилась сделка по продаже издательства конкурирующей Penguin Random House, но регуляторы посчитали, что это снизит конкуренцию на рынке, поэтому сделку запретили. Сейчас первичного запрета нет,

но и сумма не такая существенная. Говоря о будущем, менеджмент планирует увеличивать доходы за счёт цифровой рекламы и потокового вещания. *В целом, отчёт неплохой, но неопределённость относительно возобновления работы над крупными фильмами не даёт развить импульс роста. Да и полагаться на потоковое вещание, когда у тебя в конкурентах и Netflix, и WBD, и Disney – опрометчивое решение. Аккуратно указываем на \$16,8-16,9, и считаем, что для возвращения на уровни хотя бы начала мая (\$22 и выше) нужны крупные корпоративные новости. Или новые киношедевры, но первого добиться проще.*

PENN Entertainment – красное или чёрное?

Развлекательная компания и оператор интегрированных развлечений уверенно провела II кв.'23 г. и озвучила амбициозные планы на оставшуюся часть года. Так, совокупная выручка выросла на 3% г/г, выручка от основного подразделения, игрового, при этом сократилась на 2% г/г, но спас сегмент еды, напитков и развлечений, доход которого увеличился на 26% г/г, хотя его доля в общей выручке остаётся небольшой (22,8%). Менеджмент объясняет улучшение исключительно внутренними факторами: улучшенным пользовательским интерфейсом, привлекающим клиентов, более быстрой загрузкой приложений, появлением новых рынков ставок, расширенными рекламными акциями и более глубокой медиа-интеграцией. И закончился отчёт на этом, рост котировок бы составил 2-3%, не больше. Но главная ставка была впереди: PENN заключил соглашение с ESPN, и теперь обе компании выйдут на рынок ставок на спорт под брендом ESPN Bet. Создание отдельной компании не потребует, поскольку PENN передаст партнёру букмекерский бренд Barstool, который осенью возобновит деятельность под названием ESPN Bet и сразу получит присутствие в 16 штатах страны. Стоимость сделки – \$1,5 млрд, но PENN сможет платить в рассрочку 10 лет. *Новость добавила позитива, а возобновление работы станет дополнительным источником дохода. К концу квартала ожидаем, что котировка перепишет максимумы года и что бумаги закрепятся над \$35,8.*

Walt Disney – а парки вам зачем?

Компания представила неплохую отчётность за II кв.'23 г., но вот комментарии менеджмента чётко дали инвесторам понять, что впереди ещё много работы. Совокупная выручка выросла на 4% г/г во многом благодаря росту доходов от парков развлечений и сопутствующих продуктов на 13% г/г, а вот медиа сегмент упал на 1% г/г, но поскольку на его долю приходится 62,7% всей выручки, общий показатель почувствовал спад этого сегмента. Если погрузиться в составляющие сегмента поглубже, то можно констатировать общие для всей индустрии тренды: рост выручки только по DTC направлению (+9% г/г), при этом линейное телевидение потеряло 7% г/г, продажа контента – 1% г/г. Не произвели впечатление на инвесторов и результаты стримингового сегмента Disney+, количество подписчиков которого сократилось на 1% г/г на внутреннем рынке, но выросло на 2% г/г на внешнем. Другие продукты компании, Hulu и ESPN, показали динамику близко к нулевой, и никак не повлияли на доходные показатели. Число подписчиков Disney+ снижается уже 3 квартала подряд, во многом из-за оттока клиентов в Индии, где компания потеряла права на трансляцию матчей Индийской премьер-лиги по крикету. Генеральный директор сказал, что компания столкнётся с «непростой обстановкой» в ближайшем будущем, и выразил надежду, что этот непростой период инвесторы пройдут вместе с Walt Disney. Но кажется, непростой период сначала наступит для подписчиков Disney+, поскольку с 12 октября стоимость подписки без рекламы вырастет с \$10,99 до \$13,99, без рекламы – останется прежней. Также руководство будет бороться с совместным использованием аккаунтов. Кого-то это напоминает. Кого-то с красной эмблемой и кучей популярнейших сериалов. Только до успеха Netflix компании ещё далеко. Почему-то имея в запасе огромные ресурсы парков развлечений Walt Disney решила сосредоточиться на медиа сегменте, где и без неё яблоку негде упасть. *Зато котировкам есть ещё куда падать, и мы понижаем целевую цену до \$90,5-91,5, причём откупить в ближайшее время бумагу можно будет по \$85,0-85,5.*

Wynn Resorts – хорошо, когда есть казино, особенно открытые

Хорошо, когда ты и оператор казино, и оператор сети отелей. Потому что тогда ты можешь воспользоваться позитивной конъюнктурой на обоих рынках. Как и секторальные аналоги, Wynn наслаждается восстановлением туристических потоков, поэтому выручка от размещения выросла на 37% г/г, от услуг питания – на 12% г/г, от сегмента прочих развлечений – на 26% г/г. Но в отличие от секторальных аналогов, у Wynn есть неоспоримое преимущество – собственная сеть казино, да и не где-нибудь, а в Лас-Вегасе и Макао. Выручка от услуг казино выросла в 2,5 раза г/г, во многом благодаря снятию карантинных ограничений. Таким образом, Wynn собрала все сливки, и даже из убыточной зоны перешла в прибыльную. Но есть одно «но» – это было ожидаемо и заложено в цены, потому что на одном открытии казино в Макао бумаги устремились вверх ракетой. Условно, если убрать доходы от игорного бизнеса, перед нами – среднестатистический отчёт представителя сектора, отели которого интересны только близостью к казино. Действительно, удобно же: если проиграл – недалеко идти, чтобы погрузиться; выиграл – недалеко идти, не успеют ограбить. *Бумага была «перегрета», и в начале июня инвесторы это заметили. Мы не ждём резких взлётов или падений, хотя уже сейчас можем сказать, что следующий отчёт будет тоже сильным, а темпы роста показателей – объяснимо высокими. Поэтому целевыми ценами на горизонте ближайших 3 месяцев видим коридор \$104,5-106,5.*

