

# Итоговый инвестиционный обзор за 2018 год



21 декабря 2018

Американский рынок

## Who is Mr. Volatility?\*

Россия: В рамках прогноза

Биржевая Украина: Гривна в лидерах среди валют ЕМ

Биржевой Казахстан: Рост сдержал неоднозначный внешний фон

Инвестидеи, самые важные новости

\*Кто такой мистер Волатильность?

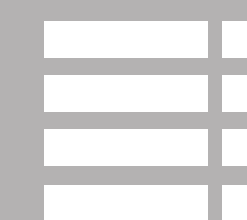




# Содержание:

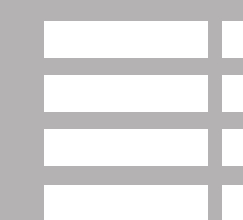
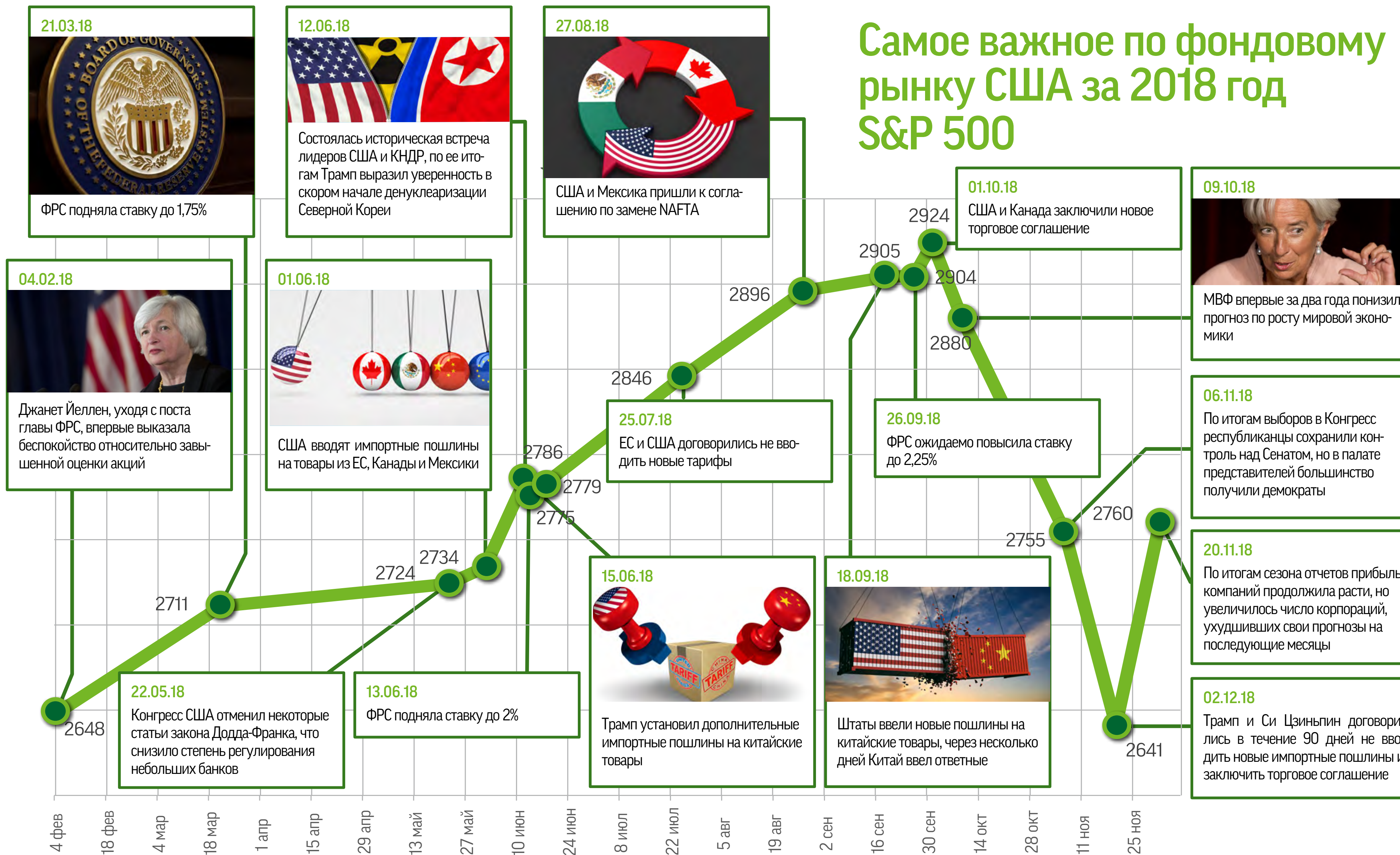
<b>ИНФОГРАФИКА.</b> Главные события биржевой Америки за год.....	3
<b>Фондовый рынок США.</b> Итоги 2018 года Скучно не было .....	4
<b>Экономический и кредитный циклы в США.</b> Предпочитайте компании с низким уровнем долга .....	6-8
<b>Опережающие индикаторы не демонстрируют замедления.</b> Экономика США по-прежнему в фазе роста .....	9-10
<b>Фондовый рынок США. Прогноз на 2019.</b> Высокая волатильность, но рост сохранится .....	11-12
<b>Фондовый рынок США.</b> Сектора в 2019 году .....	13-14
<b>ИНФОГРАФИКА.</b> Основные события на российском фондовом рынке в 2018 году .....	15
<b>Российский рынок.</b> Итоги 2018 года .....	16-17
<b>ИНФОГРАФИКА.</b> Биржевая Украина в 2018 году .....	18
<b>Украинский рынок.</b> Итоги года .....	19
<b>Украинский рынок.</b> Основные тренды .....	20
<b>ИНФОГРАФИКА. Казахстанский фондовый рынок.</b> Важные новости за 2018 год на одной странице .....	21
<b>Казахстан. Итоги 2018 года.</b> Рост сдержал неоднозначный внешний фон .....	22
<b>Казахстан.</b> Ожидания от KASE в 2019 году. Разворот вверх, дивиденды и новые IPO .....	23
<b>Итоги рынка IPO-2018.</b> Декабрьское затишье после активного года .....	24
<b>Прогноз на 2019 год.</b> Самые долгожданные размещения .....	25-26
<b>ДУ портфель 2018</b> с прогнозом на 2019 .....	27
<b>Инвестиционные идеи на 2019 год</b> для американского рынка .....	28-33
<b>Контакты</b> .....	34

Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Самое важное по фондовому рынку США за 2018 год S&P 500

Итоговый инвестиционный за 2018 год 21 декабря [www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Фондовый рынок США. Итоги 2018 года

## Скучно не было

**2018-й можно назвать годом возросшей волатильности из-за геополитических рисков и торговых войн, продолжающегося ужесточения монетарной политики ФРС и рекордных благодаря налоговой реформе показателей прибыли компаний.**

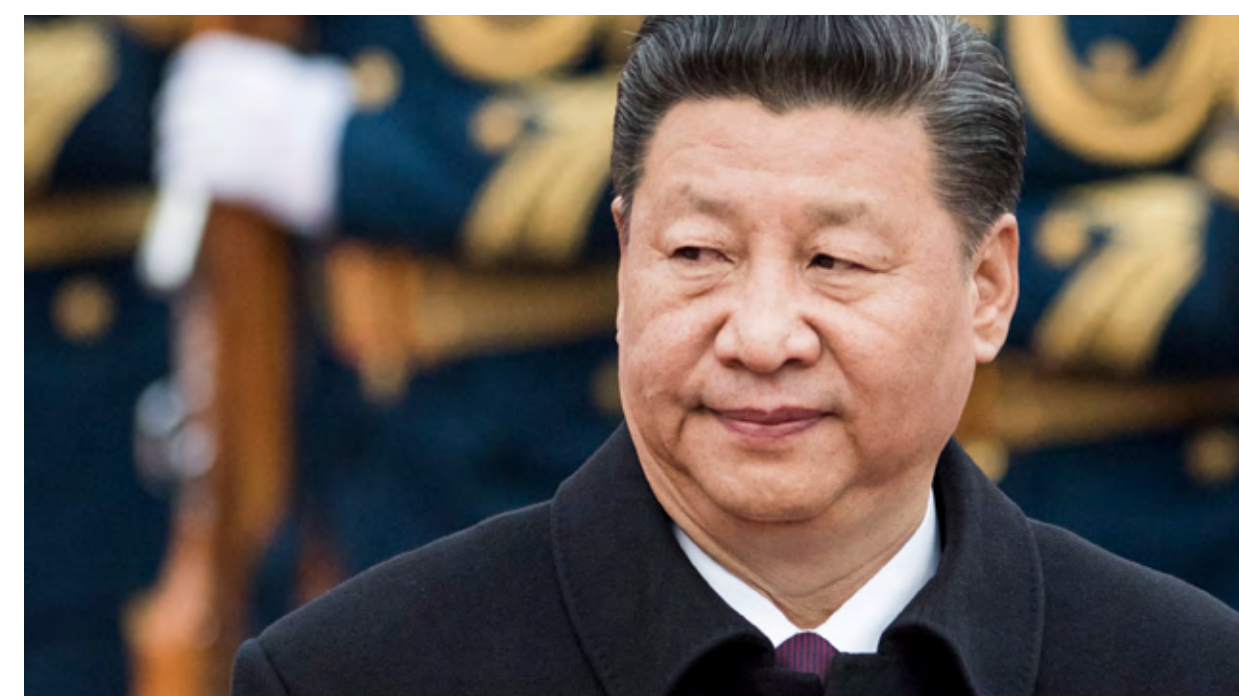
Год начался с бурного роста, в январе превысившего 7% на ожиданиях увеличения корпоративных прибылей после налоговой реформы. Наибольшее внимание инвесторов привлекали Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google. Однако рынок скорректировался на 11% при старте сезона отчетов. Уже 5 февраля индекс Dow Jones пережил самое большое падение в истории, составившее 4,6%. Резкий обвал был обусловлен завышенными оценками акций, о которых позднее говорила и бывший председатель ФРС Джанет Йеллен. Масштабная коррекция вниз привела к резкому скачку волатильности, которая до этого долго находилась на минимальных исторических значениях. Интенсивный



рост индекса волатильности VIX привел к определенному слову тенденции относительно спокойного 2017 года и отказу от стратегии по продаже волатильности, к которой прибегали многие инвесторы. Рост индекса с 10 до 50 пунктов в январе ознаменовался банкротством некоторых ETF, которые предоставляли инвесторам возможность шортить VIX с «плечом». В частности, Credit Suisse ликвидировала ETN XIV. Заявления нового главы ФРС Джерома Пауэлла о благополучном состоянии экономики были восприняты участниками рынка как сигнал к активизации повышения процентных ставок.

К ожиданию жесткой денежно-кредитной политики добавились риски торговых войн. 9 марта президент США Дональд Трамп ввел импортные пошлины на сталь и алюминий для всех стран за исключением Канады и Мексики. Тем временем ФРС 21 марта впервые в 2018-м повысила ставку – до 1,75%. В начале апреля США и КНР обменялись угрозами взаимно применить ввозные тарифы на товары общей стоимостью \$50 млрд. США собирались обложить ввозными пошлинами преимущественно продукцию высокотехнологичного сектора для защиты интеллектуальной собственности. Китай намеревался установить импортные тарифы на американские сельскохозяйственные товары в целях политического давления на электорат Трампа. Рынок на этом фоне вновь тестировал февральские минимумы.

Однако ниже технически важных уровней коррекция не продвинулась. Несмотря на продолжение эскалации внешнеторгового конфликта в виде атак на китайские ZTE и Huawei, а также угрозы увеличения объема товаров, на которые будут наложены пошлины, рынок начал восста-



навливаться. Его участники расценили взаимные угрозы Пекина и Вашингтона как тактические шаги для выстраивания позиций в переговорах. Новых практических негативных для биржи шагов стороны не предпринимали, поэтому позитивная динамика сохранялась. Положительный импульс в мае рынку придало смягчение банковского надзора, что снизило степень регулирования небольших финансово-кредитных организаций и способствовало повышению их акций.

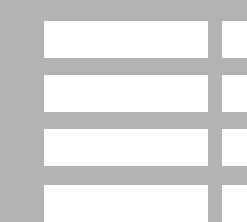
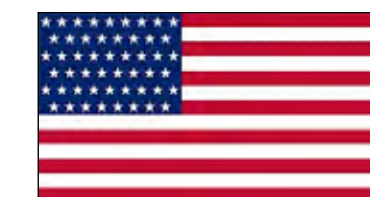
12 июня состоялась историческая встреча между лидерами США и КНДР. По ее итогам Трамп выразил уверенность в скором начале денуклеаризации Северной Кореи. К тому же прошли продуктивные переговоры чиновников США и Китая по взаимной торговле. Эти факторы перевесили негатив от введения Трампом импортных пошлин на товары из ЕС, Канады и Мексики и обеспечили положительную динамику на фондовых площадках. 13 июня ФРС подняла ставку до 2%.

15 июня тарифы на китайский импорт на общую сумму \$50 млрд вступили в силу. Китай ответил на этот шаг сим-

**Игорь Ключнев,**  
заместитель генерального директора  
ИК «Фридом Финанс»



**Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год**  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Фондовый рынок США. Итоги 2018 года

## Скучно не было

метричными мерами. Участники рынка решили, что стороны ограничатся подобными мерами и проигнорировали новые угрозы о введении пошлин на товары объемом \$200 млрд, а затем и \$500 млрд. Инвесторы обращали внимание только на позитивные сигналы вроде договоренностей ЕС и США отказаться от ввозных пошлин, а также смягчение условий для ZTE. 20 июля президент Трамп в своем Twitter впервые раскритиковал курс ФРС на ужесточение монетарной политики. В августе на фоне сильного сезона отчетности за второй квартал S&P500 достиг исторического максимума. Широкий рынок проигнорировал слабый отчет Facebook, который стал жертвой многочисленных скандалов по поводу утечки данных и вмешательства в выборы. На этом фоне на торгах 26 июля соцсеть лишилась почти \$120 млрд своей капитализации. 2 августа Apple стала первой в мире публичной компанией, стоящей \$1 трлн. Подписание Мексикой и США нового соглашения взамен NAFTA 27 августа лишь укрепило позиции «быков». 4 сентября рубль пересекла стоимость компании Amazon.

Решение США о введении с 24 сентября 10%-х тарифов на



\$200 млрд китайского импорта рынок встречает в состоянии эйфории, вблизи заветной отметки в 3000 пунктов по индексу S&P500. Китай принимает ответные меры, введя пошлины на \$60 млрд американских товаров. Нефть марки Brent тем временем обновляет четырехлетние максимумы, поднимаясь выше \$80 за баррель.

Новый виток коррекции случился в октябре после ожидаемого повышения ставки ФРС до 2% на заседании 27 сентября. Эта встреча FOMC сопровождалась беспрецедентной критикой действий регулятора президентом США. Сезон отчетов за третий квартал разочаровал. Темп роста выручки замедлился, риски уменьшения маржинальности усилились, прогнозы ряда компаний ухудшились. Это было связано с неопределенностью по поводу продолжения роста американской экономики. Торговые войны, исчерпанность эффекта налоговой реформы и ужесточение монетарной политики негативно отразились на фондовом рынке. Заключенное между США и Канадой новое торговое соглашение 1 октября не смогло обеспечить рынок мощным позитивным драйвером. Уже 9 октября МВФ впервые за два года понизил прогноз по росту мировой экономики.

Завершение выборов в Конгресс 6 ноября с сохранением республиканцами контроля над Сенатом и получением демократами большинства в палате представителей дало рынкам надежду на восстановление. Тем не менее риски замедления развития технологических гигантов (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) из-за высокого проникновения, а также перспектива ужесточения регулирования привели к суммарной потере их капитализациями более \$0,5 трлн с октября по декабрь.

Рынок балансировал в ожидании саммита G20 в надежде на потепление в торговых отношениях между КНР и США.

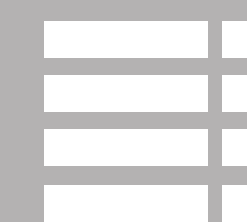


В итоге 2 декабря Трамп и Си Цзиньпин договорились в течение 90 дней не вводить новые импортные пошлины и принять новые условия взаимной торговли. Однако достижение долгосрочного соглашения осталось под вопросом, что ставит под сомнение перспективы роста мировой экономики.

Котировки Brent на этом фоне упали больше чем на 30%, с пика октября опустившись ниже \$60 за баррель. Решение о сокращении добычи странами – участницами соглашения ОПЕК+ после встречи 7 декабря не смогло всерьез развернуть цены на нефть вверх. Риски замедления глобальной экономики остаются главными для сырьевых и фондовых площадок.

Таким образом, главным страхом инвесторов остается скорое наступление рецессии в США из-за торговых войн, несмотря на сохраняющиеся сильными макропоказатели. Разрешение торговых споров и смягчение риторики ФРС может создать задел для восстановления на фондовых площадках.

Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Экономический и кредитный циклы в США

## Предпочитайте компании с низким уровнем долга

Тимур Турлов,  
глава инвестиционного  
комитета компании



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Экономический цикл в США, вероятно, приближается к своей завершающей стадии, а вместе с ним подходит к концу и кредитный цикл. Анализ состояния кредитного цикла и долговой нагрузки может помочь подготовиться к изменениям и правильно оценить ситуацию для принятия инвестиционных решений и выбора инструментов для вложений.

### Макроситуация

Текущий экономический цикл в США обещает стать самым продолжительным за всю историю наблюдений уже в следующем году. Фискальные стимулы в виде налоговой реформы 2017 года придали новый импульс движению, но эффект от них может подойти к концу в 2019-м. Ранее не использовавшийся на поздней стадии роста инструмент в виде снижения налогов ведет к продлению и без того долгого цикла.

Бизнес-циклы протекают синхронно с кредитными и по классификации Рэя Далио<sup>1</sup> имеют, как правило, шесть типичных стадий. Фаза роста состоит из четырех стадий, фаза рецессии – из двух, так как рост традиционно длится дольше. Начальная фаза характеризуется усилением спроса на ипотеку и автокредиты из-за низких ставок, что стимулирует ВВП. Инфляция остается низкой из-за медленного повышения заработных плат, а фондовый рынок восстанавливается после достижения дна. Затем следует этап, на котором эффект низкой базы исчезает, поэтому темпы роста ВВП, кредитной активности и фондового рынка замедляются. Низкие ставки сохраняются для под-

	Начало роста	Середина роста	Позднее развитие роста	Фаза ужесточения	Фаза начала рецессии	Поздняя фаза рецессии
ВВП	Высокие темпы роста (>4%)	Средние темпы роста	Средние или высокие темпы роста (3,5-4%)	Низкие или средние темпы роста	Низкие темпы роста - Падение	Падение-Начало роста
Инфляция	Низкая	Низкая	Ускорение	Ускорение	Снижение	Высокая/Низкая
Процентные ставки	Низкие	Низкие	Рост	Рост	Высокие	Снижение
Рост кредитов	Ускорение	Средние темпы роста	Высокие темпы роста	Замедление	Снижение	Низкие темпы роста
Фондовый рынок	Высокие темпы роста	Средние темпы роста	Высокие темпы роста	Замедление - Снижение	Снижение	Высокие темпы роста

Типичные фазы цикла

держания экономики, рынок труда продолжает восстановление, что не дает инфляции расти, а ФРС поднимать ставку. Далее начинается фаза ускорения, так как ресурсы используются на полную мощность, эффект периода низких ставок с лагом доходит до экономических агентов и возможно ускорение темпов роста ВВП, кредитной активности, фондового рынка и инфляции. Из-за роста инфляции ФРС начинает повышать ставки, чтобы не допустить перегрева экономики. Увеличение процентных ставок характерно для поздней стадии растущей фазы и определяется замедлением экономической активности: медленным ростом ВВП, снижением кредитной активности и падением темпов роста фондового рынка. Инфляция по инерции продолжает ускоряться. Ужесточение монетарных условий и кредитной активности приводит к замедлению эко-

номики и началу рецессии, когда ВВП, а вместе с ним и фондовый рынок снижается. Инфляция замедляется, реагируя на высокие процентные ставки. Позднее экономика ищет точки роста, так как регулятор снижает ставку для стимулирования экономической активности, что ведет к позитивной динамике фондового рынка и восстановлению кредитной активности. Инфляция может ускориться под влиянием мягкой денежно-кредитной политики или оставаться под давлением слабой экономической активности.

ВВП после достижения благодаря налоговой реформе пиковых значений во втором квартале 2018 года ждет естественное замедление роста. Инфляция находится у цели ФРС в 2%. Повышение размера оплаты труда продолжит оказывать проинфляционное давление, поэтому

<sup>1</sup> <https://www.economicprinciples.org>



# Экономический и кредитный циклы в США

## Предпочитайте компании с низким уровнем долга

мы предполагаем сохранение темпов роста инфляции в 2019 году. Ставка ФРС в ответ на инфляционные вызовы продолжит повышаться. В то же время комментарии главы регулятора о приближении ставок к нейтральному уровню позволяют предположить, что текущий цикл ужесточения монетарной политики подходит к завершающей стадии. Увеличение объема кредитования продолжится, но повышение процентной ставки уже оказывает влияние на сектор недвижимости и продажи автомобилей, где в этом году наблюдаются признаки замедления. Темпы роста фондового рынка могут оказаться ниже на фоне роста волатильности из-за усиления рисков торговых войн и исчезновения положительного эффекта от налоговой реформы.