Krispy Kreme – раскидали пончики по миру

Сеть кофеен-кондитерских так уверенно провела предыдущие 3 месяца (если судить исключительно по котировкам) и почти добралась до наших целевых цен, почти закрепившись над ними, как появился этот отчёт. В целом, он не так плох: выручка выросла в годовом сопоставлении (+9%), причём и полученная с внутреннего рынка (+9%), и с зарубежных (+5%). Электронная торговля по-прежнему является локомотивом роста, по итогам прошедшего квартала она выросла на 18% г/г. За отчётный период открылось 462 новые точки продаж, доведя их совокупное количество до 12 872, а сама компания вышла на 3 новых рынка: Китая, Ямайки и Коста-Рики. Отчасти продажам помогла пусть и немного надуманная, но всё же отлично справившаяся с задачей увеличения объёмов продаж акция «Национальный День Пончиков», которая теперь проходит в 12 странах присутствия. Конечно, нельзя не упомянуть и рост цен, который тоже повлиял на совокупную выручку, но пончики Krispy Kreme любят, поэтому объёмы продаж не просели. Вот всё вроде бы хорошо, но сохранение прогнозов на 2023 г. в размере \$1,65-1,68 млрд по выручке и \$0,31-0,34 по EPS смутило инвесторов. Если всё действительно так хорошо, почему прогноз не повышается? Скорее всего, деньги «съедает» маркетинговая активность, но это только догадки, никак не подтверждённые менеджментом. *В краткосрочном периоде ожидаем просадки под \$14, нижняя граница – \$13,87-13,90, но к концу III кв. '23 г. ждём закрепления над \$15.*

Capri – спасибо, сделка с Tapestry

Теперь понятно, почему публикацию отчёта перенесли на 3 дня. После новости о том, что Tapestry купит все акции Capri, находящиеся в обращении, за \$57 за акцию (премия в 64,7% к цене вчерашнего закрытия), стало неважно, какая там выручка, на сколько она выросла, какая маржа ожидается. Инвесторы пытались осознать, что теперь бренды Coach, Kate Spade, Jimmy Choo, Stuart Weitzman, Versace, Michael Kors и Jimmy Choo будут под единым управлением. Тем не менее, после закрытия рынка отчёт всё же опубликовали, и сразу подумалось: «Как всё же хорошо, что объявили о сделке». Выручка упала на 10% г/г, чистая прибыль – на 59% г/г, запасы сократились на 8% г/г. Если смотреть в разрезе основных брендов, то выручка от Versace упала на 6% г/г, от Michael Kors – на 14% г/г, а вот от Jimmy Choo, напротив, выросла на 6% г/г. В региональном разрезе порадовать смогла разве что только Азия, где голодные до покупок клиенты скупали практически все новые коллекции. На фоне грядущего поглощения менеджмент не дал никаких прогнозов финансовых результатов, лишь понадеялся, что объединённый дом моды сможет принести \$12 млрд годового

дохода. Мы также отзываем свой прогноз целевой цены, и желаем совместному предприятию Capri и Tapestry успешной конкуренции с LVMH.

News – выпуск новостей, сгенерированных ИИ

Медиахолдинг переживает не лучшие времена, но оптимистичные прогнозы и, внезапно, внедрение ИИ в бизнес должны помочь в будущем. Совокупная выручка просела на 10% г/г, причём не было ни единого сегмента, где бы этот показатель вырос в годовом сопоставлении. Выручка от цифровых услуг упала на 17% г/г, от видео подписок – на 4% г/г, от агентства Dow Jones – на 3%, от книгопечатания – на 13% г/г, от издательства News – на 9% г/г. Снижение результатов во многом объясняется падением доходов от печатной и цифровой рекламы в австралийском и британском новостных подразделениях. Из позитивных аспектов отметим тот факт, что более половины своего дохода компания получила от цифровых активов. Из нейтральных – использование генеративного ИИ в будущем. С одной стороны, новость позитивна, и менеджмент преподносит её как один из факторов увеличения прибыли. С другой стороны, создание текста, изображения, видео и других медиа без участия человека – решение неоднозначное, поскольку в книгопечатании есть определённая цензура, которую ИИ не объяснишь, да и перепроверять за ним всё равно придётся, так что если решение принято для сокращения расходов, увы, это маловероятно. *От бумаг не ждём активной динамики, и устанавливаем коридор колебаний \$18,6-19,0.*

Home Depot – по гвоздику, по болтику

Покупатели пока не готовы на крупномасштабные ремонтные проекты, а вот по мелочи там подбить, здесь подзакрутить – это пожалуйста! Во многом превышению фактических результатов над прогнозными помогли продажи мелкой техники для ремонта, а вот крупногабаритные покупки, особенно в дискреционных категориях, отошли на второй план. Сопоставимые продажи просели на 2,5% г/г, что по сравнению с результатами предыдущего квартала (-4,5% г/г) является заметным улучшением. Да и вообще порадоваться стоит хотя бы тому, что впервые за 3 квартала рыночные ожидания проиграли фактическим доходам компании. Тем не менее, повышать прогнозы на весь 2023 г. менеджмент не стал (что вполне разумно после того, как квартал назад они были понижены). Снижение сопоставимых продаж ожидается на уровне 2-5% г/г, EPS – на 7-13% г/г, но менеджмент позитивно оценивает средне- и долгосрочные перспективы и способность компании увеличить свою долю на рынке. Самой позитивной новостью стало одобрение Советом Директоров программы обратного выкупа акций на \$15 млрд, которая вступает в силу с сегодняшнего дня и становится логическим продолжением предыдущей. *В конце квартала бумаги закрепились чуть выше указанного нами уровня, но мы всё равно не видим существенных драйверов дальнейшего роста, как минимум до улучшения ситуации на рынке недвижимости. Поэтому целевой ценой на конец сентября указываем \$310.*

Sea – море волнуется два

Зачем было ждать от компании таких сильных результатов – непонятно, но факт остаётся фактом, фактические результаты не дотянули, и котировки вниз за собой потянули. Объективно, в годовом сопоставлении ситуация улучшается: выручка прибавила 5,2%, скор.ЕБИТДА составила \$510,0 млн по сравнению с отрицательными \$506,3 млн во II кв.'22 г., чистая прибыль – \$331,0 млн против убытка в \$931,2 млн за аналогичный период 2022 г. Выручка от услуг электронной торговли поднялась на 21% г/г, от цифровых финансовых сервисов – на 53% г/г. Доход развлекательного сегмента сократился на 2% г/г, но по сравнению с обвалом на 53% г/г в предыдущем квартале текущая просадка – это ничто. Но на этом плюсы заканчиваются. По крайней мере, видимые. Возможно, у компании есть туз в рукаве, и, если честно, сейчас самое время его доставать, если он действительно имеется. Пока же кажется, что Sea тяжелее всех переживает снижение спроса на технологии. Мы недооценили негативные драйверы, и, хотя котировки достигли указанных нами уровней, даже с запасом, следом за краткосрочным успехом последовало резкое падение, которое

лишь усилится после этого отчёта. *Если получится удержаться над \$50 – будет уже хорошо, пока же ожидаем на открытии просадку до 10%, а по итогам квартала – диапазона колебаний \$52,3-52,6.*

Target – выбил +300, отменив скидки

Среди ритейлеров в этом сезоне в выигрыше оказались те, у кого акцент на продукты питания, и Target, к сожалению, не в их числе. Отчёт достаточно неоднозначный, в отличие от его последствий, которые порадовали инвесторов. Но обо всём по порядку, и начнём с негативных аспектов, потому что их существенно больше. Выручка упала на 6% г/г, и это первое квартальное снижение почти за 6 лет, сопоставимые продажи – на 5% г/г; несмотря на цифровизацию, о которой трубят из каждого угла, доля онлайн-заказов составила 16,9% (-1,0 п.п. г/г), а доля заказов напрямую в магазине – 83,1% (+1,0 п.п. г/г). Менеджмент отмечает, что рост цен на товары первой необходимости «съедает» бóльшую часть бюджета, поэтому исправления ситуации и резкого роста выручки в III кв.'23 г. ждать не планируется. Именно поэтому было решено понизить прогноз по годовой выручке: теперь ни о каком её увеличении в годовом сопоставлении речи не идёт – напротив, компания ждёт снижения на уровне 4-7%, а EPS прогнозируется в диапазоне \$1,20-1,60. Из позитива можно выделить резкий рост прибыли, который объясняется отменой ряда скидок, которыми Target всегда славился. В общем-то и всё. *Как этот позитивный аспект перекрыл остальные недостатки отчёта – непонятно, но на премаркете – уверенные +8% в моменте. Мы не разделяем такой бурной радости, тем более руководство само заявило об ожиданиях слабого III кв.'23 г. Инфляция замедляется, но и темпы перестройки потребительского поведения не такие быстрые, чтобы принести плоды уже в грядущем квартале. Наш предыдущий прогноз не сбился на фоне более резкого, чем мы ожидали, оттока инвесторов из бумаг, поэтому мы понижаем целевую цену до диапазона \$145-150.*

TJX после банкротства других времени зря не терял

Стабильные продажи одежды и аксессуаров, а также рост спроса на товары для домашнего декора способствовали тому, что TJX показал уверенные финансовые результаты с ростом выручки на 8% г/г, сопоставимых продаж – на 6% г/г и чистой прибыли – на 22% г/г. Если рассматривать по сегментам, то сопоставимые продажи выросли на 8% г/г по Marmaxx, на 4% г/г по HomeGoods, на 1% г/г по TJX Canada и на 3% г/г по TJX International. Выручка выросла по всем подразделениям, за исключением TJX Canada (-2% г/г): Marmaxx увеличил доход на 9% г/г, HomeGoods – на 8% г/г, TJX International – на 8% г/г. Признаки замедления инфляции повысили спрос в розничных магазинах, причём даже на брендовые вещи, которые TJX предлагает со скидками от 20% до 60%. Помимо этого, благоприятным для компании оказалось и банкротство Bed Bath & Beyond, и пока они не вернулись на рынок под чьим бы то ни было управлением, HomeGoods активно занимал освободившиеся ниши и в итоге продемонстрировал рост сопоставимых продаж после 5 кварталов снижения показателя кряду. Приближение учебного года также внесло свою лепту: посещаемость TJ Maxx и Marshalls увеличилась на 17% г/г. Менеджмент решил повысить годовой прогноз по EPS до диапазона \$3,56-3,62, по сопоставимым продажам – до 3-4% г/г. *Наконец-то отчёт нельзя назвать неоднозначным, а то раньше то выручка подведёт, то прогноз, то комментарии. В этот раз не подвёл никто, и мы ожидаем похода на новые исторические максимумы. Закрепление над \$90 – задача сложная, но выполняемая. К сожалению, не в этом квартале, но до конца года TJX будет максимально стараться достичь этой цели. Пока же предвидим «прогулки» в коридоре \$89,3-89,7.*

Cisco – на тоненького

Производитель сетевого оборудования усвоил уроки предыдущего квартала и не даёт комментариев больше, чем того требует ситуация, что и правильно, памятуя о том, как обыденные высказывания перечеркнули сильный отчёт. В этот раз отчёт, к слову, не слабее: выручка выросла

на 16% г/г, чистая прибыль – на 41% г/г, операционный денежный поток – сразу на 62% г/г. Доход в сфере производства товаров увеличился на 20% г/г, услуг – на 4% г/г. Региональный разрез тоже впечатляет: в Америке показатель прибавил 21% г/г, в регионе EMEA – 10% г/г, в АТР – 7% г/г. Руководство озвучило честный прогноз на будущий квартал с EPS в коридоре \$1,02-1,04 и выручкой в диапазоне \$14,5-14,7 млрд, на весь год показатели составили \$4,01-4,08 и \$57,0-58,2, соответственно, и вот тут бумага могла бы повторить «успех» прошлого квартала, но менеджмент быстро подсуетился и выбрал беспроектный вариант – свалить всё на искусственный интеллект! Мол, параллельное увеличение доли на 3 крупнейших сетевых рынках параллельно с внедрением ИИ не могут не отразиться на выручке, поскольку ниша искусственного интеллекта – новая для компании, поэтому требует крупных расходов. *Что ж, в этот раз менеджменту поверили, и котировки на премаркете даже вышли «в плюс», пусть и на чисто символические 2%. От бумаг Cisco активной динамики не ждём, но целевую цену при этом повышаем до \$55,6-56,0.*