Таким образом, текущие показатели позволяют предположить, что экономика США находится на переходе из фазы позднего развития на этап ужесточения и движется к началу рецессии.

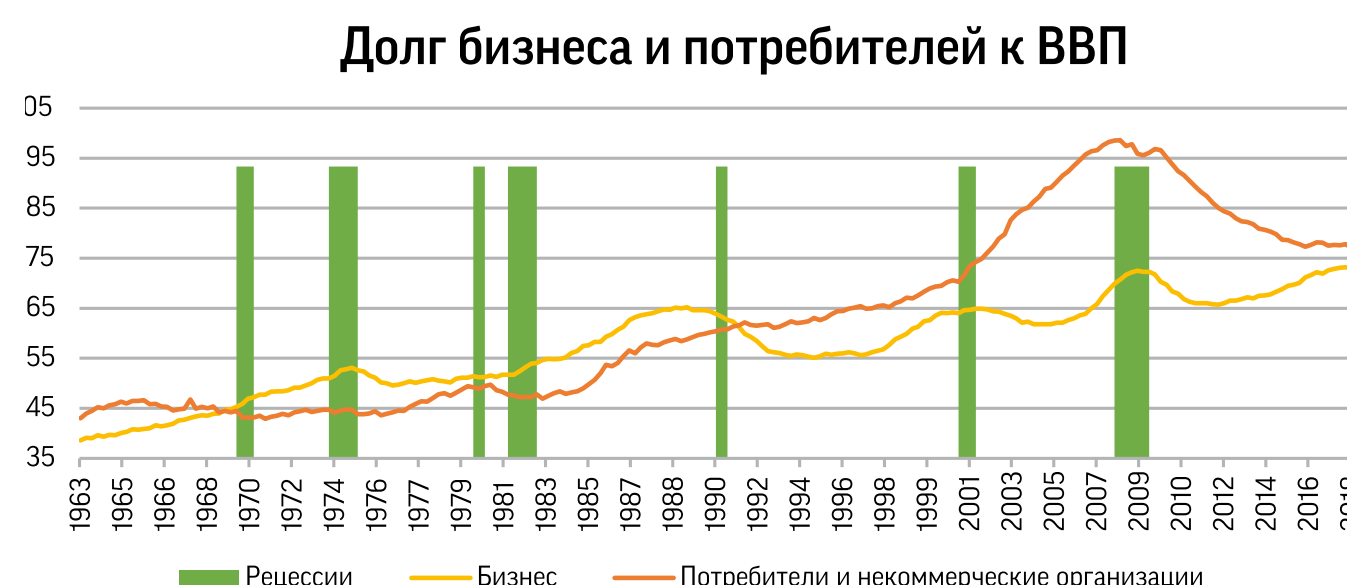
### Долговой рынок

Приближение к концу цикла увеличивает кредитные риски для инвесторов, так как в ухудшающихся макроэкономических условиях осложнится доступ к финансированию. Таким образом, главный вопрос для инвесторов заключается в том, насколько близок к концу кредитный цикл в США. Для ответа на этот вопрос стоит рассмотреть долговую нагрузку экономических агентов и определить сферы уязвимости. Дефолт рынка государственного долга США мы считаем маловероятным событием, поэтому сконцентрируем внимание на частном секторе. Тем не менее стоит отметить, что растущий бюджетный дефицит в США негативно влияет на кредитные рынки в долгосрочной перспективе. Общая долговая нагрузка частного сектора выглядит умеренной и показывает сбалансированные показатели рисков.



### Домохозяйства

Уровень закрепитованности домохозяйств не показывает признаков перегрева. Отношение общего количества кредитов к ВВП снижается и находится далеко от критических значений 2008 года. Таким образом, можно предположить, что общая ситуация с потребительским долгом не вызывает повышенного беспокойства. Отдельные вопросы связаны с увеличением объемов студенческих займов. Мы не будем акцентировать внимание на этом аспекте, так как на них приходится менее 10% общего объема кредитования домохозяйств, поэтому риски их негативного влияния на экономику мы оцениваем как умеренные.



### Бизнес

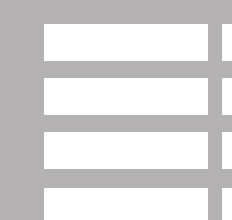
Уровень долговой нагрузки в бизнесе склонен к ускорению и приближается к исторически высоким значениям, что заслуживает пристального внимания. К тому же стоит отметить повышение закрепитованности компаний с высокой долговой нагрузкой и слабыми показателями прибыльности.

Доля облигаций со спекулятивным инвестиционным рейтингом остается стабильной, но заметно расширяется доля бондов с пограничным рейтингом, в шаге от «мусорного». Доля облигаций с рейтингом от (BBB-) до (BBB+) поднялась с 20% с небольшим в три предыдущих года до 35% в 2018-м. В случае ухудшения экономических условий снижение кредитных рейтингов всего на одну ступень может привести к тому, что многие институциональные инвесторы, которые имеют ограничения по вложениям в бумаги с низким рейтингом, начнут продавать облигации. Подобное развитие событий негативно скажется на ликвидности и уровне цен на рынке облигаций и долговом рынке в целом.

Еще одним индикатором, сигнализирующим об ухудшении качества и повышении долговой нагрузки, выступает увеличение рискованных долгов нефинансовых компаний (leveraged loans).

Leveraged loans – это займы, которые выдаются существенно закрепитованным компаниям. Типичные leveraged loans характеризуются плавающей процентной ставкой, низким кредитным рейтингом и не регулируются SEC. К тому же подобная форма долга может быть «упакована» в так называемые обеспеченные долговые обязательства (collateralised loan obligations, CLO) и продана затем институциональным инвесторам вроде различных mutual funds. Подверженность росту процентных ставок, слабое регулирование и другие факторы роднят leveraged loans с subprime

Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

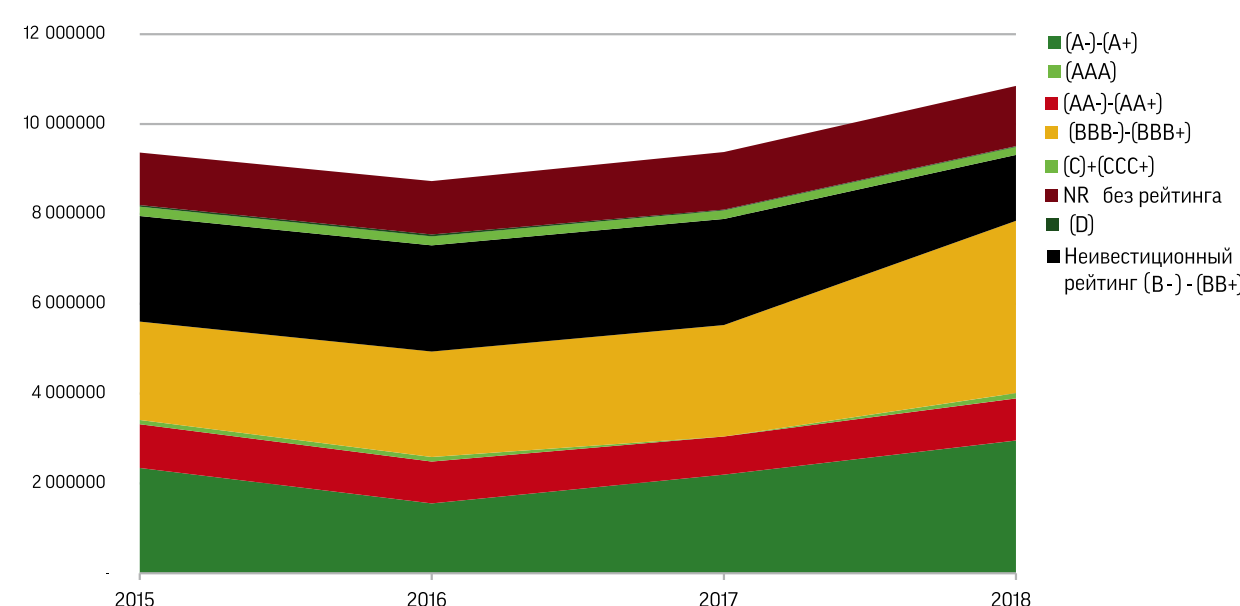




# Экономический и кредитный циклы в США

## Предпочитайте компании с низким уровнем долга

Распределение облигаций по рейтингу



mortgages (низкокачественные ипотечные кредиты) и способны стать похожим триггером негативного развития событий на кредитном рынке на следующем этапе спада в экономике. Динамика показателей индекса S&P/LSTA Leveraged Loan отражает рост в последний год. Также стоит отметить, что индекс включает в себя только кредиты первой очереди (senior term), проданные институциональным инвесторам. Общий объем leveraged loans превышает показатели индекса.

Низкие требования к заемщикам усиливают спрос на такой продукт со стороны компаний с уже имеющейся высокой долговой нагрузкой. К примеру, 80% получателей leveraged loans не прошли бы стандартные финансовые тесты заемщиков по таким показателям, как уровень закрепитованности или кредитного покрытия (maximum leverage и minimum interest coverage ratios).

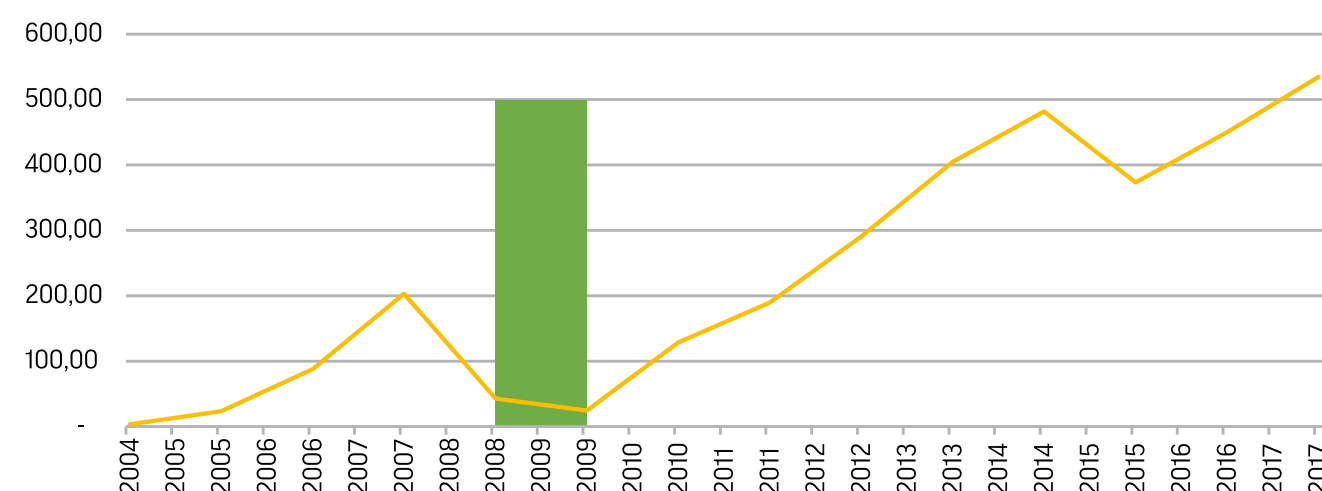
Мягкая денежно-кредитная политика ФРС и сохранение процентной ставки около нулевых значений на протяжении почти восьми лет после финансового кризиса способствовали агрессивной кредитной политике некоторых компаний, в том числе находящихся под контролем фондов прямых инвестиций или других венчурных инвесторов.

Продолжающийся рост процентных ставок ФРС может стать триггером увеличения числа дефолтов по подобным инстру-

ментам. К тому же с замедлением темпов экономического роста обслуживание долга осложняется рисками снижения доходов или увеличения убытков компаний.

Таким образом, во время следующего спада в экономике некоторые заемщики вроде эмитентов облигаций с рейтингом чуть выше BBB-, а также те, кто привлекает средства через leveraged loans, могут оказаться в неприятных условиях, что потенциально несет в себе риски ухудшения ситуации на долговом рынке. Повышение концентрации заемщиков с близким к неинвестиционному рейтингом создает угрозу распродаж при его понижении. Рост объема leveraged

Высокорисковые долги, новые выпуски за 12 месяцев



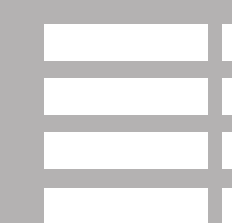
loans вызывает озабоченность из-за характера плавающей ставки по выплатам, что означает ухудшение кредитоспособности заемщиков при дальнейшей нормализации монетарной политики и повышении процентных ставок. Низкие требования к заемщикам у таких продуктов могут означать серьезное увеличение числа дефолтов при наступлении рецессии. Основными покупателями этих продуктов являются различные фонды, поэтому при ухудшении условий на рынке возможны резкие и крупные продажи подобных продуктов, «упакованных» в CLO, а это спровоцирует дальнейшее обесценение активов. Данные события будут раз-

виваться по нарастающей, что окажет негативное влияние не только на держателей облигаций с предспекулятивным рейтингом и leveraged loans, но и на общую экономическую ситуацию, так как значительно осложнит ситуацию с ликвидностью на долговом рынке.

В условиях возможного ухудшения доступа к кредитным ресурсам компании с высокой долговой нагрузкой могут испытывать давление. В таких условиях не всем эмитентам удастся показать позитивную динамику, поэтому покупка ETF индекса S&P500 (SPY) может не принести существенной прибыли. В 2019 году необходимо более внимательно относиться к выбору акций для портфеля. Мы рекомендуем выбирать компании с крепкими балансовыми показателями, чтобы защититься от потенциального негативного развития событий, связанного с усилением долговой нагрузки в бизнесе, ухудшения качества долгов и повышения процентных ставок. В разделе инвестиционных идей на следующий год мы на примерах показываем, какие компании считаем наиболее перспективными.



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





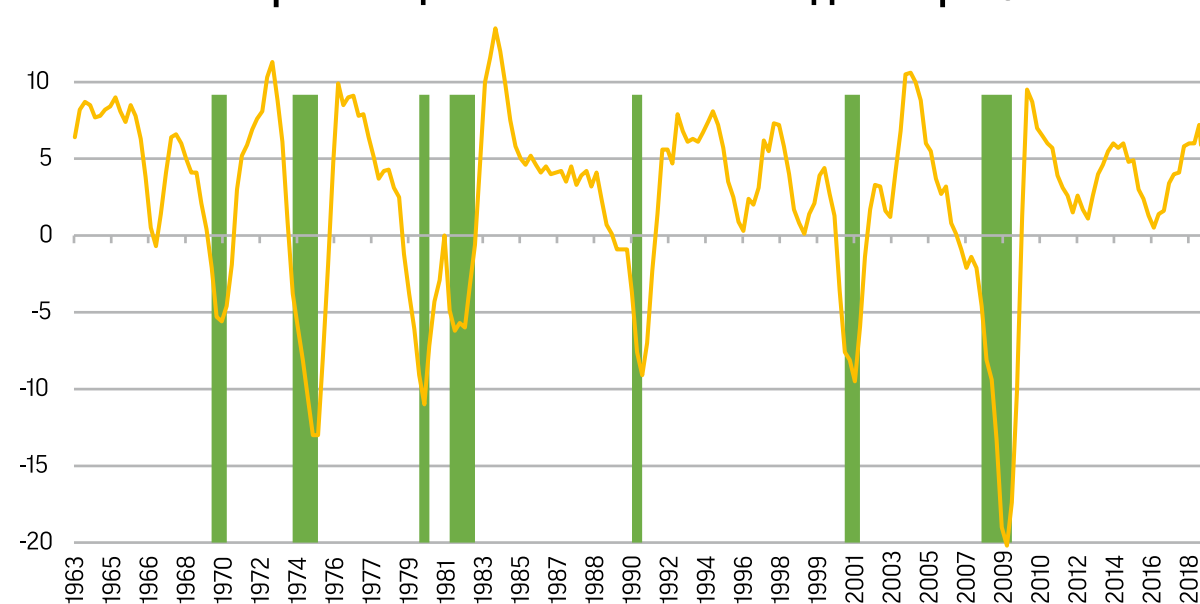
# Опережающие индикаторы не демонстрируют замедления

## Экономика США по-прежнему в фазе роста

Главные вопросы и опасения инвесторов по поводу 2019-го касаются вероятности наступления рецессии в экономике США, учитывая продолжительность последнего экономического цикла. И все же американская экономика пока продолжает расти высокими темпами. Относительные ценовые показатели циклических секторов говорят о том, что инвесторы скорректировали свои ожидания в сторону более скорого наступления рецессии. Но не рано ли? Для поиска ответа на этот вопрос мы проанализировали ряд опережающих экономических индикаторов.

Текущий экономический цикл продолжается уже 115 месяцев. Если он продлится до июля следующего года, то будет побит рекорд марта 2001 года: к тому моменту рост продолжался 120 месяцев подряд. Столь длительный позитивный тренд настораживает инвесторов, так как вечных циклов не бывает, но, учитывая фискальные стимулы, нынешний имеет все шансы продлиться дольше обычного.

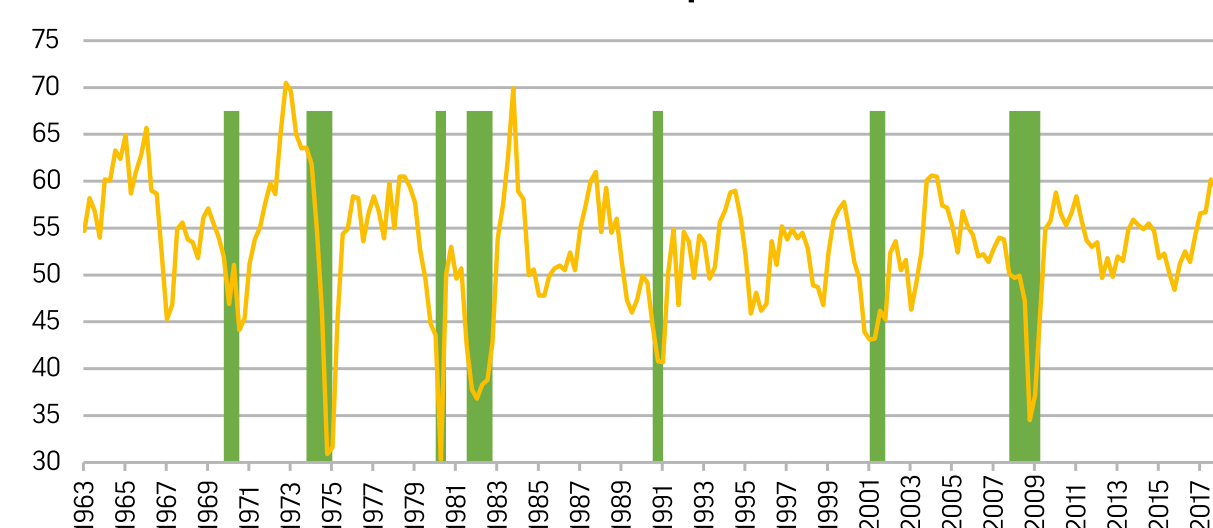
Опережающие экономические индикаторы США



Индекс опережающих экономических индикаторов от Conference Board, который, как показывает история, име-

ет способность предсказывать наступление рецессии за несколько месяцев. Судя по нему, поводов беспокоиться на сегодня нет. Обычно предвестником кризиса служит сокращение темпов годового роста индекса ниже 0, которое происходит в среднем за шесть-восемь месяцев до наступления рецессии. Последние же данные (за ноябрь) показывают рост индекса на 5,9% в годовом выражении, что довольно далеко от негативных значений. К тому же заметная положительная динамика наблюдается последние два года.

Индекс деловой активности в производственном секторе США



Способность индекса деловой активности в производственном секторе предсказывать рецессию неочевидна. Тем не менее его отрицательная динамика зачастую сигнализирует об ее приближении. Сейчас мы не наблюдаем признаков резкого снижения: показатели находятся стабильно высоко последние месяцы, что говорит о позитивных настроениях бизнеса и ограниченном влиянии на него торговых войн. В ноябре индикатор был на отметке 59,3 пункта, что скорее свидетельствует о продолжении экономического роста, нежели о возможном его замедлении.