Dole – всё тот же «банановый» драйвер

Хорошие результаты компании подтверждают тот факт, что многие видят источник витаминов именно во фруктах, а не в БАДах и таблетках, и это правильно. Выручка «фруктового» сегмента компании выросла на 4% г/г, доход от поставок на рынки стран EMEA – на 8% г/г, а вот падение выручки с американских рынков на 7% г/г не позволили совокупному показателю превысить рыночные ожидания, хоть в годовом сопоставлении он и вырос на 4% г/г. По продуктовой корзине всё неизменно: бананы тянут вперёд (через рост цен и объёмов продаж), ананасы – назад (за счёт падения объёмов продаж, хотя цены тоже выросли). Из европейских стран больше всего продукцию Dole любят в Испании, Нидерландах, Ирландии и Чехии, они-то и способствовали увеличению дохода от сегмента EMEA. А вот в США предпочитали покупать лук и картофель, но поскольку от овощного подразделения компания постепенно избавляется, его результаты не учитываются в общем итоге, а идут отдельной строкой «прекращённая деятельность». Прогноз по EBITDA в размере \$350 млн сохранён уже в который раз, но негативным аспектом стала возросшая вероятность перебоев с урожаем во IIП.'23 г. и в 2024 г. в ключевых районах выращивания продукции, т.е. в Центральной и Южной Америке, из-за эффекта Эль-Ниньо и его влияния на климат. *Мы вполне удовлетворены отчётом компании, и не считаем, что климатические (к тому же, всё ещё недоказанные) эффекты могут существенно повлиять на деятельность. С другой стороны, просто так менеджмент бы это не стал упоминать, он же себе не враг, поэтому повышаем целевую цену, но куда более медленными темпами: теперь в краткосрочном периоде ждём котировки на \$13,8-13,9, в среднесрочном – превышение \$15.*

Tapestry – за чей счёт будет банкет?

Инвесторы не воодушевились, когда Tapestry объявил о покупке Carpi, потому что было непонятно, откуда возьмутся \$8,5 млрд на сделку, а с публикацией отчёта вопрос встал ещё более остро. Выручка просела на 0,3% г/г, хотя чистая прибыль выросла на 19% г/г благодаря предпринятым мерам по сокращению расходов. Основные бренды не сказать, что хорошо провели квартал: доходы от Coach выросли на 3% г/г, в то время как от Kate Spade упали на 10% г/г, а от Stuart Weitzman – на 13% г/г. Не сказать, что такое положение дел удивило: люди меняют свои привычки в еде, когда речь заходит о высоких ценах, так неужели при небольшой инфляции найдутся те, кто будет покупать сумки вместо продуктов? Маловероятно. Вот спрос и пострадал. Годовой прогноз показывает нацеленность менеджмента на быстрое восстановление спроса, но мы в этом не уверены, поэтому считаем коридор \$4,10-4,15 по EPS и уровень в \$6,9 млрд по выручке завышенными, особенно с учётом будущих трат на сделку. Кстати, о сделке: время для создания дома моды выбрано не самое удачное, это можно сказать с полной уверенностью. Пока Target и Walmart жалуются на слабый спрос даже на ряд товаров первой необходимости, Tapestry на пару с Carpi размышляет о том, сколько покупателей придут закупаться на объединённое предприятие. Такими темпами не то, что мало – такими темпами дом моды даже не создадут, потому что

источников финансирования не видно по крайней мере, пока. *Бумага вполне может переписать минимумы прошлого сентября \$26, хотя уровень поддержки в \$30 достаточно силен. Не будем торопиться, и на конец текущего квартала обозначим уровень \$31,9-32,3 с перспективой дальнейшего снижения.*

Walmart – да начнутся голодные игры за покупателей!

В отличие от своего конкурента Target Walmart пошёл по пути скидок, и доказал, что такой подход тоже работает: на товары по сниженным ценам прибежали покупатели и всё купили, а те, кому не хватило продукции в Walmart, те пошли в Target – и все довольны. В частности, Walmart может похвастаться ростом совокупной выручки на 6% г/г, дохода Walmart U.S. – на 5% г/г, Walmart International – на 13% г/г. Выручка оптовой сети Sam's Club U.S. получила на 0,3% меньше в годовом сопоставлении, но поскольку её доля невелика (около 13%), на общих результатах это мало отразилось. В текущем квартале руководство ждёт роста выручки на 3,0% г/г, EPS – в диапазоне \$1,45-1,50, а за весь год – рост выручки на 4,0-4,5% г/г, EPS – \$6,36-6,460, CAPEX – на уровне прошлого года или чуть выше. Менеджмент по-прежнему считает, что продукты питания – это основная специализация Walmart, хотя и не может не отметить уверенных продаж по категории «общих товаров» во II кв.'23 г. Битва титанов начинается: после понижения прогноза по годовой выручке от Target, Walmart показательно повысил свой прогноз. Дальше – борьба скидок, лояльностей и фарта. Пока однозначно сказать, кто выиграет, мы не можем, но ставку всё же сделаем на Walmart, который не боится рискнуть частью дохода, снизив цены. *Бумага чётко выполнила наши цели и упёрлась в уровень сопротивления \$160. Даже если на отчёте уйдём выше, закрепиться там с первой попытки будет сложно, тем более текущие котировки – исторический максимум. Поэтому с большой долей вероятности до конца квартала бумаги будут колебаться в диапазоне \$159-161.*

Applied Materials – что такое санкции?

Несмотря на просадку выручки на 1% г/г, отчёт компании можно отнести скорее к позитивным, во многом благодаря заявлениям менеджмента о включении в гонку искусственного интеллекта. Она же, по их словам, позволит покрыть убытки от других подразделений, которые страдают от недостаточного спроса. Так, в отчётном периоде выручка от полупроводниковых систем просела на 1% г/г, от продажи дисплеев и от продаж на смежных рынках – на 29% г/г, а вот от прикладных глобальных услуг, напротив, выросла на 3% г/г. Сейчас на долю выручки от ИИ приходится лишь 5% совокупного показателя, от интернета вещей – 15%, но руководство намерено последовательно повышать эти доли, поскольку именно на них делается ставка в кратко- и среднесрочном периоде. Помимо этого, неизменным остаётся прогноз на конец текущего десятилетия, согласно которому оборот рынка полупроводниковых компонентов вырастет до \$1 трлн. На будущий квартал прогнозы также оптимистичные: выручка – \$6,51 млрд ± \$400 млн, EPS – \$1,82-2,18. Интересно, что санкции США против Китая сначала сократили выручку AMAT, но потом азиатские клиенты переключились на закупки того оборудования, которое не попало под экспортные ограничения, поэтому на данный момент можно смело говорить, что текущие санкции компанию сильно не затронули. *Нашу цель бумаги превысили в середине прошлого квартала, поэтому теперь мы ждём установки новых исторических максимумов над \$157.*

Deere&Company – тракторы поехали вниз с горы

Спрос на технику со стороны фермеров остаётся сильным, даже несмотря на резкое падение цен на плодovou продукцию. Комбайны, тракторы и прочая техника быстро изнашивается, поэтому неудивительно, что менять её приходится если не каждый год, то каждый второй точно. В отчётном периоде Deere&Co увеличила выручку на 12% г/г, чистую прибыль – на 58% г/г, а позитивную динамику дохода показали все сегменты без исключения. Так, выручка сегмента «Сельскохозяйственная техника» прибавила 12% г/г, сегмента «Мелкое сельское хозяйство» – 3%

г/г, сегмента «Лесная и строительная техника» – 14% г/г, финансового сегмента – 36% г/г. Темпы роста существенно замедлились по сравнению с предыдущим кварталом, и это заставило инвесторов занервничать: если уж при рекордных объёмах спроса темпы роста доходов замедляются, что будет, когда рынок начнёт охлаждаться? Конечно, эффект высокой базы исключать полностью нельзя, но долгое время котировки компании росли именно на высоких темпах; сможет ли она найти новый драйвер – пока не ясно. Но им точно не станут сладкие речи менеджмента, заявляющие об улучшении прогноза. Теперь EPS прогнозируется в диапазоне \$9,75-10,00, а высокий объём предварительных заказов помогут достичь этого диапазона. *Судя по всему, сектор уже прошёл свой пик, и в грядущем квартале не удивимся ограничению уровня повышения цен на машины от Deere&Co вслед за конкурентом CNH Industrial из-за снижения доходов фермеров. На конец квартала аккуратно указываем диапазон \$420-425 в качестве целевого.*

Estee Lauder – подбитая, зато покрашенная

Спроса в Азии нет, спрос в США ослабевает, тучи над Estee Lauder сгущаются ещё сильнее. В своё время менеджмент сделал ставку на Азиатско-Тихоокеанский Регион, на который сейчас приходится около 30% всего дохода, и пока эта ставка себя совсем не оправдала. Потребителям из Китая сейчас не до туши и духов: вторая по величине экономика мира изо всех сил пытается оживить спрос и борется с растущим уровнем безработицы среди молодежи и высокой стоимостью жизни. Выручка компании выросла лишь на 1% г/г, чистый убыток в размере \$32 млн сменил прошлогоднюю чистую прибыль в размере \$52 млн. Удивительно, но их продуктовых сегментов доход просел лишь по сегменту ухода за кожей (-5% г/г), вот только на него приходится 53% совокупного дохода. Средства для макияжа принесли выручки на 12% больше г/г, парфюм – 5% г/г, уходовые средства для волос – также на 5% г/г. Менеджмент не очень оптимистичен относительно будущего компании, и мы понимаем почему: EPS ожидается в коридоре \$3,50-3,75, темп роста выручки – 5-7% годовых. Оба показателя существенно ниже консенсус-прогноза рынка. *Лежачего не бьют, но в случае с EL ничего не остаётся, кроме как понизить целевую цену ещё сильнее. На конец квартала прогнозируем диапазон \$140-143, и к сожалению для компании, это её новая реальность.*

Palo Alto Networks – дорог отчёт к обеду

Лидер, он и есть лидер. Поставщик услуг сетевой и облачной безопасности Palo Alto Networks представил уверенный отчёт с ростом выручки на 26% г/г, общих заказов – на 18% г/г, доходов облачного сегмента – на 56% г/г, что свидетельствует о сохранении устойчивого спроса со стороны клиентов. Отметим, что публикация таких результатов произошла очень вовремя: инвесторы убежали из бумаг Fortinet и Check Point после того, как их руководство предупредило о замедлении темпов роста бизнеса. PANW подобным не отличился, поэтому получил большую часть инвесторов из этих бумаг. Помог результатам отчасти и искусственный интеллект за счёт повышения эффективности текущих процессов, снижения времени на обучение клиентов при помощи решений с интегрированным ИИ и за счёт повышения внутренней эффективности процессов и операций. Прогноз на 2024 г. был улучшен: выручка – в диапазоне \$8,15-8,20 млрд, рост EPS – 19-22% г/г, маржа свободного денежного потока – 37-38%. На горизонте 3 лет, до 2026 г., CAGR выручки – 17-19%, EPS – 20%. *Бумаги уверенно вылетели из боковика на хорошем отчёте, и мы повышаем целевую цену до исторического максимума на уровне \$255 с перспективой подъёма над \$260.*

Zoom Video – мелочь не интересует

После каждого отчёта Zoom обещает избавиться от репутации компании, занимающейся исключительно приложениями для видео-звонков, и каждый раз именно этот сегмент позволяет компании удержаться на плаву. Может быть, прекратить эти попытки сбегания от непонятно чего и наслаждаться полученным в пандемию статусом? Zoom уже стало именем нарицательным, и «созвониться по зуму» – это уже синоним устроить видео-конференцию. Менеджмент это понял в