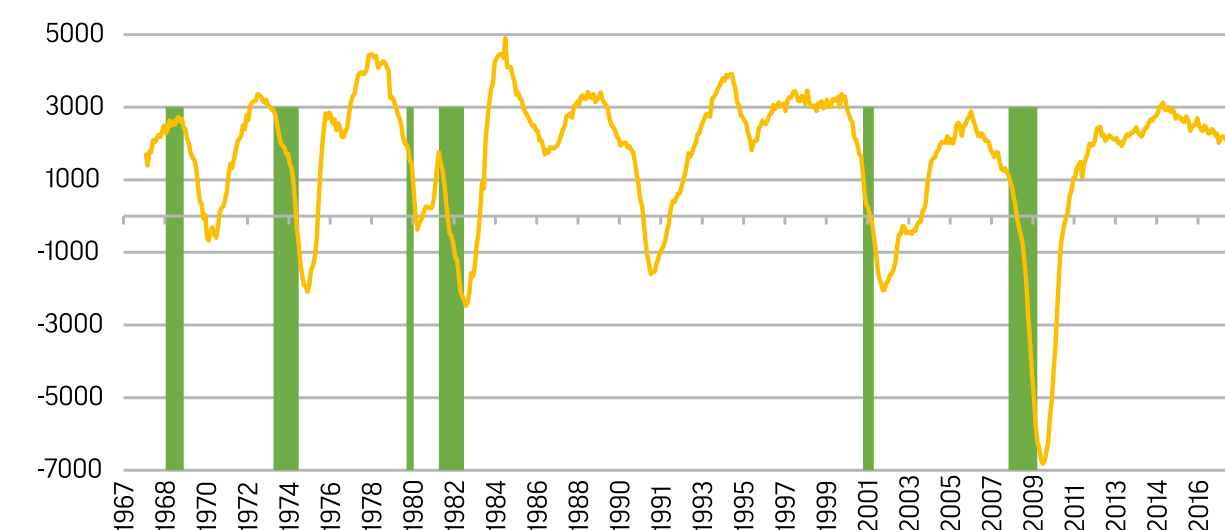
Вадим Меркулов,  
старший аналитик  
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

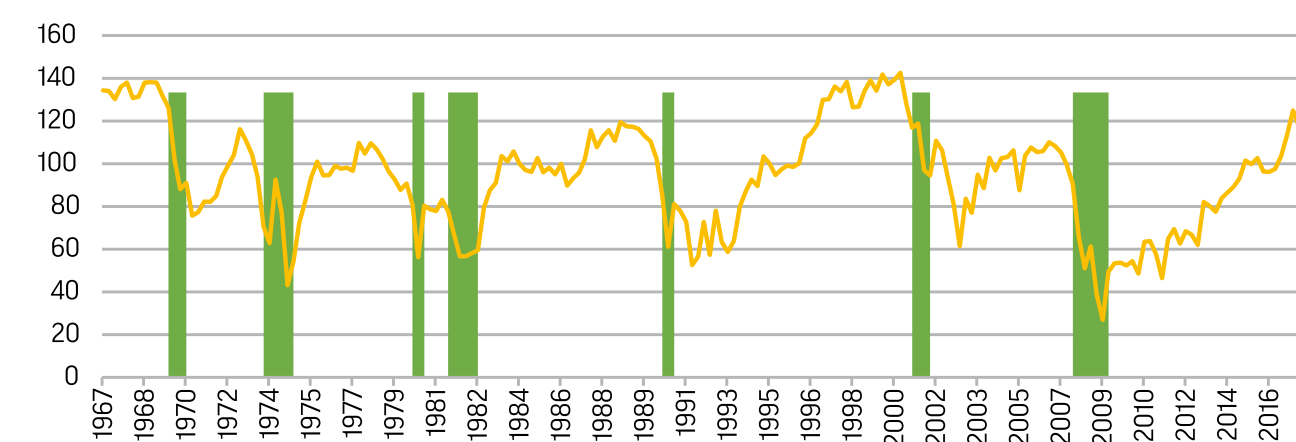


Изменение числа занятых в частном несельскохозяйственном секторе США

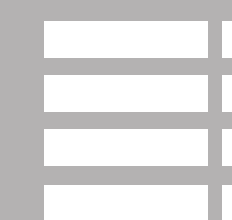


Если же рассматривать в качестве сигнала к замедлению экономики рынок труда с безработицей, находящейся на минимуме с 1966 года в 3,7%, то одним из опережающих индикаторов выступает изменение числа занятых в частном несельскохозяйственном секторе США. Зачастую до начала рецессии наблюдается резкое замедление количества занятых суммарно за последние 12 месяцев. В 2018 году после налоговых стимулов мы видим скорее тенденцию к росту, нежели к сокращению, поэтому опять-таки нет причин беспокоиться.

Потребительская уверенность



Данные индекса доверия потребителей от Conference Board также не дают настораживающих сигналов,

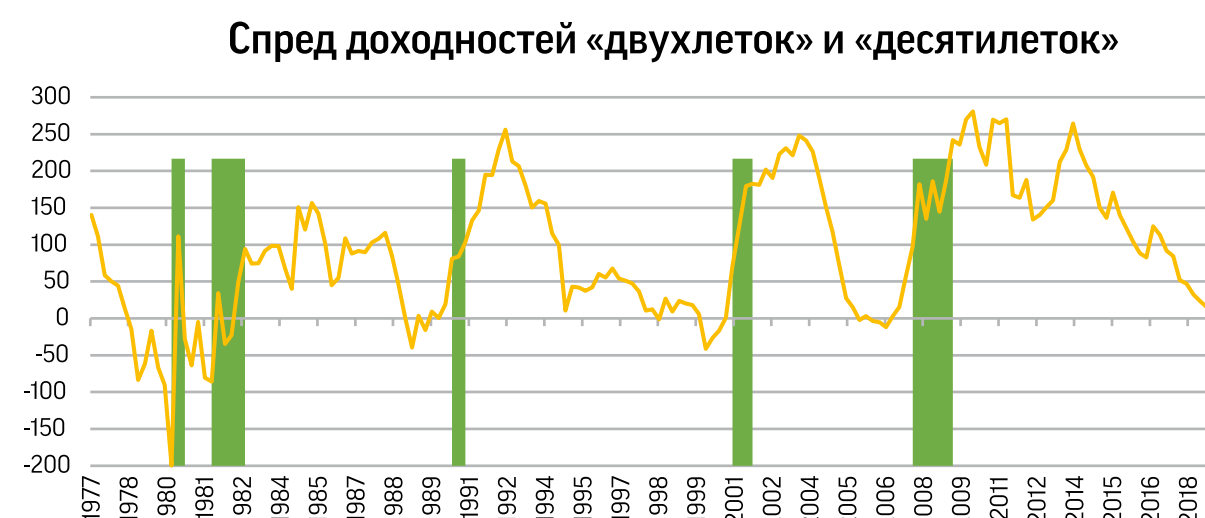




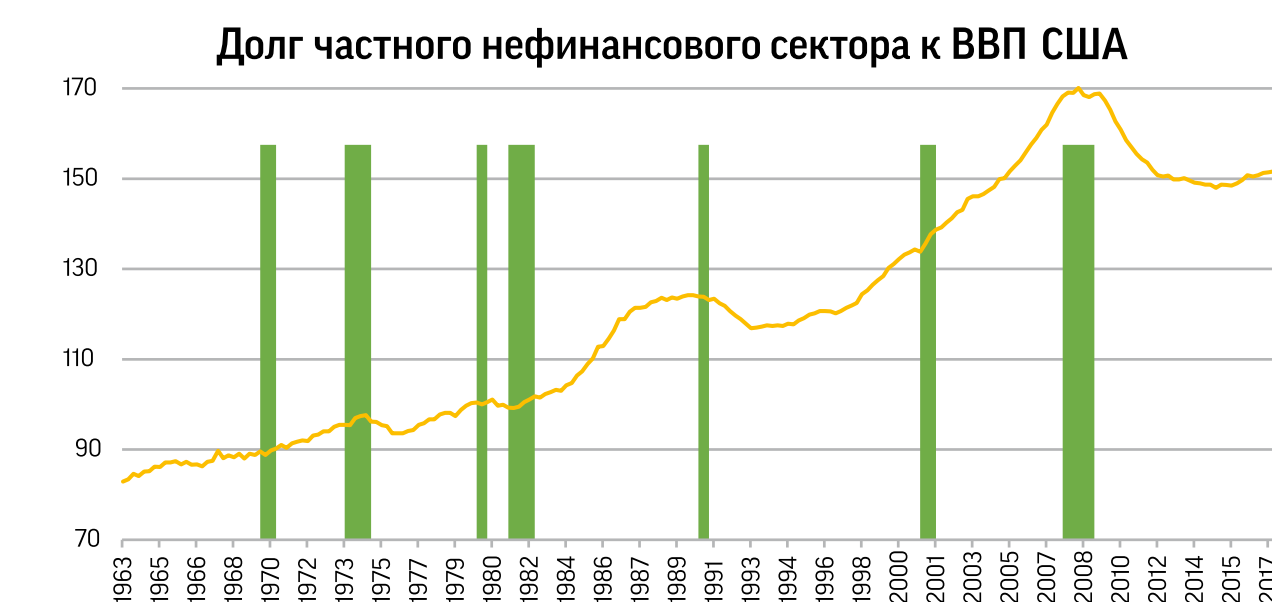
# Опережающие индикаторы не демонстрируют замедления Экономика США по-прежнему в фазе роста

так как значения индекса максимальные за 18 лет, что отражает высокий уровень уверенности потребителей. Следовательно, мы можем прогнозировать положительную динамику в потреблении – главном компоненте ВВП. Это означает продолжение экономического роста, а не спад. В большинстве случаев прошлым рецессиям предшествовало резкое снижение доверия потребителей, но пока индекс находится высоко, несмотря на торговые войны и политические скандалы в США.

нансового кризиса 2008 года. Кризис доткомов кривая доходности предрекла за 13 месяцев. Сейчас спред сильно сузился, но все же остается положительным. Следовательно, должно пройти определенное время для формирования полностью инвертированной кривой доходности. Стало быть, рецессия маловероятна на горизонте года.



Наибольшую озабоченность вызывает такой опережающий экономический показатель, как разница доходностей между «длинными» казначейскими облигациями и «короткими». Наибольшую предиктивную силу имеет спред доходностей двух- и десятилетних долговых бумаг Казначейства. Отрицательная разница между «двухлетками» и «десятилетками» выступала универсальным опережающим индикатором рецессии в последние 40 лет. Как правило, с момента инвертирования кривой до наступления экономического кризиса проходит 11-20 месяцев. В прошлый раз, в 2006-м, кривая изменила наклон примерно за 20 месяцев до начала мирового фи-



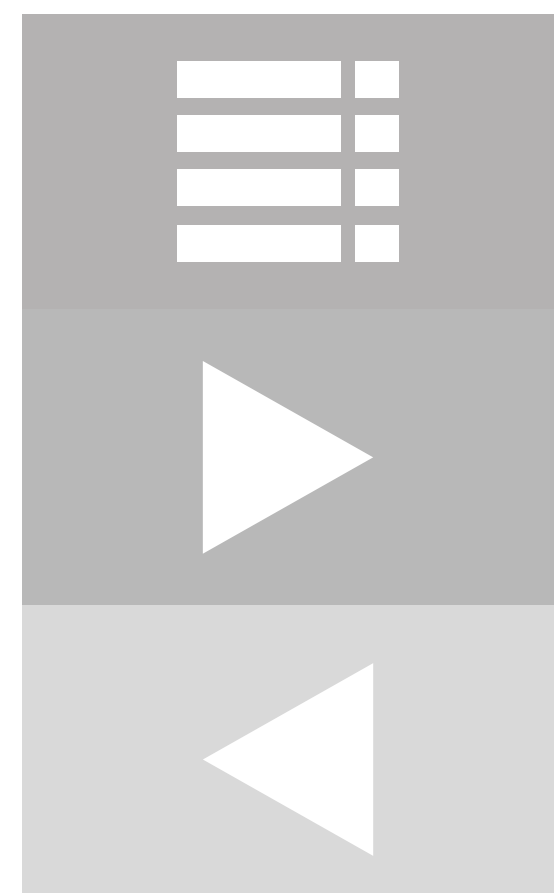
Состояние долгового рынка выглядит довольно стабильным, общий его объем ниже предкризисных значений 2008 года. Наблюдаются определенные тревожные тенденции в нефинансовом корпоративном долге, но в розничном сегменте они отсутствуют. Долговой рынок мы подробнее рассматриваем в другой части обзора, здесь лишь отметим, что явных перекосов, которые наблюдались в прошлый кризис, пока не видно. Таким образом, мы оцениваем шансы на рецессию, спровоцированную паникой на долговом рынке, как умеренные. Угроза рецессии в ближайший год остается невысокой, так как опережающие экономические индикаторы на-



строений в промышленном секторе, показатели рынка труда и потребительской активности не свидетельствуют о резком ухудшении ситуации. Более того, они дают основания рассчитывать на продолжение роста. Вместе с тем из-за резкого сокращения спреда доходностей между «длинными» и «короткими» бумагами, высокой продолжительности текущего экономического цикла, возможного негативного эффекта торговых войн и окончания влияния налоговых стимулов на экономическую активность вероятность начала рецессии в этом году повысилась.

Длительность цикла	Розовый
Опережающие экономические индикаторы (LEI)	Зеленый
Индекс деловой активности в производственном секторе (PMI от ISM)	Зеленый
Изменение числа занятых в частном несельскохозяйственном секторе США	Зеленый
Индекс доверия потребителей	Зеленый
Кривая доходности	Желтый
Долговая нагрузка	Желтый

Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Фондовый рынок США. Прогноз на 2019

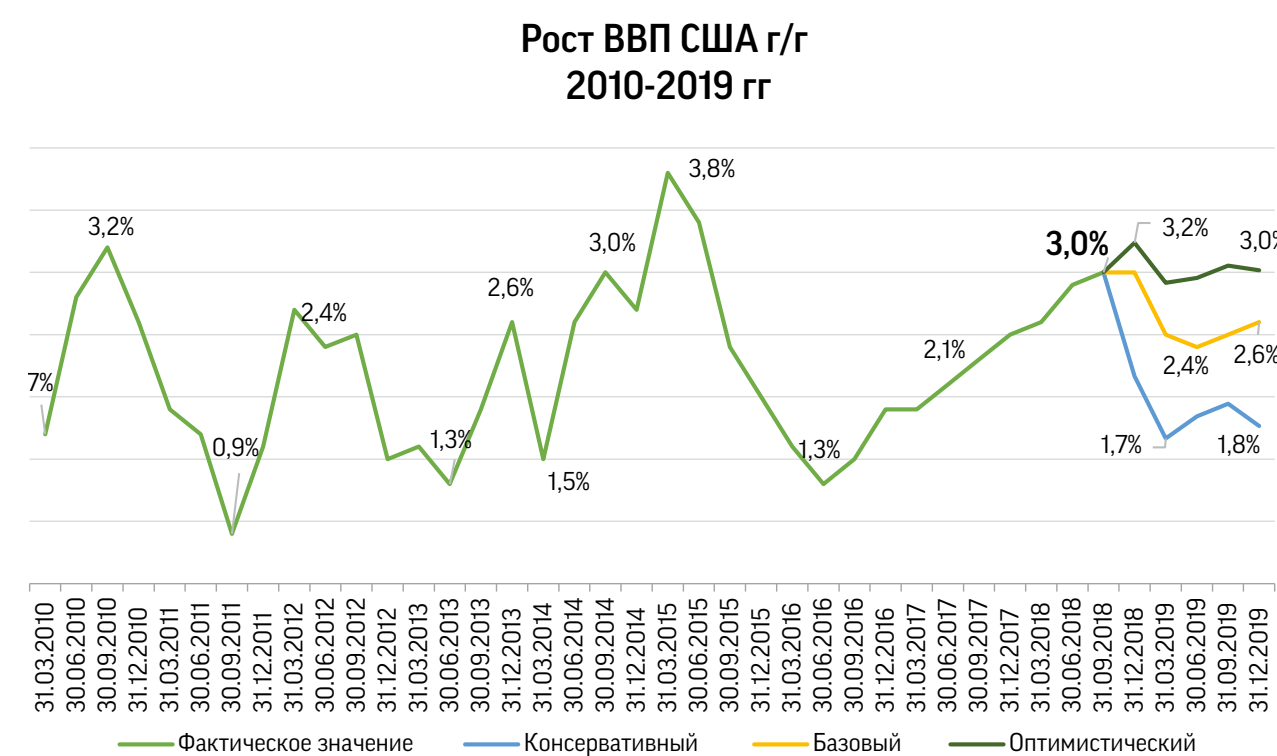
## Высокая волатильность, но рост сохранится

Волатильность на рынке в 2018 году вернулась на свои средние значения после «тихого» 2017 года, где средняя волатильность едва превышала 10 пунктов. В рамках стандартного отклонения в 2017 году годовая волатильность составила 6,7%, а в уходящем году подскочила до 15,9%. Кроме того, S&P500 впервые раз за три года остается в минусе, поэтому неудивительно, что инвесторы испытывают напряжение. Дело не только в торговой войне или повышении ставок. Падение реальной доходности крупнейших компаний, входящих в S&P500, отражает будущие риски, которые закладываются в котировки уже сейчас. Однако есть и позитивные моменты, которые, как мы ожидаем, также найдут свое отражение в индексе.

### ФРС и экономика США

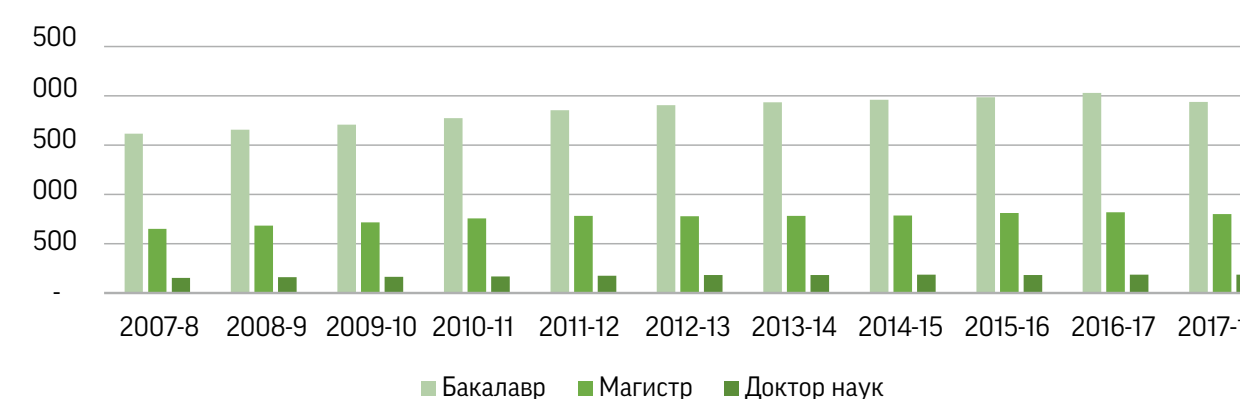
Глава ФРС Джером Пауэлл 28 ноября заявил, что ключевая ставка приближается к нейтральному уровню. Это означает, что в следующем году она будет повышаться не три-четыре раза, как прогнозировалось изначально, а только один или два. Поводом для замедления процесса рестрикции станет возможное замедление экономического роста в США до среднего значения 2,5%. Вместе с тем на продолжение этого роста твердо указывают сильные данные по PMI, который достиг 59,3 пункта. Безработица последние три месяца стабильно держится на уровне 3,7%. Средний коэффициент инфляции CPI и PCE составляет 2,13% и 2%, но ФРС принимает во внимание PCE без учета динамики цен на продукты питания и топливо, а этот показатель равен 1,8%. Можно приводить еще огромное количество индикаторов, но в целом картинка уже сформирована: экономике США, кроме замедления

темпов роста, ничего не угрожает. Что касается инфляции, которую сейчас таргетирует ФРС, то она ускорится из-за введения импортных пошлин. Большинство продуктов заметно подорожает, что поспособствует росту PCE, который в следующем году в среднем будет держаться выше 2%. Таким образом, у ФРС нет серьезных препятствий для нескольких повышений, но есть и сдерживающие факторы. Повышение процентных ставок уже привело к замедлению в продажах жилья и автомобилей. По нашим прогнозам, ставка будет повышена дважды – в марте и ближе к сентябрю-ноябрю. Нейтральный уровень варьируется в коридоре 2,5–3,5%, но стоит помнить, что это долгосрочная цель ФРС. В следующем году мы не увидим ставку выше 3,25%, что подтвердил глава ФРС на заседании 19 декабря. Наш базовый сценарий предполагает, что ставку будут поднимать при росте ВВП на 2,5%, негативный, что это будет на фоне роста экономики в районе 1,8%, а оптимистичный, что она прибавит около 3%.



Один из наиболее заметных трендов в американской экономике связан с рекордно низкой безработицей. Последние три месяца она держится на отметке 3,7%, и это означает, что люди быстро находят работу. При этом в сложившихся на рынке условиях существует закономерная тенденция к ежегодному повышению размера оплаты труда. Однако квалификация кадров соответствующими темпами не растет. В США по-прежнему примерно такое же количество выпускников топовых вузов, как бакалавров, так магистров и докторов. Число бакалавров ежегодно с 2008-го увеличивается в среднем на 1,8%, магистров – на 2,1%, докторов – на 1,9%, а зарплаты за этот период в среднем поднялись на 2,4%, причем за последний год – на 2,8%.