отчётном периоде, когда инвестировал в стартап AI Anthropic и приобрёл инструмент для общения на рабочем месте Workvivo. Локомотивом роста по-прежнему становятся крупные компании, в том числе и Microsoft, поэтому основная задача сейчас – сохранить старых клиентов и в идеале привлечь новых, причём крупных, потому что продажи малому бизнесу снизились на 4% г/г. Это неудивительно, на рынке после пандемии появилось множество мелких компаний, которые где-то дешевле Zoom, где-то функциональнее. Поэтому самому Zoom ничего не остаётся, кроме как искать крупных клиентов. В отчётном периоде количество клиентов-юридических лиц составляло порядка 218,1 тыс. (+7% г/г), а число пользователей, приносящих доход более \$100 тыс., – на 18% г/г, до 3,7 тыс. Менеджмент ожидает получить выручку по итогам года в размере \$4,485-4,495 млрд, EPS – \$4,63-4,67. *Полностью сохраняем обозначенные ранее цели в \$80 на краткосрочный период и \$84-85 – на среднесрочный.*

Lowe's – ремонт продолжается!

До масштабных ремонтов клиенты Lowe's пока не доросли, а вот потратиться на мелкие работы всегда готовы, поэтому дела у компании не так плохи, как прогнозировал сам менеджмент. Выручка просела лишь на 9% г/г и превзошла внутренние оценки как раз за счёт мелких работ, технического обслуживания и отложенных весенних продаж. В последнем случае начало года выдалось настолько холодным, что закупки безделушек для сада и огорода покупатели перенесли как раз на II кв.'23 г. Благоприятным для магазина товаров для дома является и фактор нормализации рынка жилья, который начинает демонстрировать первые признаки нормализации. Так, продажи новых домов подскочили на 12,2%, что стало полуторагодовым максимумом. Конечно, не исключено, что те, у кого есть деньги на покупку недвижимости по текущим ценам, могут без проблем её обставить в магазинах уровнем выше Lowe's, но их ассортимент не безграничен, да и продукция ритейлера не сказать, что плохого качества. Поэтому менеджмент сохраняет прогноз годового дохода и ждёт выручку в размере \$87-89 млрд, падение сопоставимых продаж на 2-4% г/г, EPS – на уровне \$13,2-13,6, CAPEX – около \$2 млрд. *Ставка на понижение целевой цены сработала, и пережив кризисные моменты, котировки Lowe's могут начать постепенно подниматься в гору. На горизонте квартала ожидаем бумаги на \$230-233.*

Medtronic – для кого отчитывается?

Компания демонстрирует очень уверенные финансовые результаты, которые никак не могут вылиться в рост котировок. И от последствий коронавируса избавилась, и добилась параллельного развития всех сегментов, а инвесторам всё равно всё не так. Из хорошего – Medtronic наращивает выручку, причём постепенно, от квартала к кварталу, без резких колебаний, которые можно было бы списать на разовые случаи. Во II кв.'23 г. совокупный доход вырос на 4% г/г, доход от сердечно-сосудистого сегмента – на 5% г/г, от неврологического – также на 5% г/г, от хирургического – на 6% г/г, и лишь от диабетического просел на 9% г/г. Препараты компании один за другим получают одобрения регуляторов – не далее как в прошлую пятницу FDA одобрило совместную разработку Medtronic и японской Otsuka, которую планируется использовать для поддержания кровяного давления во время операций. Даже прогноз на год повышен до \$5,08-5,16 по EPS и до 4,5% по органическим темпам роста выручки. *Как реагируют инвесторы? Примерно никак, в моменте лишь +0,8%, хотя отчитайся так кто-то более ликвидный, котировки бы взмыли вверх. Единственное, чем можно объяснить подобную динамику, так это неверием инвесторов в то, что предпринимаемые меры по сокращению расходов не приведут к просадке выручки. Интересно, сколько ещё кварталов Medtronic должен хорошо отчитываться, чтобы инвесторы, наконец, поверили в то, что компания не будет вставлять палки себе же в колёса. Трижды котировки штормовали \$90, и судя по такой вялой реакции инвесторов, столько же раз повторят этот поход. Но мы нацелены увидеть бумагу в диапазоне \$90,4-90,8 уже к концу года.*

DICK'S Sporting Goods – борьба проиграна всухую

Когда объёмы продаж падают, а объёмы краж растут, говорить об успешном квартале не приходится. Вот и в случае со спортивным ритейлером случилась точно такая же ситуация – запасы резко поредели, но не из-за того, что большинство американцев решили вести здоровый образ жизни, а из-за краж, причём как со стороны клиентов, так и со стороны сотрудников. По итогам II кв.'23 г. магазин не досчитался внушительной суммы: выручка упала на 4% г/г, чистая прибыль – на 24% г/г, хотя сопоставимые продажи прибавили 2% г/г. На всё это наложились последствия коронавируса и падение спроса на спортивные товары: сейчас люди предпочитают вернуться к занятиям в зале, чем купить гантели, которые мало того, что будут место дома занимать, так и, возможно, вообще не будут распакованы. Менеджмент понижает годовой прогноз до \$11,50-12,30 по EPS, хотя сопоставимый рост продаж оставляет на прежних уровнях 0-2%. *После двух восхитительных отчётов предыдущих кварталов этот – как ушат холодной воды для инвесторов. Падения финансовых результатов ожидали, но не в таких масштабах. Только бумага достигла наших целей и собралась взлететь выше, как её подбили. Откровенно говоря, слабый отчёт бы в любом случае появился хотя бы из-за эффекта высокой базы, но тут на компанию свалилось всё, и под гнётом «всего» котировки обвалились. К концу квартала ожидаем их не выше \$120.*