Количество выпускников по уровню образования, в тыс.

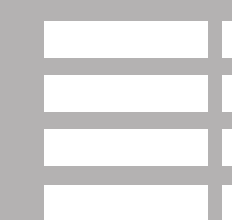


Соответственно, происходит процесс, который мы называем инфляцией кадров. Он заключается в том, что компания тратит больше денег на сотрудников, эффективность которых остается неизменной или снижается. Инфляция кадров негативна для маржинальности компаний и для бизнеса в целом. Ожидаем, что сильнее всего этот фактор скажется в 2020 году, но в 2019-м из-за него операционная рентабельность корпораций

Вадим Меркулов,  
старший аналитик  
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Фондовый рынок США

## Прогнозы на 2019 год

потеряет до **1,5%**. Данный тренд будет оказывать незначительное давление на экономику, но к концу года, если темпы роста зарплат продолжатся, а безработица упадет еще ниже или останется на том же уровне, ситуация может измениться.

Между тем макроэкономическая картинка в целом свидетельствует о том, что не все так плохо. Текущий экономический цикл действительно необычно затяжной, но такие показатели, как индекс опережающих экономических индикаторов от Conference Board, индекс деловой активности, динамика числа занятых в частном несельскохозяйственном секторе США и индекс доверия потребителей сигнализируют о продолжении восходящего тренда в экономике. Это доказывает, что в 2019 году кризис не разразится, вероятность сохранения роста порядка 70%.

### Ситуация в мире

Одно из самых удручающих событий не только для британской экономики, но и для всего Евросоюза – это **Brexit**. На сегодня существует угроза того, что Великобритания выйдет из ЕС без каких-либо договоренностей. В этом случае британские активы, в том числе фунт, сильно подешевеют. Впрочем, этот момент станет идеальным для покупки акций британских компаний. С учетом существующих рисков ЕЦБ продолжит политику нулевых ставок, по крайней мере до сентября 2019 года. **Рост** ВВП в ЕС составит **1,8%**, его главными драйверами будут **Германия, Испания и Дания**. Инфляция же закрепится на уровне **1,3%**.

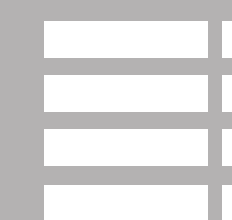
Что касается ситуации в Юго-Восточной Азии, интереса

заслуживает прежде всего **Япония** с позитивным прогнозом по ВВП на уровне **1,1%**. Сильно недооценена японская иена: ее ожидаемый уровень – 125-130 за доллар. Между тем **Китай** показывает замедление роста экономики на фоне торговой войны с США. Темп роста ВВП Поднебесной замедлился до **6,5%**, чего не было с 2009 года. Также это отразилось и на фондовом рынке Китая, который за 2018 год упал на **25%**. Безусловно, в связи с этим привлекательность китайских активов увеличилась, но мы не советуем покупать их, пока торговая война полностью не закончится.

### Фондовый рынок США

Инструменты американского рынка, безусловно, станут одними из самых перспективных с точки зрения инвестиций. Ожидаем, что десятилетний «бычий» тренд сохранится, а в 2019-м состоится очередное обновление исторических максимумов. Волатильность останется на уровне 2018 года, поэтому основной фондовый индекс **S&P500** будет колебаться в широком боковом канале **2600-2900** пунктов. Однако при правильном подборе инвестиционных активов можно нивелировать рыночные риски, что обеспечит более высокую доходность с поправкой на риск. Наиболее значимые риски будущего года – это **Brexit**, повышение ключевых ставок, торговая война США и Китая и замедление американской экономики. Однако главным риском при поиске инвестиционно привлекательных активов является ситуация вокруг облигаций с рейтингом на грани инвестиционного – **BBB-**. Чаще всего такие облигации имеют плавающую процентную ставку, поэтому риск для них усиливается

в периоды повышения ставок. Эта тема более подробно рассматривается в другой части обзора, но здесь отмечу, что это один из ключевых критериев в оценке стоимости компаний. Позитивными драйверами рынок, как и прежде, обеспечат экономический рост и высокая покупательная способность американцев: их траты на товары и услуги исчисляются триллионами долларов. Целевой уровень по **S&P500** к концу года по базовому сценарию – **2950** пунктов. Наконец, отмечу, что 2019-й, по нашим прогнозам, станет рекордным в истории американского рынка по количеству крупных **IPO**. Первичные размещения проведут **Uber, Lyft, Palantir** и другие, о которых более подробно можно почитать в другой части обзора.



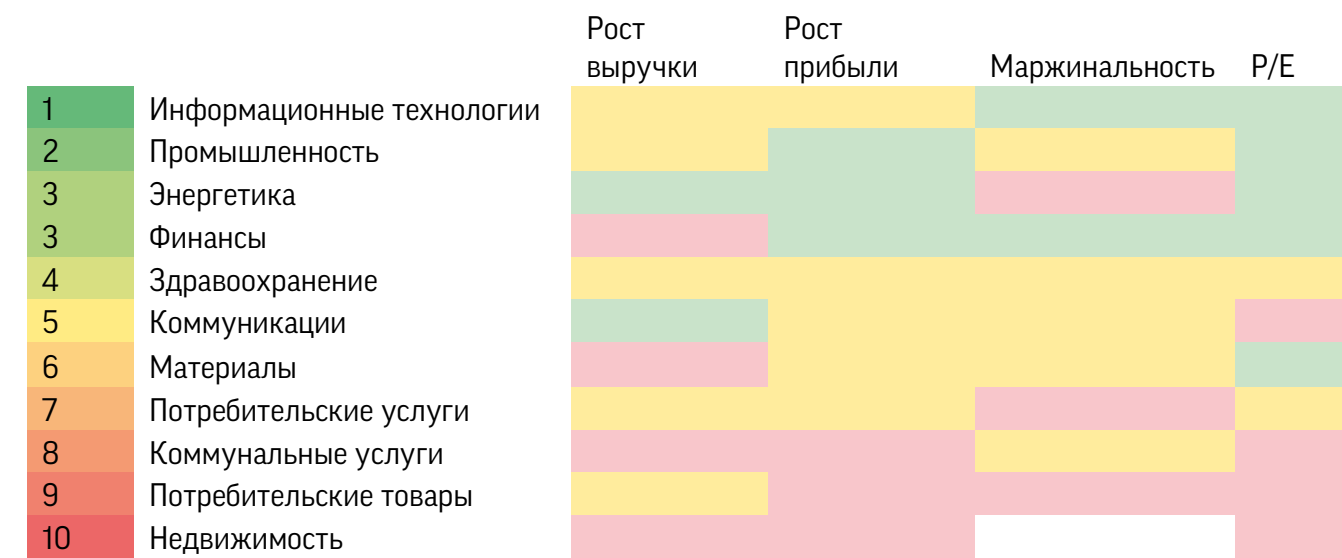


# Фондовый рынок США Сектора в 2019 году

Мы ожидаем, что экономика США в 2019 году будет развиваться медленнее, чем в уходящем. На поздней стадии экономического цикла советуем обращать внимание на сектора с собственными, не зависящими от цикла драйверами роста, в частности на ИТ-отрасль. Циклические отрасли: промпроизводство, энергетическая и финансовая – могут испытать большее давление, хотя сохраняют привлекательность в условиях продолжающегося экономического роста. Компании из сектора потребительских услуг, здравоохранения, а также коммуникаций способны на дальнейшее увеличение выручки, но выглядят переоцененными в сравнении с представителями других отраслей. Сегмент коммунальных услуг может быть интересен в случае повышения рисков рецессии, а также в связи с возможной паузой в повышении ставок ФРС, но тоже пока выглядит дорого по сравнению с остальными отраслями. Сектор недвижимости выглядит наиболее слабым, учитывая прогнозы по снижению выручки на следующий год.

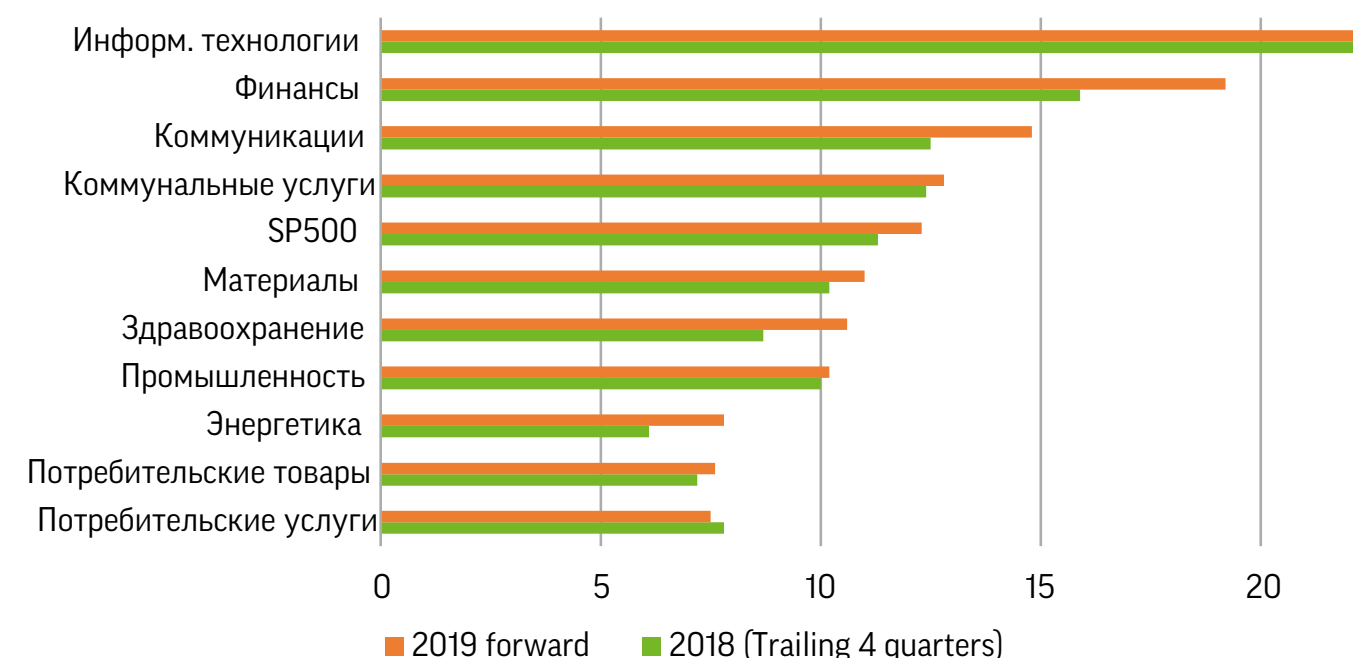
Темпы роста выручки компаний из индекса S&P500 из-за ожидающегося замедления экономики снизятся в среднем с 8,8% текущего года до 5,8% в будущем. Рост прибыли замедлится с 24% до 8,3%, что повлияет на динамику всего фондового рынка. Эффект налоговых стимулов 2018 года сойдет на нет. Продолжающееся повышение заработных плат и импортные пошлины, которые были введены из-за торговых войн, также ведут к замедлению темпов роста корпоративной прибыли. Не стоит забывать и о повышении процентных ставок, которое негативно для компаний с высокой долговой нагрузкой.

Тем не менее экономический цикл, по нашему мнению, продолжится, поэтому текущие уровни котировок фондового рынка выглядят привлекательными для покупок. Мы ожидаем позитивной динамики на фондовых площадках в будущем году и представляем собственный рейтинг секторов на основе данных по темпам роста выручки, маржинальности, сравнительных оценочных показателей и субъективного взгляда на геополитические и макроэкономические тенденции.



Одним из самых недооцененных выглядит сектор информационных технологий, поэтому мы отдаем ему предпочтение в 2019 году. Продолжающийся экономический рост, развитие технологий (в том числе облачных), разработка новых продуктов, а также высокая маржа станут позитивными драйверами для сектора. Сохраняющийся оптимизм в бизнес-среде обеспечивает устойчивый спрос на корпоративные технологические решения. Главным же аргументом станет недооценка P/E отрасли в сравнении с историческими средними значениями. В то же время необходимо отметить риски, связанные с торговыми войнами, которые могут коснуться производителей оборудования и полупроводников в случае резкого замедления мировой экономики.

## Маржа чистой прибыли



Ален Сабитов,  
аналитик  
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



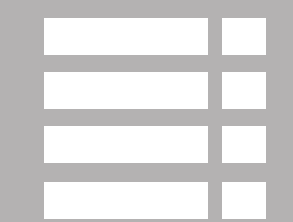
Среди негативных факторов также зрелость рынка мобильных телефонов.

**Промышленный сектор** сохраняет возможности для роста, так как традиционное увеличение капитальных затрат во время поздней фазы цикла обеспечит повышение выручки. К тому же сектор имеет сравнительно низкие показатели P/E, так как, на наш взгляд, участники рынка переоценивают вероятность рецессии в экономике США и уже закладывают эту вероятность в оценку промышленных компаний. Мы считаем, что рецессия в США в 2019-м маловероятна, поэтому у промышленного сектора есть шанс на рост.

**Финансовый сектор** выглядит привлекательно из-за самого низкого показателя P/E как в сравнении с другими секторами, так и с историческими отметками. Среди благоприятных факторов остаются возможности смягчения регулирования. К рискам относится приближение инвертирования кривой доходности.

**Энергетический сектор** скорректировался после падения нефтяных цен и теперь выглядит достаточно дешево в сравнении с историческими значениями. В случае восстановления цен на нефть при уменьшении рисков торговых войн сектор имеет высокие шансы развить положительный тренд. В то же время сниженные прогнозы по выручке и прибыли из-за коррекции на сырьевых рынках, риски дальнейшего падения цен на нефть в случае более резкого, чем ожидается, замедления мировой экономики или появления избытка предложения из-за неспособности нефтедобывающих стран договориться о лимитах производства не позволяют говорить о позитивной динамике отрасли с полной уверенностью.

**Сектор здравоохранения** способен продемонстрировать восходящую динамику благодаря развитию новых технологий, в частности генной терапии. В то же время высокие политические риски, связанные с изменением регулирования из-за новой





# Фондовый рынок США

## Сектора в 2019 году

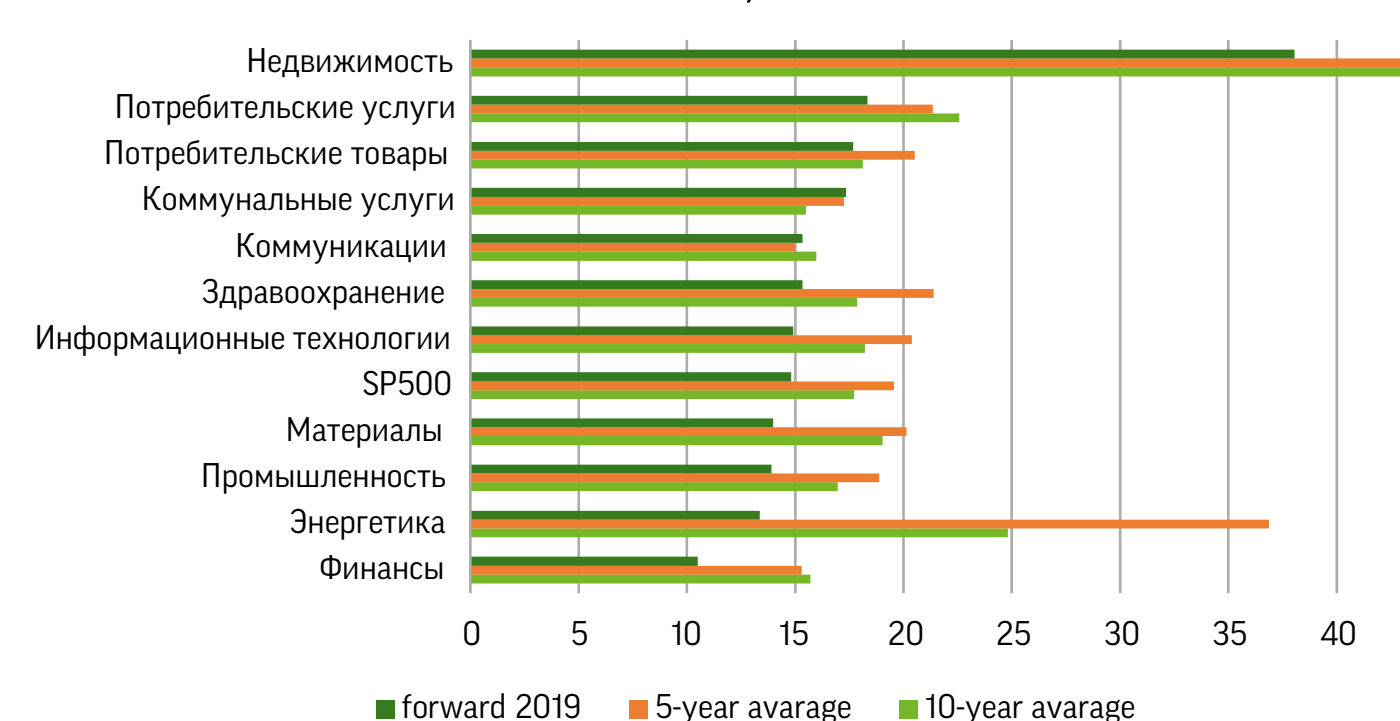
Рост выручки



Рост операционной прибыли



P/E



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



расстановки сил в Конгрессе США могут создавать давление на сектор.

**Сектор коммуникаций** сохраняет шансы на высокие темпы роста выручки благодаря развитию технологий 5G, стриминга, а также повышению популярности собственных уникальных продуктов отдельных компаний. На отрасли слабо отражаются тенденции замедления экономики, так как развитие здесь основывается на прорывном характере инноваций. Однако присутствуют повышенные риски регулирования и расследования для отдельных компаний. К тому же в сравнении с историческими значениями показатели P/E завышены, а это свидетельствует о том, что потенциал роста может быть исчерпан.

**Сектор материалов** выглядит дешево после прошедшей коррекции на сырьевых рынках. Он имеет шансы на улучшение маржинальности благодаря инновациям, но продолжает испытывать негативное влияние торговых войн и сильного доллара.

**Сектор потребительских услуг** (Consumer Discretionary) может оказаться под давлением из-за повышения размера оплаты труда, которое негативно сказывается на маржинальности многих его представителей. К тому же данная отрасль

чувствительнее других к замедлению экономики. Высокие показатели P/E в сравнении с рынком в целом также нельзя назвать сильной стороной сектора.

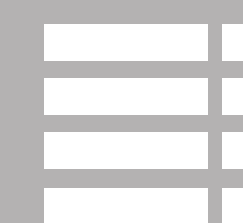
**Сектор коммунальных услуг** оказался переоцененным в связи с всплеском интереса инвесторов к защитным активам, поэтому может скорректироваться вниз. Кроме того, в будущем году отрасль ожидает сокращения выручки, что также негативно для ее представителей. Мы считаем, что в отсутствие признаков рецессии и при продолжении повышения ставок ФРС характерная для коммунальщиков высокая долговая нагрузка продолжит оказывать негативное влияние на их акции. Если же экономическая ситуация будет ухудшаться быстрее, чем ожидается сегодня, а процентные ставки резко опустятся, защитные свойства сектора (низкое значение beta) могут оказать положительное влияние на его котировки.

**Сектор потребительских товаров** выглядит переоцененным относительно других и сохраняет невысокие темпы роста, поэтому мы не видим в нем большого потенциала для апсайда. К тому же сектор подвержен рискам торговых войн. К возможным драйверам роста можно отнести продолжающееся увеличение объемов потребления в условиях сильного рынка труда.

**Сектор недвижимости** может находиться под давлением снижающейся выручки и высоких значений P/E. Рынок жилья в США показывает определенные признаки замедления, так как реагирует на повышение процентных ставок. В то же время отдельные входящие в отрасль компании сохраняют возможности инерционного роста после ввода в эксплуатацию больших объемов нового жилья.

К основным рискам для нашей оценки перспектив секторов относится более быстрое, чем ожидается сейчас, наступление рецессии в США. Неспособность договориться об условиях торговых соглашений с Китаем в связи с разногласиями по поводу мирового лидерства в области технологий может оказать негативное влияние на настроения экономических агентов. Это приведет к сокращению инвестиций, потребления, торговых оборотов и, как следствие, к падению ВВП. При более скором наступлении рецессии циклические сектора, в частности энергетический и промышленный, могут оказаться под ударом, а защитные вроде отрасли коммунальных услуг – выйти в лидеры.

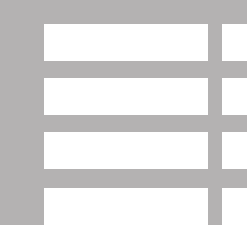
Однако пока опережающие экономические индикаторы не сигнализируют о том, что рецессия в США может наступить в ближайшие месяцы, поэтому мы позитивно оцениваем шансы на продолжение восходящего тренда на американском фондовом рынке.





# Основные события на российском фондовом рынке в 2018 году (индекс MOEX)

Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Российский рынок

## Итоги 2018 года

### В рамках прогноза

Год назад мы предполагали, что рубль будет слабеть до уровня 66, а рынок вырастет примерно до 2500 п. Наш прогноз в целом оправдался. Сработала ставка на подъем в первую очередь сырьевого сектора. Однако обесценение рубля, свело на нет долларовую доходность вложений в акции: без учета дивиденда она оказалось близкой к нулю. Стоит отметить, что российский рынок не был ни в числе лидеров, ни среди отстающих. Рублевый индекс даже обновил максимум и концу года не так далеко от него ушел. Наверх рынок вытянула подорожавшая нефть. Но негативная динамика на площадках США в конце года передалась и большинству отечественных ценных бумаг.

### Заглядывая вперед: тренды 2019 года

#### Деньги дорожают

Банк России в 2018 году повысил ставку. Регулятор признал, что подавленная до того инфляция вновь начнет раскручиваться. Рост инфляции обусловлен удорожанием топлива и повышением ставки НДС. Однако помимо внутренних факторов ослабления рубля есть и внешние. ФРС продолжит ужесточать монетарную политику. Ставки по долларovým инструментам растут, разница между доходностью рублевых и долларовых облигаций сокращается. Это побуждает инвесторов уменьшать свои позиции в ОФЗ. Массовое сокращение таких позиций произошло в сентябре и привело к резкому ослаблению рубля. Если курс USD/RUB приблизится к 70, отток усилится, а рубль ждет новая волна ослабления.

Для борьбы с этим явлением ЦБ прекратил покупки валюты на открытом рынке и поднял ключевую ставку, а Минфин уве-

личил доходность ОФЗ. Я полагаю, что в 2019 году тактика государства на денежном рынке не изменится. В ответ на разгон инфляции, усиление инфляционных ожиданий, резкие колебания на фондовых и сырьевых площадках ЦБ и Минфин будут продолжать плавное увеличение ставки и доходности ОФЗ, чтобы не вызвать ослабления рубля. Долговая нагрузка сейчас относительно низка, госдолг составляет около 14% к ВВП, а с повышением налогов она не будет быстро расти, поэтому печатный станок будет работать достаточно интенсивно. Полагаю, что в течение 2019 года государство допустит умеренное, до 75–78 за доллар, ослабление рубля. Отток нерезидентов продолжится, время от времени это будет вызывать скачки курса. Однако процесс ослабления рубля будет тормозиться повышением доходности ОФЗ. Снижение курса российской валюты уменьшит девальвационные риски в будущем. Более того, если цена на нефть к концу года будет выше \$60 за баррель, то высокая, около 10% годовых, доходность ОФЗ привлечет новых керри-трейдеров, и тогда мы увидим новую волну укрепления рубля.

#### Макроэкономика: без перемен к лучшему

В январе в России подорожают товары и услуги – в первую очередь из-за повышения НДС. Это будет разовый эффект. Ожидания уже в целом заложены в бизнес-модели предприятий и банков. Рост экономики замедлится. Пока достаточно много неопределенности во внешних условиях, в частности, многое будет зависеть от динамики цен на сырьевые товары, движения капитала. ВВП в 2019 году вырастет максимум на 1,9%, а по консервативному прогнозу – примерно на 1,3%. Инфляция по итогам года превысит 5%.

Может замедлиться рост в сырьевом секторе, но относительно

благополучная ситуация будет в отрасли связи, где наконец начнется повышение тарифов. В сегменте генерации улучшения связаны с ожиданием роста цен на энергию, трансмиссионные тарифы будут индексированы на уровень инфляции, но с запозданием в шесть месяцев. В банковском секторе, на мой взгляд, ситуация останется благополучной. Ожидается снижение объемов бизнеса в розничном сегменте в связи с сокращением спроса на кредиты, но будут увеличиваться комиссионные доходы, а также доходы от ценных бумаг и операций на валютном и денежном рынках.

#### Нефть и бензин

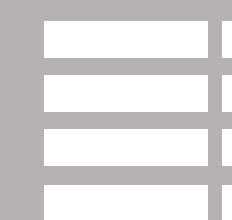
Нефтяное ралли было ярким, но продолжалось относительно недолго. Спасти положение в конце года попыталась ОПЕК. Споры были жаркими, но в последний момент соглашение об ограничении производства удалось продлить, был принят достаточно жесткий вариант. Согласно новым договоренностям, Россия сократит добычу на 230 тыс. баррелей в сутки, всего с рынка уйдет 1,2 млн баррелей в сутки, притом что Венесуэлу и Иран освободили от соблюдения этих условий. Новость о продлении соглашения ОПЕК+ вызвала ажиотаж на рынке, котировки нефти подскочили более чем на 6%, но, похоже, оптимизм будет недолгим. Соглашение больше похоже на шаг отчаяния. Видно, что четкой стратегии у его участников нет, принятое наспех решение выглядит непродуманным, неустойчивым. Все это больше походит на попытку спасти саму организацию от развала, чем на действия по стабилизации рынка.

В США тем временем увеличивается добыча, что будет продолжаться даже при снижении цены Brent до \$40 за баррель. Снижение объема в рамках договоренностей ОПЕК+ будет

Георгий Ващенко,  
начальник управления торговых  
операций на российском рынке  
ИК «Фридом Финанс»



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Российский рынок

## Итоги 2018 года

компенсировано за счет поставок из стран, не присоединившихся к соглашению уже ориентировочно в конце 2019 года. А это вызовет новые ценовые шоки и обострение разногласий внутри ОПЕК.

В то же время топливо на розничном рынке будет дорожать. Этот процесс идет не только в России, но и в Европе. Повышение цен на топливо станет фактором, тормозящим экономический рост и ускоряющим инфляцию. При этом интерес к бумагам нефтегазовых компаний не усилится, а напротив, возможно, охладит в связи с повышенной волатильностью в ценах на нефть. Ценовая нестабильность приводит к ухудшению финансовых показателей. Из-за сокращения объемов производства и повышения налогов к концу года цена на топливо в рознице может подскочить на 10%, и это не даст инфляции упасть до таргета ЦБ.

### Геополитический фон и торговые войны

Мир понемногу привык к обострению геополитической обстановки. В торговых войнах сгорело уже более \$300 млрд мирового ВВП, но главные сражения еще не состоялись. Инвесторы с опасением ждут развязки – нового торгового соглашения



между США и Китаем либо введения пошлин на товары на сумму более \$400 млрд и обмена санкциями. Обострение конфликта ударит по китайской экономике, замедление которой уже началось. Торможение роста китайского ВВП называют одним из главных рисков в 2019 году.

Быстрый рост азиатских экономик опасен тем, что в любой момент может произойти коллапс на денежных и фондовых рынках, а затем и падение в реальном секторе. Риск рецессии в мировой экономике сейчас связывают с проблемами Китая: его население стареет, ВВП повышается все медленнее, инфляция ускоряется, а ключевой торговый партнер развязал торговую войну. Для России последствия этой истории могут быть негативными. В их числе сокращение товарооборота, но главным риском является снижение цены на нефть.

### В поисках «черного лебедя»

Стоило на рынке зародиться негативной динамикой, которая пока не тянет даже на хорошую коррекцию, в финансовых СМИ участились поиски «черного лебедя». Кандидатами в таковые номинируют тех, кто на самом деле ими не является. Угрозу для фондового рынка видят со стороны разворачивания торговой войны США и Китая, проблем внутри ЕС, падения цены на нефть и других хорошо известных источников напряжения, которые время от времени приковывают к себе внимание, создавая нервозность на рынках.

Но по своей сути «черный лебедь» – это неординарное событие, которое не находится в центре внимания и появление которого невозможно предсказать. Это более всего напоминает разрушительное землетрясение, мощное цунами или природный катаклизм иного рода, который повлияет на экономику страны, региона или даже планеты. Такие события бывали, но нет оснований считать, что серьезное бедствие наступит именно в 2019 году. Мы полагаем, что и лежащие на поверхности риски достаточно сильно повлияют на мировые фондовые биржи.



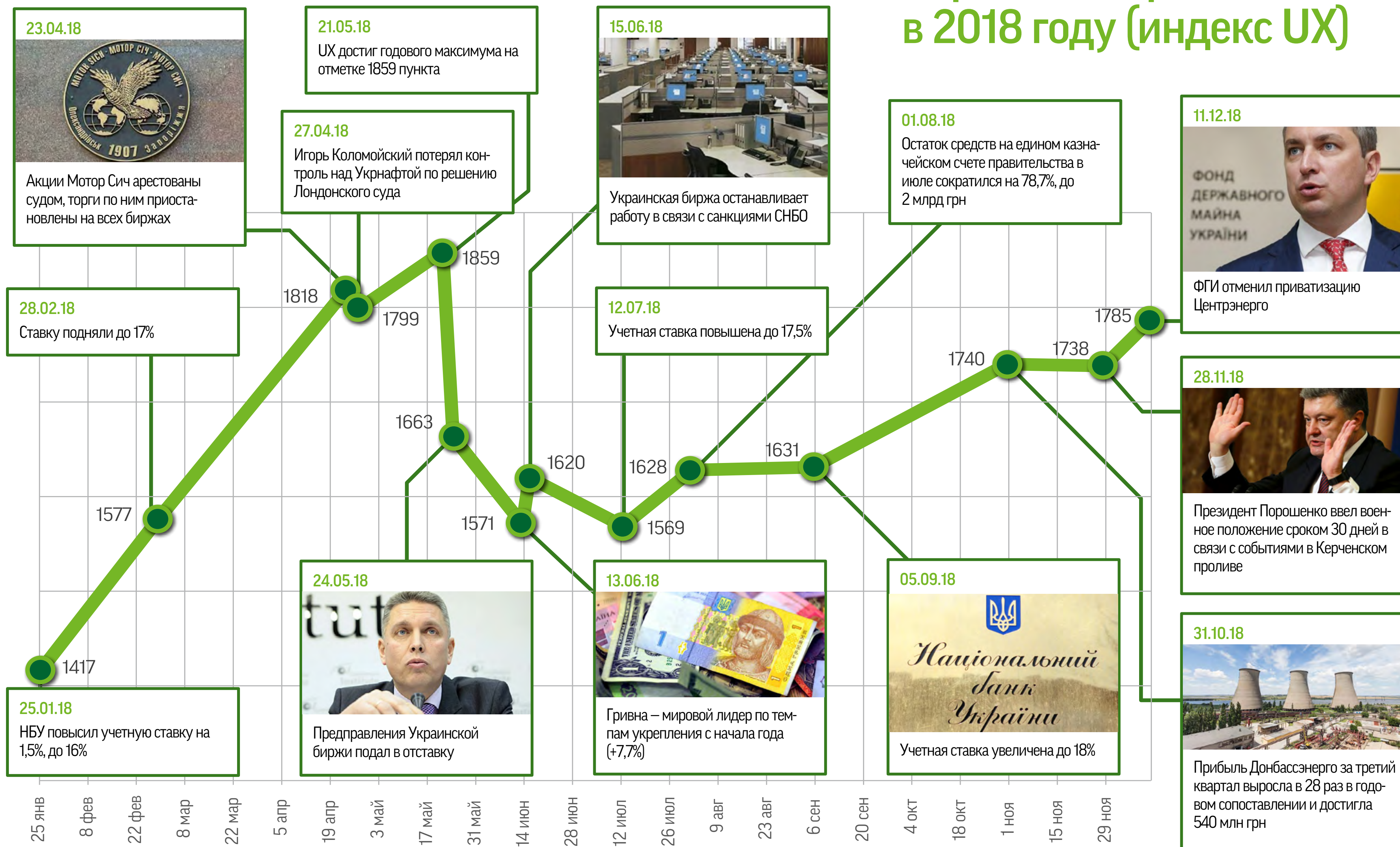
### Ожидаем

Мы полагаем, что 2019 год станет не слишком благополучным для экономики и российского фондового рынка. Риск коррекции, на мой взгляд, выше, чем шансы на дальнейший рост. При самом негативном развитии событий возможно снижение до 950 п. по индексу РТС и до 1300–1500 п. по индексу Мосбиржи. Условием реализации этого сценария выступит падение цены на нефть ниже \$40 за баррель, а также экономические потрясения в Китае и еврозоне. Но все же угроза осуществления апокалиптических ожиданий в 2019 году, на мой взгляд, низка. Базовый прогноз: снижение рынка к концу года до 1050 п. по индексу РТС и до 1800 п. по индексу Мосбиржи. Лучше рынка, на мой взгляд, будут акции ритейлеров, банков, телекомов, энергогенерирующих компаний.





# Биржевая Украина в 2018 году (индекс UX)



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Украинский рынок. Итоги года

## Гривна в лидерах среди валют EM

Уходящий год в Украине начался с неутешительной динамики на валютном рынке. Заложенный в бюджет средний курс гривны к доллару на уровне 30,1, а также повышение социальных стандартов в начале и середине года подтолкнули нацвалюту к отметке 28,9 грн за доллар уже в январе. Вследствие этого НБУ в январе поднял ставку на 1,5%, а в феврале – еще на 1%. На этом фоне в середине марта курс гривны достиг пикового значения 25,90. Для закрепления результата и чтобы успокоить рынок перед пиковыми выплатами по внешнему долгу, приходящимися на вторую половину года, НБУ повысил ставку еще на 0,5% в середине лета. Тактика регулятора оказалась успешной: гривна по итогам первого полугодия вышла в мировые лидеры по темпам укрепления.

За месяц до этого в отставку ушел министр финансов Александр Данилюк. Это событие стало началом черной полосы для рынка. Самым негативным моментом стала реакция на данные по остаткам на ЕКС (единый казначейский счет) страны: на 1 августа они сократились на 78,7%, до критически низкого уровня 2 млрд грн. Спасти ситуацию удалось лишь оперативным размещением «коротких» еврооблигаций. В дальнейшем правительству все-таки удалось выполнить все условия для получения транша от МВФ в размере \$1,9 млрд, который по обещанию финансового института должен поступить в украинскую казну к концу года. Данное позитивное событие дало Минфину основание, чтобы снова разместить еврооблигации на сумму \$2 млрд под ставку 9,4% годовых. Это позволило нивелировать риски, связанные с погашением внешнего долга.

В начале года украинская биржа уверенно росла на итоговой отчетности эмитентов и достигла своего пика (UX:+36%) в период дивидендных выплат в конце мая. Однако ситуация кардинально изменилась уже через два дня после установления украинским фондовым индексом годового максимума. Предправления биржи Олег Ткаченко, который занимал свой пост более 10 лет, подал в отставку. Недели позже СНБО (Совет национальной безопасности и обороны Украины) ввел санкции в отношении производителей программного

обеспечения, которое использует украинская биржа. В результате торги на ней были приостановлены с 15 июня. Индекс UX на этом фоне растерял половину своего роста с начала года. Брокерские компании перешли на менее технологичную биржу ПФТС, основной проблемой которой является отсутствие возможности совершать сделки в режиме интернет-трейдинга. Индекс UX стал рассчитываться на основании котировок биржи ПФТС.

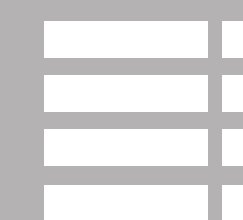
Из-за стремительно растущей учетной ставки инвесторы начали переводить средства на рынок государственного долга, где ставка фиксированной доходности поднялась до 18% годовых. Доля физически лиц, инвестировавших в ОВГЗ (облигации внутреннего государственного займа), по итогам года поднялась в четыре раза – с 1,4 млрд до 5,8 млрд грн.

Ситуация на рынке акций немного улучшилась лишь в ноябре, с публикацией квартальной отчетности. Сильные результаты продемонстрировали Укрнафта и Донбассэнерго, однако у обеих компаний есть проблемы. За Укрнафтой числится налоговый долг, образовавшийся в 2014-2015 годах, и руководство компании не видит механизмов его погашения без содействия правительства. У Донбассэнерго в середине года сменился собственник. Он намерен проводить строительство и реконструкцию энергоблоков, поэтому прибыль, полученная по итогам 2018 года, может быть направлена на эти цели. Драйвером роста для украинского рынка выступили также твердые заверения правительства о планах приватизации Центрэнерго с участием иностранных инвесторов в конце этого года. Однако до середины декабря этого не случилось. Интерес к предприятию проявляли лишь украинские предприятия, которые оказались неспособны доказать происхождение своих доходов в ходе подготовительного этапа приватизации. В итоге конкурс был отменен. Стоит отметить, что Центрэнерго – это самый ценный лот, который остался в государственной собственности, его приватизацию готовили четыре года. И вот, несмотря на набранные в течение уходящего года 30%, UX заканчивает последние торговые сессии на минорной ноте.

### Динамика наиболее интересных акций

Акция	значение на 28.12.2017	значение на 13.12.2018	изменение, %
Донбассэнерго, (DOEN)	18,2633	31,4	71,93
Мотор Сич, (MSICH)	3699	5475	48,01
ETF Индекс УБ, (KUBI)	50,1	70,27	40,26
Центрэнерго, (CEEN)	12,7605	14,75	15,59
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,2946	0,34	15,41
Турбоатом, (TATM)	13,158	13,3	1,08
Укрнафта, (UNAF)	141,13	130	-7,89
МНР S.A., (MHP)	369	280	-24,12
Ferrexpo (FXPO)	293,1	187,3	-36,10

Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Украинский рынок

## Основные тренды

**1.** Временные негативные внешние факторы, связанные с торговой войной между Китаем и США, привели к падению с октября цен на железную руду с пиковых значений на 12%. Одной из основных причин этого, на наш взгляд, стало сокращение импорта в Китай, где производители серьезно беспокоятся насчет результатов переговоров между Пекином и Вашингтоном. Однако уже сейчас можно констатировать некоторый прогресс в этих переговорах. На данном фоне инвесторам стоит присмотреться к компании Ferrhexro, корреляция акций которой в 2018 году с ценой железной руды составляет 70%. Компания сделала гораздо более привлекательной для инвесторов свою дивидендную политику, увеличив долю прибыли, направляемой на эти цели, на 89%. Промежуточные дивиденды за первое полугодие 2018-го составили \$74 млн против \$39 млн годом ранее. Кроме того, руководство Ferrhexro до 2020 года прогнозирует увеличение выпуска окатышей на 30%, что позитивно скажется на выручке компании. Небольшой драйвер роста котировки металлурга получат уже в начале 2019 года, после отмены военного положения, на ввод которого инвесторы негативно отреагировали в конце ноября.

**2.** По итогам года НБУ прогнозирует базовую инфляцию на уровне 10,1%. По нашим оценкам, в 2019-м она может снизиться до 8,7%, что позволит регулятору смягчить монетарную политику. В этом случае в первом полугодии учетную ставку могут опустить до 17%, а к концу года – в случае реализации инфляционных ожиданий – до 16%.

**3.** Появление института номинального держателя, а также упрощение валютного законодательства, которое вступит в силу в феврале должно способствовать значительному увеличению притока иностранных инвестиций во внутренний долг Украины. Доля зарубежного капитала в нем вырастет до 30% с практически нулевого уровня. В результате соответствующих изменений открывать счета в национальной депозитарии Украины смогут глобальные костадианты, такие как BNP Paribas, BNY Mellon, Citibank, Deutsche Bank, HSBC Securities Services, JP Morgan и другие.

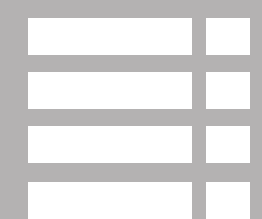
**4.** На наш взгляд, средний курс гривны к доллару в 2019 году будет стабильно держаться в пределах 28,50-29. К минимумам котировки будут опускаться в преддверии выборов президента в марте. Тогда курс пары USD/UAH может пробить отметку 29. Поддержку национальной валюте при условии позитивной внешнеэкономической конъюнктуры окажет упомянутый выше приток иностранных инвестиций на долговой рынок страны. Продолжит улучшаться соотношение между госдолгом и ВВП. С уровня начала этого года 71,8% к его концу оно опустилось до 61,55% и, по прогнозу Минфина, по итогам 2019-го снизится до оптимальной отметки 52,2%.

**5.** В 2019 году вероятно возобновление работы Украинской биржи в обычном режиме. Китайская Bohai Commodity Exchange после одобрения Антимонопольного комитета может получить 29% Украинской биржи в обмен на программное обеспечение стоимостью в \$1 млн. По слухам биржа еще до конца 2018-го предоставит брокерским компаниям ПО для предварительного тестирования.

Динамика индекса UX, 1 год



Динамика USD/UAH, 1 год





# Казахстанский фондовый рынок: важные новости за 2018 год на одной странице (индекс KASE)

Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



ЦеснаБанк вышел из состава акционеров Банка ЦентрКредит



Национальный банк снизил базовую ставку до 9%



Локальный кризис развивающихся рынков начинает разгон. Торговые войны приводят к снижению цен на медь



Позитивный сезон отчетности за 3-й квартал.