Macy's – старые коллекции вернули к старым котировкам

Сеть розничной торговли вроде и отчиталась неплохо, и ожидания превысила, но этого не то что не хватило, котировки обвалились так, будто она представила худший отчёт за последние несколько лет. Ждать от розничных сетей сильных результатов в текущих условиях опрометчиво, особенно когда ты не Target и не Walmart. Ну, не покупают люди сейчас обувь, сумки и одежду в таком количестве, как до пандемии или когда инфляция была существенно ниже, а запасы надо сокращать, потому что старые коллекции никто носить не хочет. Вот Macy's и делает большие скидки, особенно когда дело касается сезонных товаров. Если босоножки не продать летом, зимой их можно использовать в качестве инвентаря или предмета украшения в магазине, перед этим, разумеется, списав их в утиль. Продажи бренда Macy's опустились на 9% г/г, Bloomingdale's – на 3% г/г, а вот Bluemercury, напротив, выросли на 6% г/г, ведь красивыми хотят быть все, пусть и в прошлогодней одежде. Менеджмент не скрывает, что от этого года уже ничего не ждёт: ни изменения потребительского поведения, ни резкого роста доходов, ни внезапного возвращения к импульсивным покупкам. Прогноз на 2023 г. подтверждён в размере \$22,8-23,2 млрд по выручке и \$2,70-3,20 по EPS. *До минимумов 2020 г. пока далеко, но вот годовые уже переписаны. В краткосрочном периоде ждём котировки на уровне \$13,4-13,6, а дальше – вопрос наличия спроса и умения самой Macy's противостоять конкурентам. Тем более на подходе дом моды от Tapestry и Capri...*

Kohl's – немногословность как двигатель котировок

Меньше скажешь – меньше поводов для придирки! Так решил менеджмент Kohl's, и по итогам отчёта вообще практически ничего не сказал, поэтому заключения о финансовом состоянии ритейлера пришлось делать исключительно по отчётности. Во II кв.'23 г. выручка снизилась на 5% г/г, на столько же – сопоставимые продажи, запасы – на 14% г/г. Сеть парфюмерно-косметических магазинов Sephora позволила избежать совсем уж провальных результатов: покупатели «клевали» на недорогую косметику, поэтому формат «магазин в магазине» себя оправдал, и посетители Kohl's могли закупиться всем необходимым, не выходя из основного магазина. Сейчас заведений такого формата свыше 200, и менеджмент нацелен на дальнейшее развитие. Годовой прогноз оставлен без изменений: падение выручки на 2-4% г/г, EPS – в диапазоне \$2,10-2,70, CAPEX - \$600-650 млн. На этом отчёт закончился, оставив двоякое впечатление. Но судя по реакции рынка, инвесторы оценили неразговорчивость руководства и решили, что раз ни о чём дополнительно не говорится, значит, негативных аспектов нет. К сожалению, так не работает, и менеджмент мог хотя бы минимально рассказать о своём видении ситуации на основном рынке сбыта. Что это за отчёт

ритейлера такой, в котором слово «инфляция» ни разу не упоминается? *Мы аккуратно оцениваем перспективы Kohl's, памятуя о конъюнктуре основного рынка присутствия, поэтому целевую цену поднимаем до \$25,2-25,6, что существенно ниже текущих значений.*

Foot Locker – инвесторы побежали без оглядки

Ритейлер спортивной одежды и обуви даже пытаться не стал, а просто перечеркнул все шансы на восстановление после кошмарного отчёта. То, что у «спортивных акций» дела идут не очень хорошо, было понятно по отчётам аналогов, но что ситуация настолько плачевная, подумать не мог никто. Совокупная выручка просела на 10% г/г, сопоставимые продажи – на 9% г/г, а чистая прибыль сменилась чистым убытком. Конечно, конъюнктура не очень благоволит компании, потому что потребители переключились на более дешёвые аналоги, но всё валить исключительно на неё тоже нельзя. Так, 60% выручки компании давала продукция Nike, которая не самая дешёвая, мягко говоря, а на одних ценителях кроссовок доход не сделаешь. Поэтому менеджмент решил вложиться в себя, а не в инвесторов, и приостановил дивидендные выплаты, чтобы воплотить в жизнь долгосрочные финансовые цели. Хотя, глядя на отчётность Foot Locker, возникает мысль, что дивиденды отменили, чтобы банально не обанкротиться. Прогноз на год, разумеется, понижен: темп роста выручки снизится на 8-9% г/г, сопоставимые продажи – на 9-10% г/г, EPS в лучшем случае окажется в диапазоне \$1,30-1,50, валовая маржа – в диапазоне 27,8-28,0%. Какие уж тут дивиденды... Из позитива – бумаги можно будет подобрать на приятных уровнях через неделю-полторы, когда инвесторы полностью «отыграют» ворох негатива. *Одним отчётом – на 13 лет назад, на минимумы 2010 года, и пока непонятно, что может помочь компании. Здравой стратегии менеджмент не предоставил, так что падать бумагам до появления хоть какой-нибудь ясности. В моменте -32% на торгах, и после таких потрясений быстро не восстанавливаются. Откупать бумаги можно на \$14,7-15,0, но выше \$18 им забраться к концу квартала точно не удастся.*

Peloton – всё, что было в пандемию, ушло вместе с пандемией

Производитель спортивного оборудования всеми силами пытался сохранить пандемийный спрос на свои тренажёры, но этого сделать не удалось. Как и не удалось сохранить клиентов. Как и подписки на свои спортивные программы. Как и производство велодорожек. В общем, последние 2 года ситуация в компании складывается не лучшим образом, и просвета пока не видно. Те средства, которые в пандемию люди тратили на велотренажёры, сейчас направляются на другие цели: отдых, покупку предметов первой необходимости, спортзалы. В итоге, совокупная выручка просела на 5% г/г, количество пользователей фитнес-платформами – также на 5% г/г, доход от онлайн-продукции (курсы, занятия с тренером и пр.) – сразу на 25% г/г. Доход от подписки смог прибавить 10% г/г во многом за счёт увеличения тарифов. Менеджмент ожидает сокращение базы подписчиков, что окажет дополнительное давление на финансовые показатели. Генеральный директор попытался успокоить инвесторов, напомнив, что компания ведёт сезонный бизнес, но всё было бы хорошо, если бы объективная реальность не шла вразрез его словам. Бизнес компании вряд ли можно отнести к сезонным: вот уже более 8 сезонов с начала 2021 г. она никак не может добиться улучшения своих результатов, и вряд ли добьётся, только если новый штамм COVID-19 не пересажает всех снова на удалёнку. Прогноз на текущий квартал предполагает выручку в коридоре \$630-640 млн, абонентскую базу – в размере 2,95-2,96 млн человек. *Даже не верится, что в декабре 2020 г. бумаги стоили выше \$162. Но что было в том декабре, останется в том декабре, сейчас жизнь совсем иная: без коронавируса, без тех обещаний инвесторам и не только, без тех забот. Сможет ли Peloton приспособиться к новой жизни? Если наконец отпустит ту ситуацию и перестанет в голубых мечтах видеть темпы роста 2020 г., то вполне. Пока же менеджмент не то не готов встретиться с новой реальностью, не то не обладает достаточными ресурсами. После отчёта котировки упадут где-то на 30%, установят новые исторические минимумы, и выше боковика \$7,20-8,10 мы их не ожидаем увидеть.*