Казактелеком покупает 75% акций Kcell



Казактелеком подал заявку в антимонопольное агентство на покупку 75% акций Kcell



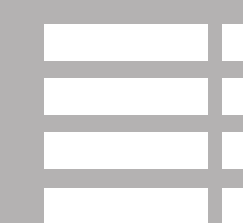
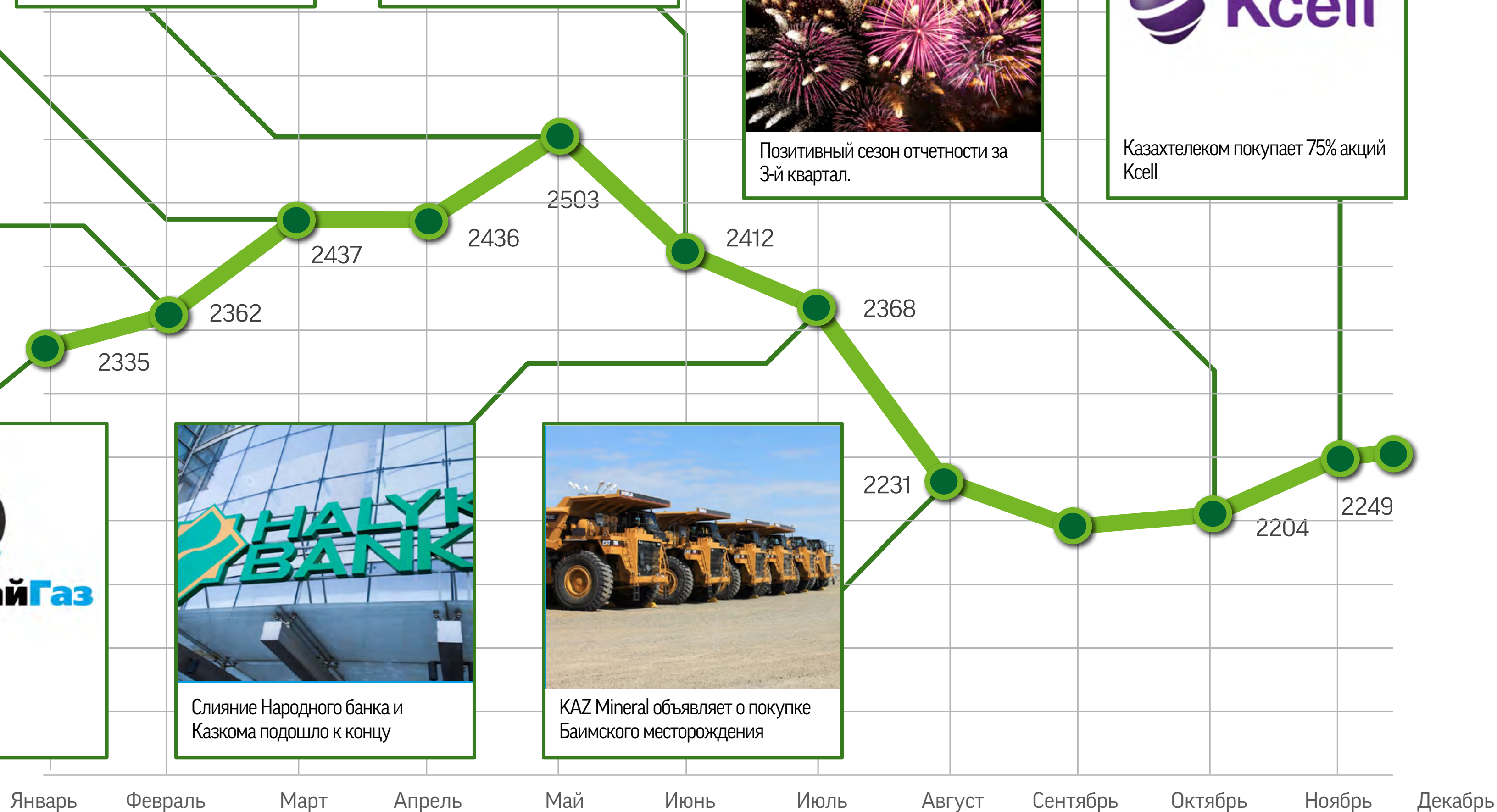
Обратный выкуп акций РД КазМунайГаз



Слияние Народного банка и Казкома подошло к концу



KAZ Mineral объявляет о покупке Баимского месторождения





# Казахстан. Итоги 2018 года

## Рост сдержал неоднозначный внешний фон

После весьма удачного для KASE 2017 года в году уходящем ситуацию подпортил внешний фон. Торговые войны, высокая волатильность на биржах Китая, Европы и США, ужесточение монетарной политики ФРС, санкции против России – все это стало сдерживающими факторами для казахстанского рынка

**В начале года рынок продолжил ралли на насыщенном корпоративном новостном фоне.** На волне позитива в банковском секторе активно прибавляли в цене акции Банка ЦентрКредит и Народного банка. БЦК ожидал выхода крупного акционера из своего капитала, а Народный банк готовил слияние с Казкомом. Новость о подаче заявки Казахтелекома на покупку 75% акций Kcell позволила котировкам взлететь более чем на 70%. На волне общего позитива и повышения цен на медь акции KAZ Minerals достигали отметки 4700 тг.

**Впрочем, в феврале казахстанский рынок пережил первую волну давления внешних рынков.** 2 февраля резко скорректировались индексы США, что оказало несущественное влияние на KASE, поскольку уже к середине месяца завершился первый этап обратного выкупа акций РД КМГ. Освободившиеся средства начали перераспределяться в индексе, особенно способствуя росту акций КазТрансОйла. К тому же в феврале начали появляться первые прогнозы по дивидендам.

**Рост индекса KASE продлился до конца марта.** В апреле на казахстанский рынок накатила еще одна волна внешнего негатива, и на этот раз в лидерах падения оказалась Россия. Из-за новых корпоративных санкций начал корректироваться рубль, а за ним и тенге. Тем не менее KASE не слишком остро отреагировал на данный негатив, так как приближался май, а с ним и традиционный сезон дивидендов. В третьей декаде мая KASE достиг

отметки 2538 пунктов. Дивидендный позитив был исчерпан, после чего рынок начал отыгрывать ослабление тенге.

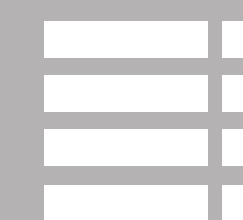
Второе полугодие для казахстанского рынка началось с коррекции. В начале июня вниз индекс двигали котировки KAZ Minerals, reagiroвавшие на удешевление меди. К середине июня КазТрансОйл, как обычно, заплатил большие дивиденды, отметившись большим гэпом после даты фиксации реестра. Из-за падения котировок упомянутых компаний индекс KASE вошел в пике, которое продолжалось три месяца. Самым сложным периодом стал август, когда тенге подешевел до 380 за доллар, а KAZ Minerals объявила о покупке Баимского месторождения, что привело к однодневному падению ее акций на 28% на LSE.

**Третий квартал стал точкой разворота.** В сентябре рыночная конъюнктура начала стабилизироваться, акции на KASE стали реагировать на фундаментальные факторы. Была повышена базовая ставка, курс тенге нормализовался. Отличные финансовые результаты показали KEGOC, Народный банк и Казахтелеком. На Мосбирже и KASE были запущены торги ETF на казахстанский рынок. На AIX состоялось первое крупное размещение акций уранового гиганта Казатомпром. В середине декабря Казахтелеком купил 75% акций Kcell, что стало драйвером роста для обеих компаний. Несмотря на волатильность цен на нефть, KASE продолжает медленное восстановление.

Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год





# Ожидания от KASE в 2019 году

## Разворот вверх, дивиденды и новые IPO

### Топ-5 трендов следующего года:

**1. Новые IPO крупных компаний.** В 2019 году провести первое публичное размещение своих акций собираются Казмунайгаз, Air Astana, Жилстройсбербанк и НК КТЖ. Доразместить свои акции на АИХ планируют Казатомпром и Казахтелеком. Программа приватизации может привлечь на рынок новых инвесторов за счет размещения новых крупных и перспективных компаний, как это было с IPO Казатомпрома. Не исключаем дуального листинга новых компаний на KASE и АИХ.

**2. Тренд на восстановление и рост.** На наш взгляд, 2018 год для казахстанского рынка был своего рода передышкой после очень удачного 2017-го. В третьем квартале индекс KASE развернулся вверх и закончит год ростом на 7-9%. Статистически с 2009 года рынок растет в среднем на 8,6% в первом квартале. Потенциал роста сохраняют все акции индекса, особенно Народный банк, Банк ЦентрКредит и КазТрансОйл.

**3. Внешний фон улучшится. Мы довольно позитивно смотрим на исход переговоров Китая и США о взаимной торговле.** Считаем, что в первом квартале 2019 года должно быть подписано соглашение, которым и завершится торговый конфликт двух крупнейших экономик мира. Это позитивно скажется на развивающихся рынках, ценах на медь и акциях KAZ Minerals.

**4. Хорошая дивидендная доходность.** В 2019 году новой дивидендной фишкой станет Казатомпром. По нашим прогнозам, дивидендная доходность его акций составит около 10%. Ожидаем, что второй год подряд будет выплачивать дивиденды Народный банк, на этот раз с доходностью 7-9%. Также без изменений останется дивидендная политика KEGOC и КазТрансОйла.

**5. Стабильные цены на нефть.** Ожидаем, что нефть в следующем году найдет баланс между спросом и предложением и останется на довольно высоких уровнях – \$65-70 за баррель марки Brent.

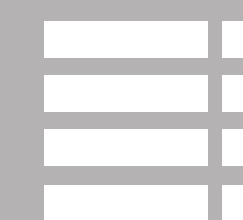
**6. Основные риски связаны с падением темпов роста мировой экономики.** К текущему моменту наблюдается замедление ведущих экономик Европы, а также Японии и Китая. Для Казахстана, как для развивающегося рынка, риском может выступить ужесточение монетарной политики крупных центральных банков и сворачивание программ количественного смягчения. В случае если переговоры США и Китая не приведут к позитивному решению, замедление темпов мировой экономики может усилиться.

### Ожидания

В сентябре индекс KASE нащупал дно и начал фазу восстановления, которая, как мы ожидаем, продолжится в 2019 году. Следующий год может пройти под знаком ряда IPO и приватизации на местном рынке. На сегодня объявлены предварительные планы по выходу на IPO четырех компаний под управлением Самрук-Казына. Также планируется провести SPO Казатомпрома и Казахтелекома.

### Динамика акций и ГДР

Акция	значение на 17.12.2018	значение на 03.01.2018	изменение, %
Индекс KASE	2 287,86	2 164,47	5,7%
Казахтелеком (KASE)	35 198,99	20 550,00	71,3%
Банк ЦентрКредит (KASE)	244,71	197,00	24,2%
Халык Банк (KASE)	101,49	84,68	19,9%
KEGOC (KASE)	1 565,59	1 381,01	13,4%
SPDR S&P 500 ETF (KASE)	100 430,00	90 576,67	10,9%
Халык Банк (ADR)	10,40	10,40	0,0%
Bank of America (KASE)	9 889,99	9 999,99	-1,1%
КазТрансОйл (KASE)	1 307,01	1 339,00	-2,4%
K Cell (KASE)	1 678,00	1 730,37	-3,0%
K Cell (GDR)	4,60	4,91	-6,3%
АЗМ (KASE)	9 571,69	11 830,08	-19,1%
KAZ Minerals PLC (KASE)	2 535,00	3 880,00	-34,7%
Баст (KASE)	36 350,47	57 070,05	-36,3%
KAZ Minerals PLC (GDR)	540,80	873,60	-38,1%





# Итоги рынка IPO-2018

## Декабрьское затишье после активного года

Коррекция S&P500 в начале года заставила многие компании отложить или перенести свои IPO. Однако рост рынка с апреля по октябрь и достижение исторических максимумов по индексу S&P500 подарили множество интересных размещений

### Сложный и волатильный год

За текущий год IPO провели свыше 250 компаний, которые привлекли в общей сложности \$63,7 млрд. Самым крупным стало размещение «дочки» французского страхового гиганта AXA SA – AXA Equitable Holdings: его объем составил \$2,7 млрд, компания разместила на Нью-Йоркской бирже 137,3 млн акций по \$20. На данный момент акции торгуются ниже цены IPO на 12%.

На конец года доходность свыше 100% показывают Elastic (+115%), Kezar Life Sciences Inc (+119%), Guardant Health Inc (+120%), Inspire Medical Systems Inc (+160%), Zscaler (+162%), Goosehead Insurance Inc (+174%), Allakos Inc (+233%), Tilray Inc (+344%), AGM Group Holdings Inc (+564%).

Главным разочарованием года стали SSLJ.com Ltd (-93%), iPic Entertainment Inc. (-83%), Genprex Inc. (-76%), ElectraMeccanica Vehicles Corp (-74%), EverQuote Inc. (-71%), Sunlands Online Education Group (-71%) и Safe-T Group Ltd (-70%).

В 2018-м были серьезно недооценены размещения китайских компаний, в том числе iQIYI, Tencent Music, Xiaomi Corp. Из-за торговой войны между США и Китаем данные активы оцениваются как высокорисковые, несмотря на сильный финансовый профиль.

Из 256 дебютировавших на открытом рынке эмитентов 124, или 48% от общего числа, торгуются выше цены IPO, 18 (7%) демонстрируют нулевую доходность, 114 (45%) котируются ниже цены размещения.



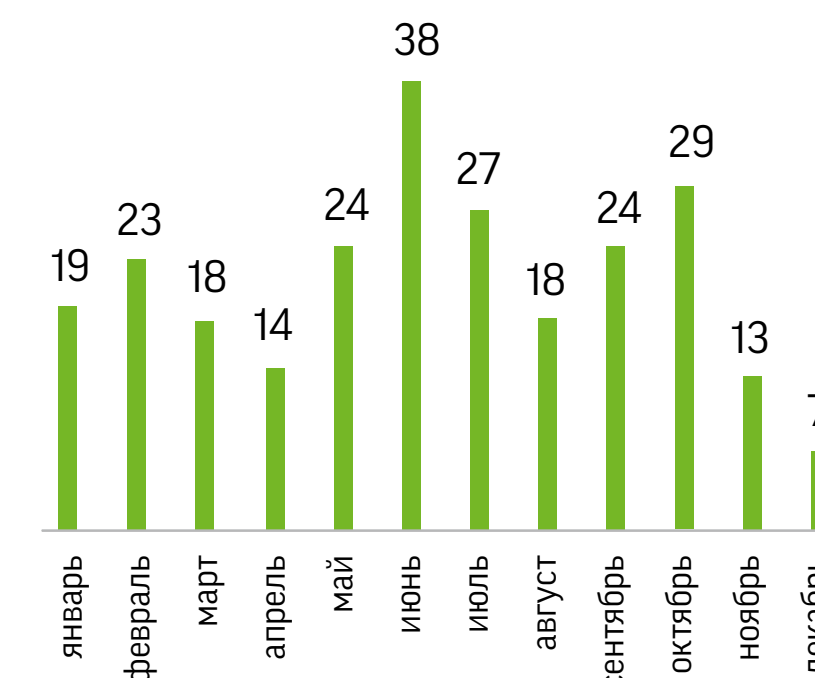
Индекс SPX с начала года



Индекс ETF IPO с начала года



Количество размещений в месяц





# Прогноз на 2019 год

## Самые долгожданные размещения

В целом мы смотрим на перспективы этого рынка оптимистично, так как некоторые крупные компании, в частности Lyft и Uber, уже подали заявки на IPO, которые должны состояться в первой половине будущего года

Ерлан Абдикаримов,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»

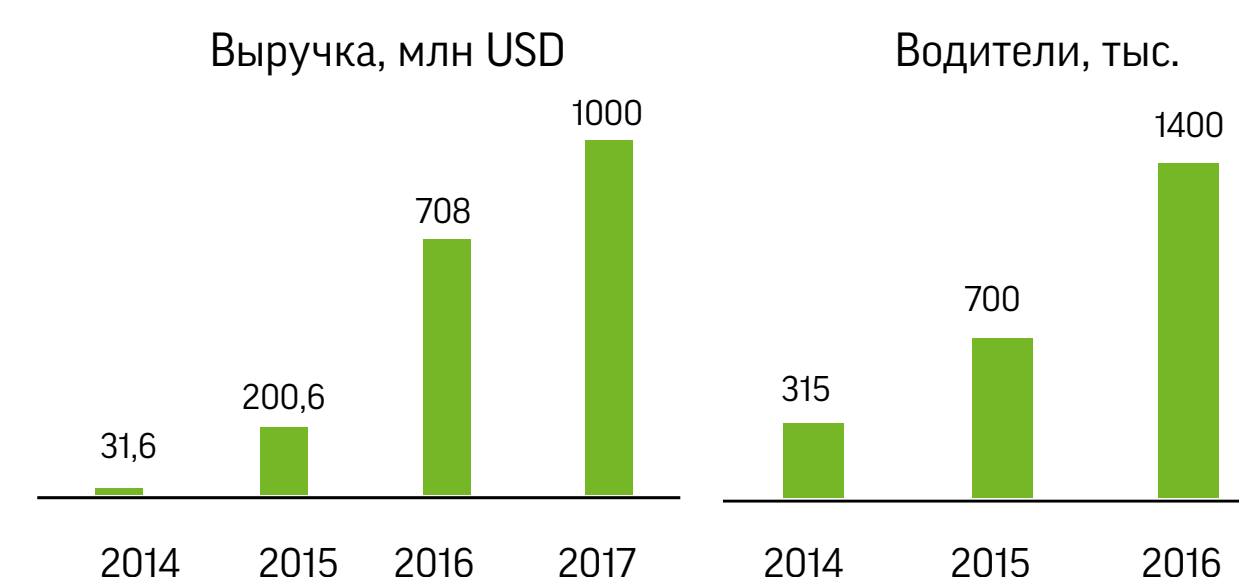


Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



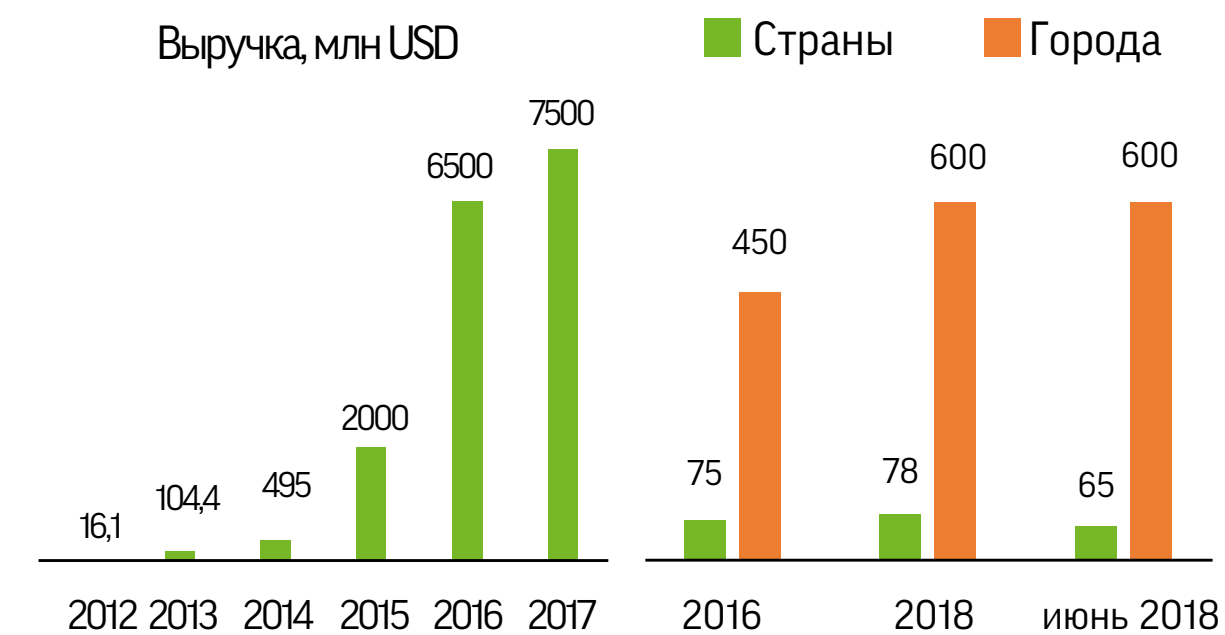
Дата основания: **2012 г.**  
Число сотрудников: **4000**  
Всего привлечено: **\$4,5 млрд**  
Последняя оценка: **\$15 млрд**  
Выручка, 2017 г.: **\$1 млрд**  
Темпы роста, 2017 г.: **+41%**

**1. Lyft** – сервис по заказу такси онлайн, базирующийся в Сан-Франциско, главный конкурент Uber. Сейчас компания предлагает свои услуги в более 300 городах США, ее пассажирооборот превышает 1 млн поездок в день. В конце 2017 года в компании работало более 1,4 млн водителей.