NVIDIA – котировки на ускорителях

Все ожидали, что её отчёт станет красивой точкой этого сезона для технологических компаний, так и получилось. В предыдущие пару дней одни смельчаки скупали бумаги NVIDIA в надежде на уверенные результаты, другие, напротив, избавлялись от них, думая, что куда уж лучше. А лучше было куда, ещё как! Выручка во II кв.'23 г. взлетела на 101% г/г, чистая прибыль – на 843% г/г. Стоит ли говорить о том, что все основные сегменты без исключения продемонстрировали рост доходов: сегмент дата-центров – на 171% г/г, игровой – на 22% г/г, автомобильный – на 15% г/г. Рекордная выручка в сегменте центров обработки данных была обеспечена высоким спросом на NVIDIA HGX (ускорители Hopper и Ampere), поскольку именно они используются при разработке систем генеративного искусственного интеллекта. Появление на рынке нового поколения Hopper привело к росту выручки от реализации исключительно ускорителей на 195% г/г. Благодаря таким успехам, рентабельность компании взлетела на 25,3 п.п. г/г, до 71,2%, и судя по прогнозам, останавливаться никто не собирается. В III кв.'23 г. NVIDIA ждёт выручку в диапазоне \$15,68-16,32 млрд, норму прибыли – 71,5-72,5%. Интересен был комментарий менеджмента о запрете экспорта технологической продукции в Китай: в краткосрочном периоде на компанию это никак не повлияет, потому что спрос на других рынках силён, а вот в долгосрочном – лишит всю американскую промышленность возможности лидировать и конкурировать на одном из крупнейших рынков мира. Темпы роста поражают воображение, а ведь это не стартап, для которого такие цифры – обыденность, это компания, листингованная на бирже с 1999 года. *Пока искусственный интеллект не выйдет из моды, NVIDIA будет показывать такие результаты. Как менеджмент потом будет бороться с «эффектом высокой базы» – вопрос второстепенный, о котором совсем не хочется думать после такого отчёта. Сильные результаты подняли котировки NVIDIA на небывалый уровень в \$500, и к концу квартала мы ожидаем увидеть бумаги где-то около \$520-522. Такой отчёт заслуживает того, чтобы быть единственным в нашей подборке сегодня.*

Gap – может, ещё одну реструктуризацию?

Последствия эффекта реструктуризации оказались не такими уж и долгоиграющими, их хватило всего на квартал, а вот меры по снижению затрат все ещё помогают компании не свалиться в пропасть на просевшем потребительском спросе. Так, совокупная выручка упала на 8% г/г, выручка от бренда Gap – на 14% г/г, от Banana Republic – на 11% г/г, от Athleta – на 1% г/г, от Old Navy – на 6% г/г. Снижение доходов, помимо объективных причин, объясняется закрытием бизнеса Gap в Китае, прекращением продаж мерча K.Уэста Yeezy Gap и потерей рыночной доли в пользу таких конкурентов, как Shein, Amazon и TJ Maxx (одни предлагают более выгодные условия доставки, другие – скидки, третьи – правила возврата, так что соперничать сложно). Прогнозы отражают неоднозначность ситуации: в III кв.'23 г. ожидается просадка выручки на 11-13% г/г, по итогам всего 2023 г. – на 4-6% г/г. Ритейлер продолжает экономить на всём, на чём только можно, поэтому в скором времени закроет ряд магазинов Gap и Banana Republic и сократит ещё 2000 работников. Главное, чтобы вообще было, кому работать, хотя, принимая во внимание скорость потери Gap своей доли рынка, не удивимся, что хватит и 100 работников. *Цели, установленные в конце I кв.'23 г., выполнены, но взгляд на бумагу скорее негативный, поэтому следующий прогнозный диапазон – \$9,20-9,25.*

Ulta Beauty – красуется на фоне остальных

Красивыми хочется быть всегда, особенно когда выезжаешь на отдых, идешь в ресторан или просто гуляешь, поэтому финансовые результаты Ulta Beauty в который раз поражают инвесторов не столько своей силой, сколько нарушением общего тренда. Пока производители одежды, обуви, аксессуаров, косметических препаратов страдают от падения спроса, Ulta хвастается, что продажи её продукции не проседают, даже наоборот. И это даже с учётом повышения цен на основные

категории товаров. Такая своего рода Pepsi среди ритейлеров: лояльных клиентов много, и их не пугают новые ценовые пики на уходовые предметы для кожи и волос. Посещаемость магазинов компании росла каждый месяц отчётного периода, вот кто таким ещё может похвастать? Совокупная выручка выросла на 10% г/г, сопоставимые продажи – на 8% г/г, новых магазинов было правда открыто лишь 3 (по сравнению с 7 годом ранее), но Ulta поддерживала уверенные темпы роста продаж в старых, так что тут можно сделать скидку. По итогам 2023 г. выручка ожидается в размере \$11,05-11,15 млрд. Это в коронавирус все ходили в растянутых вещах по дому и особо за собой не следили, теперь времена другие, и Ulta выжимает из этого максимум. *Мы сохраняем прежнюю целевую цену и на среднесрочном отрезке ожидаем бумаги на уровнях \$495-500.*

Не является инвестиционной рекомендацией