Дата основания: **2009 г.**  
Число сотрудников: **16000**  
Всего привлечено: **\$26,8 млрд**  
Последняя оценка: **\$72 млрд**  
Выручка, 2017 г.: **\$7,5 млрд**  
Темпы роста, 2017 г.: **+15%**  
Убыток, 2017 г.: **\$4,5 млрд**

**2. Uber** – международная онлайн-платформа по заказу такси и иных сервисов. На сегодняшний день услуги Uber доступны в 600 городах 77 стран. IPO компании может стать крупнейшим в 2019 году и войти в пятерку самых масштабных размещений за всю историю. Инвестбанки ожидают, что Uber перед IPO оценят в \$120 млрд. На июнь 2018 года в компании работало более 3 млн водителей.





# Прогноз на 2019 год

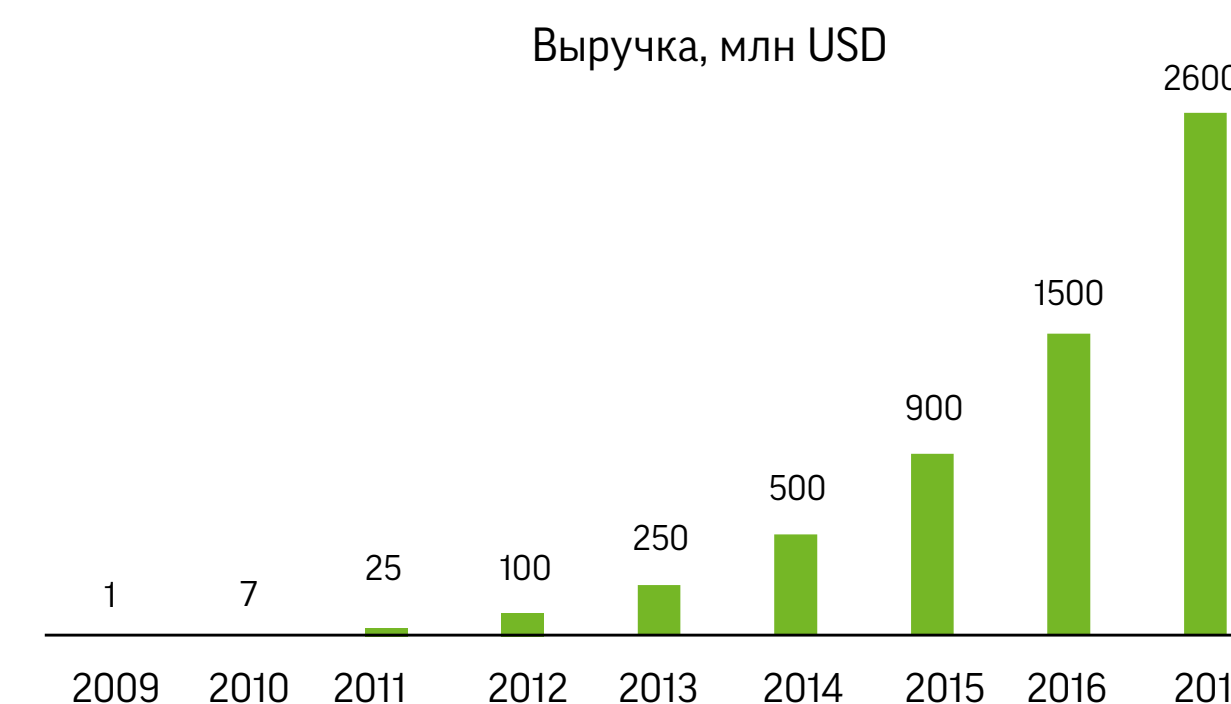
## Самые долгожданные размещения

Также возможны IPO не менее интересных компаний, в том числе Airbnb, Slack, Palantir, Tanium и других.



Дата основания: **2008 г.**  
 Число сотрудников: **9869**  
 Всего привлечено: **\$4,5 млрд**  
 Последняя оценка: **\$30 млрд**  
 Выручка: **\$2,6 млрд**  
 Темпы роста, 2017 г.: **+73%**  
 Чистая прибыль: **\$100 млн**

**3. Airbnb** – это онлайн-платформа для предоставления жилья в аренду по всему миру. Компания оказывает свои услуги в 190 странах мира. По данным CB Insights, ее стоимость вторая после Uber среди стартапов из Сан-Франциско. За свою историю для развития и продвижения бизнеса компания приобрела более 17 фирм. В числе ее инвесторов фонды Sequoia Capital, TCV, All Blue Capital, CaptalG, Bucket Capital и Andreessen Horowitz.



Дата основания: **2009 г.**  
 Число сотрудников: **1553**  
 Всего привлечено: **\$1,3 млрд**  
 Последняя оценка: **\$7 млрд**

**4. Slack** – разработчик сервиса для корпоративной переписки. Услуги компании приобрели популярность благодаря интеграции с более чем 100 разных сторонних сервисов. Компания не раскрывает свои финансовые показатели, но, по данным Techcrunch, в 2017 году она получила доход около \$200 млн. Количество пользователей у Slack с сентября 2015 года выросло с 2 млн до 8 млн в мае 2018 года, число платных подписчиков поднялось с 1 млн в марте 2016-го до более 3 млн к маю 2018-го.

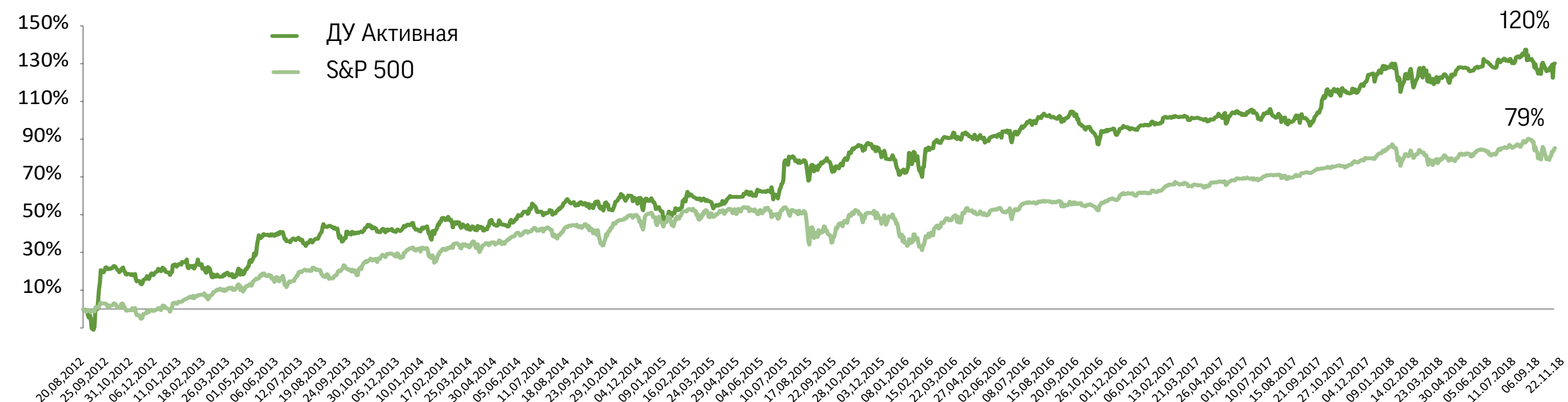




# ДУ портфель 2018 с прогнозом на 2019

Портфель Доверительного управления в текущем году принес доходность 2,4% при снижении S&P500 на 1,5%. К сожалению, повторить успех 2017 года с доходностью выше 20% на этот раз не получилось, так как рыночная конъюнктура была неблагоприятной. Усиление волатильности оказалось резким, и из-за ее скачка с 10 до 50 пунктов в начале февраля S&P500 упал на 10% со своего максимума. В индексе Dow Jones Industrial Average пять из 10 самых больших за всю историю движений с открытия до закрытия случились именно в уходящем году. Если в 2017 году среднее колебание S&P500 от открытия до закрытия составило в 0,3%, а с конца 1958-го по середину 2018-го равнялось 0,66%, то за 11 месяцев уходящего года среднее движение по S&P500 достигло 0,7%.

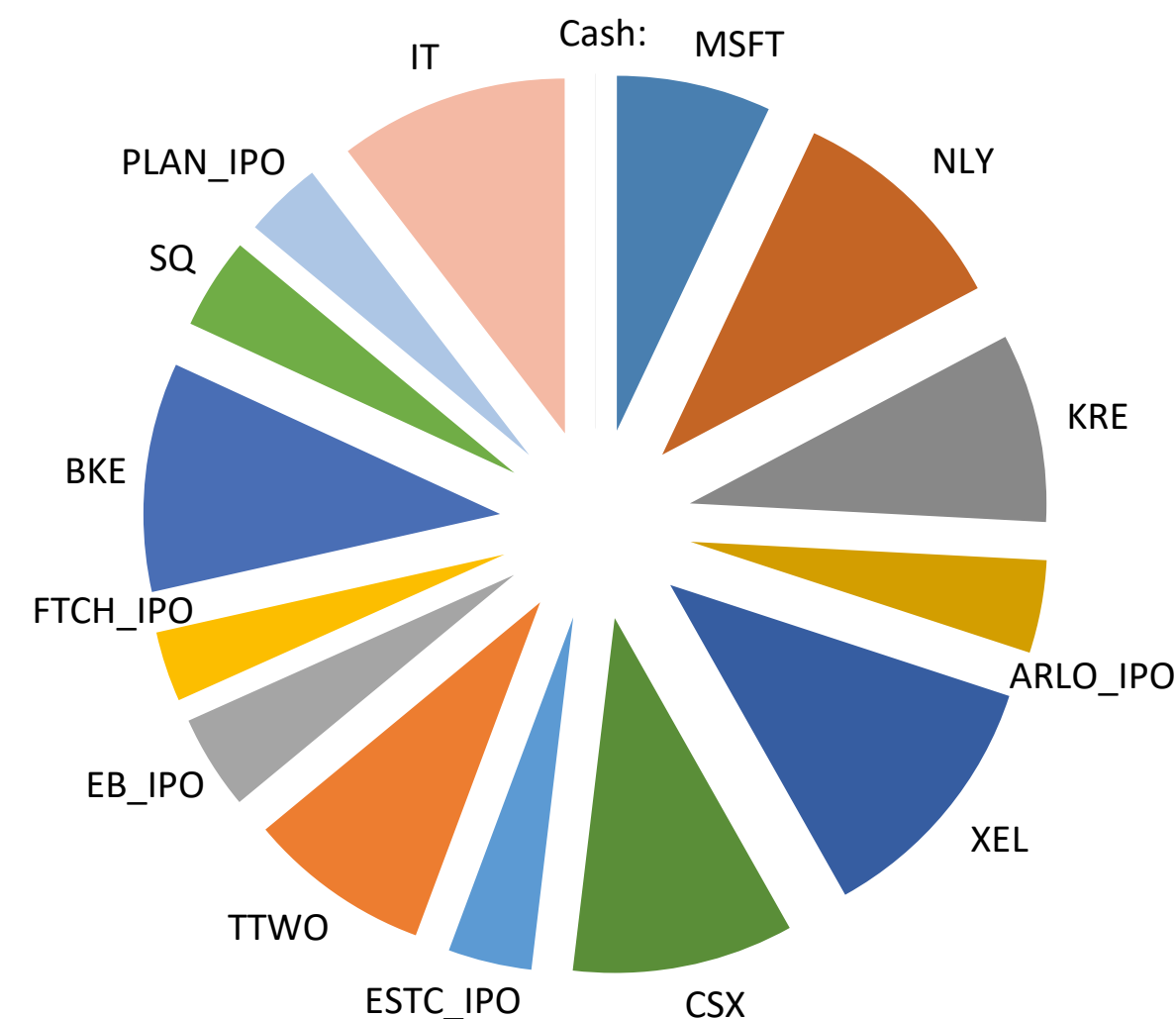
За год состоялось несколько успешных сделок на рынке IPO. В их числе Zscaler с доходностью 70%, DocuSign с доходностью с 37% и другие. Конечно, не все размещения принесли ожидаемую прибыль. Например, убыток по Arlo Technologies составил 34%. По-прежнему актуальна долгосрочная идея в Microsoft, которая приносит 71% доходности. Однако в основном удачными оказались краткосрочные, спекулятивные идеи: Biogen с доходностью 21%, Facebook и TripAdvisor принесли прибыль в 15%, Dine Brands (+12%), Medtronic (+10%), Vishay Intertech (+9%). Самая короткая сделка продолжалась четыре торговые сессии. В результате реализации спекулятивных стратегий оказалось немало убыточных сделок, но в итоге портфель вышел в плюс, показав доходность лучше рынка.



**Игорь Ключнев,**  
заместитель генерального директора  
ИК «Фридом Финанс»



**Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год**  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Наши ожидания

Ожидания по портфелю у нас самые оптимистичные, несмотря на нестабильную ситуацию на фондовых площадках. Благодаря пониманию рынка, мы умеем отбирать самые безопасные в текущих условиях идеи, которые могут реализовать позитивные импульсы. В частности, рассмотрим REITs (инвестиционные фонды недвижимости), на которые повышение ключевой ставки не оказывает сильного влияния, а также циклические сектора (авиаперевозки, продажа товаров длительного пользования, промпроизводство и т.д.).

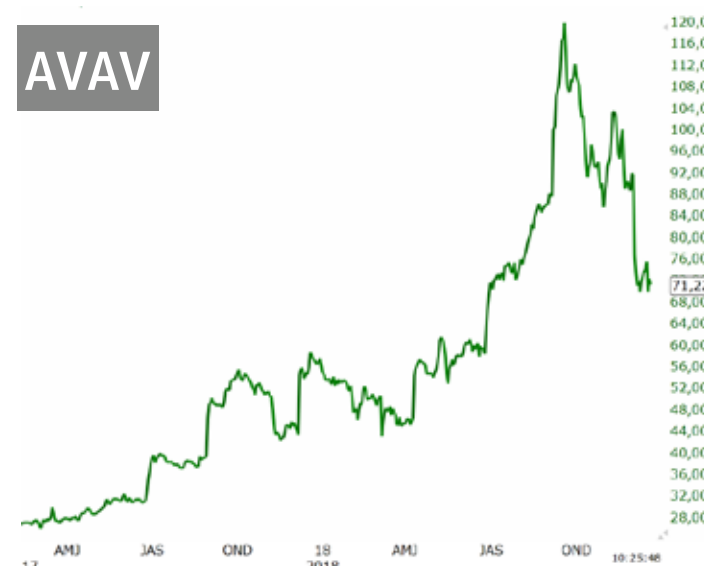




# Инвестиционные идеи на 2019 год для американского рынка



Тикер: **AVAV**  
Текущая цена: **\$72,23**  
Целевая цена: **\$90,86**  
Потенциальная доходность: **26%**



## AEROVIRONMENT INC.

AeroVironment Inc. – это представитель оборонной промышленности, специализирующийся на производстве беспилотных разведывательных летательных аппаратов. Компания имеет долгую историю и успешно работает в своей индустрии уже более 50 лет.

На сегодня AeroVironment Inc. планирует расширить сферу своей деятельности за счет участия в разработке сети 5G совместно с Soft Bank. Компания вошла в совместное предприятие под названием HAPSMobile и занимается созданием прототипов спутников для предоставления сети потребителям. К началу следующего года на рынке должны появиться два прототипа, что будет решающим фактором для инвестиционной привлекательности AeroVironment Inc.

Впрочем, и сейчас компания занимает уверенные позиции на рынке дронов и беспилотников как для военных операций, так и для агропромышленного сектора. Потенциал объема рынка дронов, по данным PwC, оценивается в \$32,4 млрд к 2021 году.

Что касается финансовых показателей, то AeroVironment крайне привлекательна для инвесторов ввиду отрицательного чистого долга. В периоды, когда процентные ставки уверенно растут, делеверизация бизнеса становится одним из конкурентных преимуществ. Благодаря отсутствию платежей кредиторам компания имеет очень высокие показатели ликвидности, которые упрочивают ее долгосрочное положение на рынке на горизонте до двух лет. Крупные участники рынка также заинтересовались AeroVironment. К текущему моменту при суммарной капитализации компании в \$1728 млн совокупные инвестиции со стороны 15 НПФ в нее превысили \$11 млн, также более \$37 млн в акции AeroVironment вложили семь хедж-фондов.

	31.12.2016	31.12.2017	LTM	4Q2018E	1Q2019E	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019	2020	2021	2022
Выручка, \$ млн	264,10	228,94	271,05	70,69	84,83	83,51	78,09	75,64	322,06	380,04	456,04	515,33
EBITDA, \$ млн	15,81	24,13	37,61	8,22	14,70	14,47	14,00	14,01	57,18	70,39	92,64	114,81
Чистый доход, \$ млн	8,97	12,48	20,07	7,16	13,36	13,47	13,30	13,57	53,70	70,73	91,95	112,67
Доход на акцию	0,39	0,54	0,86	0,30	0,56	0,57	0,56	0,57	2,27	2,98	3,86	4,71
Валовая маржинальность	42,45%	41,58%	40,17%	38,91%	41,27%	41,27%	41,27%	41,27%	41,27%	41,27%	41,27%	41,27%
Операционная маржинальность	5,99%	10,54%	13,88%	11,62%	17,33%	17,33%	17,92%	18,52%	17,75%	18,52%	20,31%	22,28%

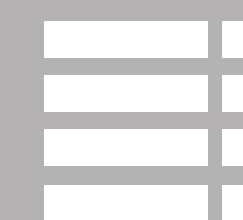
	3Q2018	2019
Долг к активам	0,09	0,08
Долг к акционерному капиталу	0,10	0,09
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,00	0,00
Коэффициент покрытия процентов	-2,82	-3,78
Текущая ликвидность	10,68	11,58
Быстрая ликвидность	8,22	9,24
Абсолютная ликвидность	7,34	8,31
Коэффициент Альтмана	26,41	27,41

Количество инвестировавших хедж-фондов	7
Количество инвестировавших НПФ	15

Акция против Индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
AVAV US Equity	3,39%	-2,11%	-22,96%	-33,27%	27,46%
Russell 2000	-0,07%	-5,37%	-7,98%	-19,94%	-10,74%
S&P 500	0,01%	-3,96%	-5,37%	-13,12%	-5,11%
DJI	0,35%	-3,47%	-5,36%	-11,18%	-4,36%
NASDAQ Composite	0,45%	-4,43%	-3,48%	-15,50%	-2,53%



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

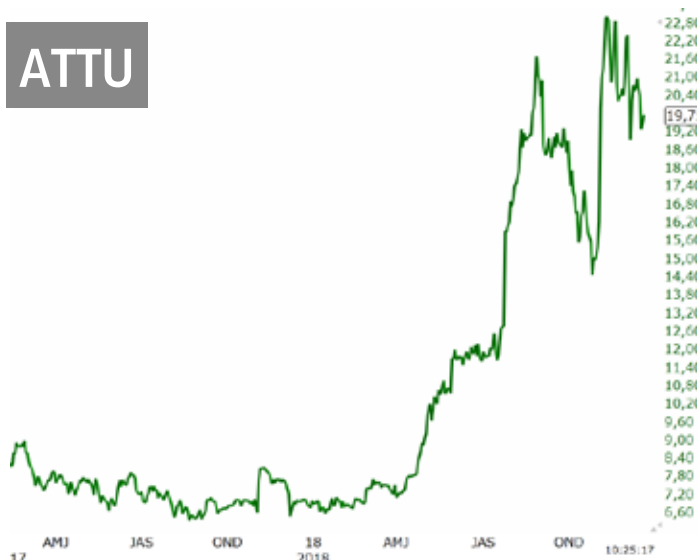




# Инвестиционные идеи на 2019 год для американского рынка



Тикер: **ATTU**  
 Текущая цена: **\$19,54**  
 Целевая цена: **\$29,19**  
 Потенциальная доходность: **49%**



## ATTUNITY LTD.

Израильская компания Attunity оперирует на чрезвычайно перспективном рынке Big Data. Ее капитализация сравнительно невелика, но активное развитие рынка «больших данных» позволяет наращивать выручку высокими темпами.

Основные направления бизнеса Attunity – создание корпоративного программного обеспечения и продажа лицензий на пользование им. Компания активно расширяет клиентский портфель, в который на сегодня входят такие гиганты, как Pfizer, Philips, Mercedes-Benz, Dolby Digital, и предлагает новые продукты в области менеджмента данных, их хранения и анализа с помощью облачных технологий.

С прошлого года выручка компании выросла более чем на 40% и достигла \$80 млн. В следующем году компания прогнозирует показатель на уровне \$130 млн в связи с усилением спроса на средства обработки данных со стороны крупнейших международных компаний.

Основная долгосрочная стратегия Attunity направлена на оптимизацию издержек бизнеса и повышение маржинальности. Рентабельность валовой прибыли компания планирует на уровне 91,5%, затраты на персонал и разработки она намерена снизить до 48% и 16% соответственно. По прочим финансовым показателям компания функционирует крайне независимо, имея отрицательный чистый долг при высоких показателях ликвидности.

Одним из конкурентных преимуществ Attunity можно назвать малый размер, составляющий лишь \$417 млн. Это дает ей возможности показывать стремительный рост, так как ее клиенты готовы платить куда большие суммы за инновационные решения. На текущий момент два НПФ инвестировали в компанию около \$500 тыс., а также шесть хедж-фондов вложили в нее более \$22 млн.

	31.12.2016	31.12.2017	LTM	4Q2018E	1Q2019E	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019	2020	2021	2022
Выручка, \$ млн	48,17	54,49	62,10	19,68	31,71	31,71	35,55	31,49	130,45	163,07	195,68	225,03
EBITDA, \$ млн	0,79	-8,51	-1,02	3,46	1,00	1,53	2,30	2,56	7,40	31,88	37,46	60,76
Чистый доход, \$ млн	-3,61	-10,69	-6,71	2,65	0,48	0,98	1,65	1,95	5,05	26,22	30,80	50,35
Доход на акцию	-0,22	-0,64	-0,39	0,12	0,02	0,05	0,08	0,09	0,24	1,23	1,44	2,36
Валовая маржинальность	84,89%	83,89%	84,13%	88,63%	85,51%	85,97%	86,44%	86,90%	86,90%	88,75%	88,75%	90,60%
Операционная маржинальность	1,63%	-15,61%	-1,64%	17,57%	3,16%	4,82%	6,48%	8,14%	5,67%	19,55%	19,14%	27,00%

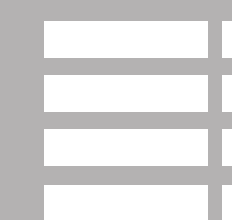
	3Q2018	2019
Долг к активам	0,32	0,37
Долг к акционерному капиталу	0,47	0,61
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,00	0,00
Коэффициент покрытия процентов	-28,93	-6,64
Текущая ликвидность	2,58	2,54
Быстрая ликвидность	1,32	1,33
Абсолютная ликвидность	0,66	0,70
Коэффициент Альтмана	7,15	6,39

Количество инвестировавших хедж-фондов	6
Количество инвестировавших НПФ	2

Акция против Индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
ATTU US Equity	1,40%	-6,69%	-6,01%	3,99%	179,94%
Russell 2000	-0,07%	-5,37%	-7,98%	-19,94%	-10,74%
S&P 500	0,01%	-3,96%	-5,37%	-13,12%	-5,11%
DJI	0,35%	-3,47%	-5,36%	-11,18%	-4,36%
NASDAQ Composite	0,45%	-4,43%	-3,48%	-15,50%	-2,53%



Итоговый инвестиционный за 2018 год  
 21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Инвестиционные идеи на 2019 год для американского рынка



Тикер: **CBS**  
Текущая цена: **\$46,2**  
Целевая цена: **\$53,26**  
Потенциальная доходность: **15%**



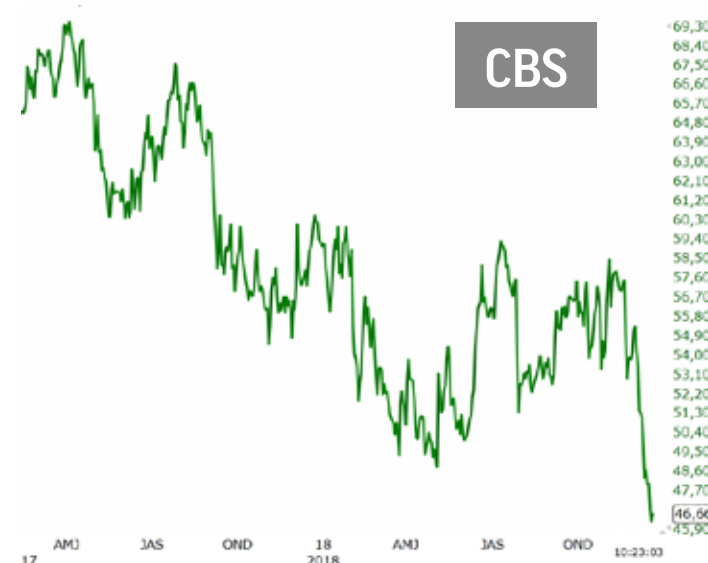
## CBS CORP-CLASS B NON VOTING

CBS – один из лидеров рынка контента мультимедиа в США. Компания функционирует на основе кабельного ТВ и отдельных подписок на шоу различной тематики.

В США у компании порядка 115-120 млн подписчиков, то есть практически треть населения страны. В следующем году численность абонентов планируется повысить на 5%. Более того, на сегодняшний день CBS активно продвигает свои услуги на международном рынке. Ее контент доступен в Канаде в рамках подписки All Access. До конца текущего года должна быть запущена австралийская версия канала под названием 10 All Access. В следующем году географическая экспансия продолжится.

Один из основных рисков для CBS связан с потенциальной сделкой с Viacom. Раньше эти две компании уже работали вместе, но провели сплит-офф, эффект от которого оказался удачным для акционеров компании. Более того, CBS выглядит привлекательной для покупки со стороны, например, Verizon, у которой, в отличие от основного конкурента AT&T, отсутствует собственный медиасегмент. CBS может быть интересна покупателю за счет активного увеличения числа платных подписчиков в Интернете. Оно выросло почти до 9 млн, тогда как прогноз топ-менеджмента, данный пару лет назад, предполагал рост на 8 млн.

Что касается финансовых показателей, то выручка CBS увеличилась на 7% по сравнению с предыдущим годом, до \$3,2 млрд. Операционный доход поднялся с \$729 млн до \$736 млн. \$2560 млн компания направила на программу обратного выкупа с целью повышения доходности акций, остающихся в свободном обращении. Показатели ликвидности у CBS слабые, но способность покрывать процентные платежи не вызывает опасений. При рыночной капитализации компании в \$17,3 млрд 39 НПФ инвестировали в нее \$267 млн, а еще восемь хедж-фондов вложили в общей сложности \$492 млн.



	31.12.2016	31.12.2017	LTM	4Q2018E	1Q2019E	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019	2020	2021	2022
Выручка, \$ млн	12671,00	13166,00	13692,00	3920,02	3698,22	3639,30	3426,15	4116,02	14879,70	15623,68	16248,63	16898,57
ЕБИТДА, \$ млн	2893,00	2846,00	2646,00	951,47	830,72	817,49	769,61	924,57	3342,39	3509,51	3649,89	3795,88
Чистый доход, \$ млн	1413,00	1261,00	357,00	665,74	571,62	562,51	529,57	636,20	2299,90	2429,72	2526,91	2627,99
Доход на акцию	2,92	2,84	0,89	1,83	1,62	1,65	1,60	1,99	7,20	7,60	7,91	8,22
Валовая маржинальность	38%	40%	38%	41%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
Операционная маржинальность	23%	22%	19%	24%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

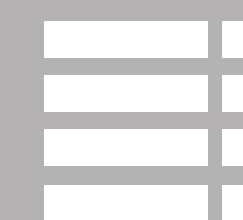
	3Q2018	2019
Долг к активам	0,88	1,15
Долг к акционерному капиталу	7,38	5,12
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,63	0,62
Коэффициент покрытия процентов	6,13	5,93
Текущая ликвидность	1,51	0,54
Быстрая ликвидность	0,97	0,09
Абсолютная ликвидность	0,05	-0,86
Коэффициент Альтмана	0,15	5,26

Количество инвестировавших хедж-фондов-	8
Количество инвестировавших НПФ	39

Акция против Индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
CBS US Equity	-1,32%	-5,06%	-15,95%	-18,52%	-23,22%
Russell 2000	-0,07%	-5,37%	-7,98%	-19,94%	-10,74%
S&P 500	0,01%	-3,96%	-5,37%	-13,12%	-5,11%
DJI	0,35%	-3,47%	-5,36%	-11,18%	-4,36%
NASDAQ Composite	0,45%	-4,43%	-3,48%	-15,50%	-2,53%



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Инвестиционные идеи на 2019 год для американского рынка



Тикер: **CLF**  
Текущая цена: **\$8,37**  
Целевая цена: **\$12,92**  
Потенциальная доходность: **54%**



## CLEVELAND-CLIFFS INC.

Cleveland-Cliffs Inc. – горнодобывающая компания, оперирующая исключительно в США. Это одна из ведущих в стране и мире компаний по производству железной руды, которую она добывает на четырех шахтах в Мичигане и Миннесоте. В текущем году планируется добыть 20 млн длинных тонн железной руды. Суммарные капитальные затраты ожидаются на уровне \$300 млн, затраты на персонал – на уровне \$115 млн, платежи по долгу – \$120 млн, амортизация – \$80 млн. Основными драйверами роста для Cleveland-Cliffs является продажа австралийской шахты Koolyanobbing, ввиду низкого качества добываемой железной руды на уровне 59,1%. Это сырье продается на международном рынке со значительной скидкой относительно бенчмарковой руды, содержащей 62% железа. Другой драйвер роста связан с возобновлением работ на шахте Empire, которая была закрыта в 2016 году на неопределенный срок. Объем производства на этом месторождении в годовом выражении составляет 5,5 млн длинных тонн, или 25,9% от текущего объема добычи компании. Встречи с представителями властей по вопросу возвращения к эксплуатации этой шахты проходили весной текущего года. Окончательного решения пока нет, но в случае возобновления работы Empire выручка Cleveland-Cliffs получит мощный позитивный импульс.

Еще одним преимуществом Cleveland-Cliffs является обработка руды, добытой в США, до гранулированной с содержанием железа на уровне 65%. Данная руда продается с премией к цене бенчмарка, что приумножает доходы компании. Конечные потребители продукции Cleveland-Cliffs – это такие автомобильные гиганты, как Ford, General Motors и Fiat-Chrysler.

Финансовое состояние компании в некоторой степени уникально. Имея чистый долг в размер \$1418 млн, она способна поддерживать крайне высокие показатели ликвидности и коэффициент покрытия процентных платежей. Более того, в долгосрочном периоде Cleveland-Cliffs постепенно снижает свою долговую нагрузку. При суммарной капитализации компании в \$2,5 млрд, что не много для добывающей индустрии, в нее вложились шесть НПФ и восемь хедж-фондов – по \$4 и \$68 млн соответственно.

	31.12.2016	31.12.2017	LTM	4Q2018E	1Q2019E	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019	2020	2021	2022
Выручка, \$ млн	2013,30	2109,00	2330,20	743,96	733,59	721,44	749,22	751,40	2955,64	2985,20	3104,61	3166,70
EBITDA, \$ млн	285,30	356,20	511,30	245,41	196,92	193,66	199,57	198,59	788,74	903,67	920,54	1099,96
Чистый доход, \$ млн	-749,30	174,10	367,00	186,72	96,90	116,57	141,60	140,46	495,53	672,46	808,31	985,08
Доход на акцию	-5,14	0,88	1,28	0,63	0,33	0,39	0,48	0,47	1,66	2,26	2,71	3,31
Валовая маржинальность	11,75%	18,46%	21,53%	35,27%	29,04%	29,04%	29,04%	29,04%	29,04%	34,12%	34,12%	39,21%
Операционная маржинальность	14,17%	16,89%	21,94%	32,99%	26,84%	26,84%	26,64%	26,43%	26,69%	30,27%	29,65%	34,74%

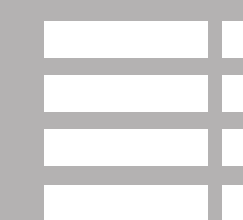
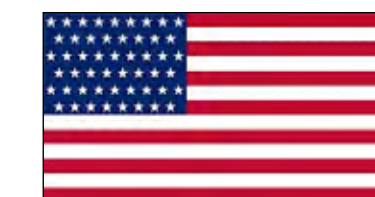
	3Q2018	2019
Долг к активам	1,03	2,31
Долг к акционерному капиталу	-37,25	3,90
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	1,57	1,55
Коэффициент покрытия процентов	8,95	3,31
Текущая ликвидность	4,34	-0,16
Быстрая ликвидность	2,73	-1,57
Абсолютная ликвидность	2,36	-1,90
Коэффициент Альтмана	0,00	-44,00

Количество инвестировавших хедж-фондов	8
Количество инвестировавших НПФ	6

Акция против Индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
CLF US Equity	5,02%	0,00%	-15,96%	-31,51%	14,97%
Russell 2000	-0,07%	-5,37%	-7,98%	-19,94%	-10,74%
S&P 500	0,01%	-3,96%	-5,37%	-13,12%	-5,11%
DJI	0,35%	-3,47%	-5,36%	-11,18%	-4,36%
NASDAQ Composite	0,45%	-4,43%	-3,48%	-15,50%	-2,53%



Итоговый инвестиционный за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Инвестиционные идеи на 2019 год для американского рынка



Тикер: **GILD**  
 Текущая цена: **\$67,35**  
 Целевая цена: **\$107**  
 Потенциальная доходность: **59%**



## Gilead Sciences Inc.

Gilead Sciences Inc. – компания, которая победила гепатит С, в конце 2013 года разработав и выведя на рынок эффективное лекарство от этой ранее неизлечимой болезни. На этом фоне выручка компании два года была рекорды. Тем не менее после пика всегда приходит спад. Успешные результаты терапии в течение короткого времени привели к значительному снижению выручки компании в последующих годах. На первые два квартала текущего финансового года компания прогнозировала выручку на уровне \$20-21 млрд, что на 32% ниже результата того же периода 2017-го. Но по результатам третьего квартала у компании появились планы по улучшению показателей.

Хорошие результаты квартала позволили компании поднять прогноз по выручке до \$20,8-21,3 млрд. Кроме того, на должность исполнительного директора с 1 марта 2019 года вступает Дэниел О’Дэй. На текущий момент Gilead Sciences занимает ведущие позиции в сегменте разработки лекарств для борьбы с ВИЧ. Она производит и продает 10 препаратов, которые покрывают более 60% рынка в текущем году. Кроме того, в разработке находится еще три препарата для борьбы с ВИЧ, четыре лекарства для лечения болезней печени и столько же – против респираторных и воспалительных заболеваний. Также отдельно ведутся разработки 10 лекарств против рака и препараты для борьбы с вирусом Эбола. По пяти категориям продуктов новая статистика выйдет в первом квартале 2019 года.

В начале 2018 года Gilead Sciences выпустила на рынок препарат против ВИЧ под названием Biktarvy и предложила методику борьбы против рака под названием Yescarta. За два квартала продажи Biktarvy выросли более чем в 11 раз, достигнув \$386 млн в третьем квартале при размере рынка лекарств от ВИЧ в \$22,83 млрд. Yescarta захватывает рынок онкологических препаратов не так стремительно, но ее продажи выросли вдвое за полгода, и компания возлагает большие надежды на данную разработку. Отдельного внимания заслуживает персона нового исполнительного директора Gilead Sciences. Дэниел О’Дэй – известная фигура на фармацевтическом рынке, его опыт работы в индустрии превышает 30 лет. Он начал работать в компании Roche Holding AG еще в далеком 1987 году. С 2006 года О’Дэй занимал руководящие должности в компании, которая является уверенным лидером на рынке фармацевтики, в особенности в разработке препаратов против рака. В 2012 году он возглавил отдел фармацевтики в Roche (справа в таблице вы можете увидеть исторические данные по выручке компании за год, а также по количеству выведенных на рынок новых препаратов и тому, сколько из них было ориентировано на лечение онкологических заболеваний). Под руководством О’Дэя выручка подразделения стабильно росла на протяжении пяти лет, формируя 70-80% общих доходов компании. При этом специализация Roche сместилась в сторону разработки онкологических и иммунологических препаратов.

На сегодня Gilead Sciences, успешно победившая гепатит С, надеется найти новые драйверы роста и

	3Q2018	2019
Долг к активам	0,6	0,5
Долг к акционерному капиталу	1,8	1,3
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,8	0,7
Коэффициент покрытия процентов	9,9	28,5
Текущая ликвидность	3,5	4,0
Быстрая ликвидность	3,2	3,7
Абсолютная ликвидность	2,8	3,4
Коэффициент Альтмана	2,5	3,2

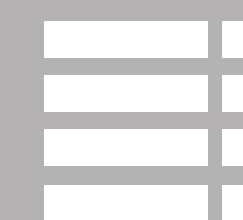
Количество инвестировавших хедж-фондов-	17
Количество инвестировавших НПФ	12

Акция против Индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
GILD US Equity	-1,16%	-1,17%	-4,54%	-8,22%	-9,41%
Russell 2000	-1,55%	-1,06%	-4,65%	-16,79%	-6,77%
S&P 500	-0,02%	0,66%	-1,89%	-8,76%	-1,15%
DJI	0,29%	0,85%	-1,93%	-5,95%	-0,64%
NASDAQ Composite	-0,39%	1,45%	-0,93%	-11,73%	1,53%

Год	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Выручка, млрд Франков	32,8	35,2	36,3	36,7	37,3	39,1	41,2
Новые лекарства	8	11	2	5	5	3	1
Новые онкологические лекарства	5	7	1	4	3	2	1



Итоговый инвестиционный за 2018 год  
 21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Инвестиционные идеи на 2019 год для американского рынка

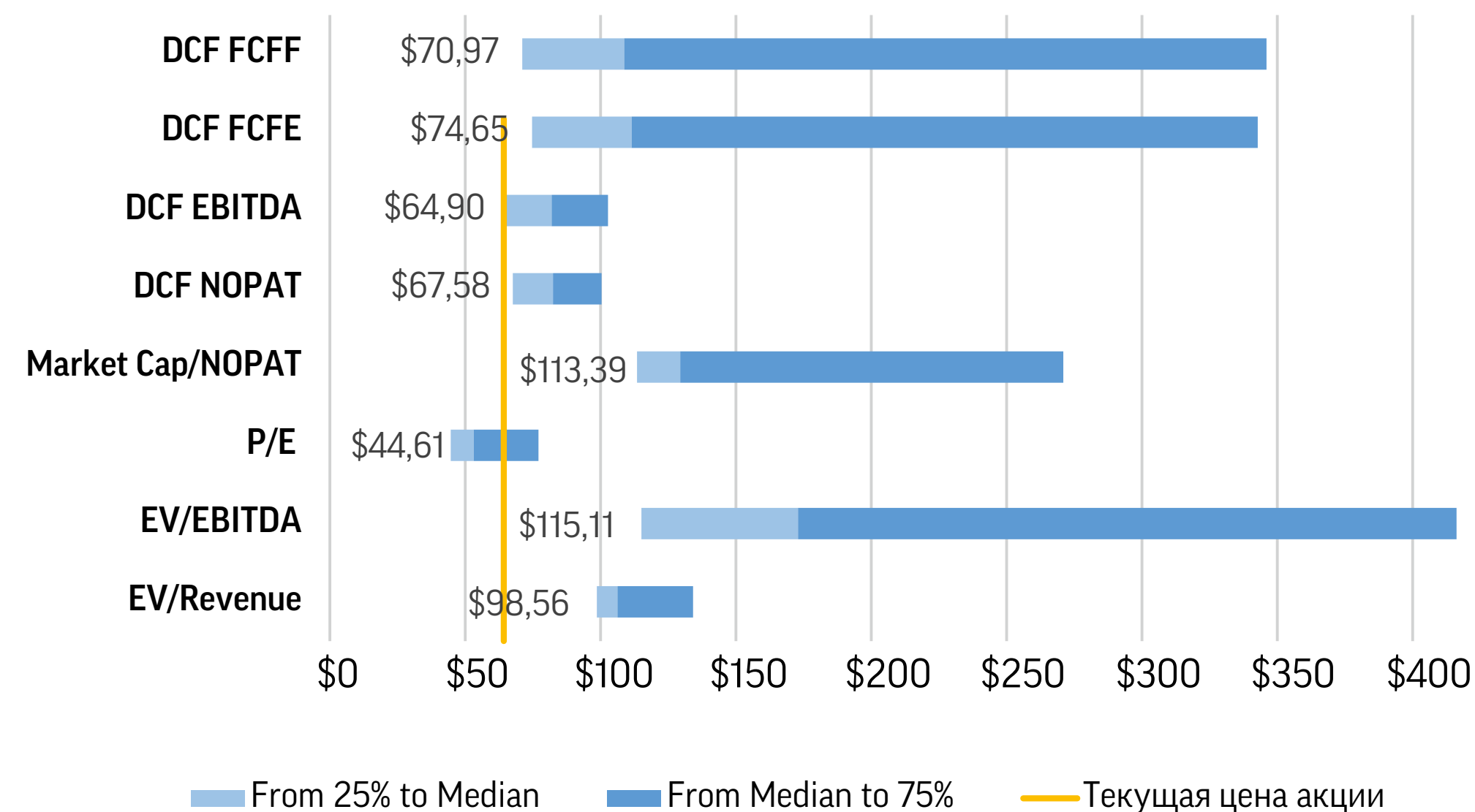


развития в сегменте онкологических лекарств. Именно этим объясняется приглашение на пост исполнительного директора Дэниела О'Дэя. Стоит отметить, что онкологическое направление считается одним из самых перспективных в медицине на текущий момент. До 2030 года CAGR этого сектора оценивается в 1,9%, а к 2022 году капитализация рынка лекарств и методик лечения рака достигнет \$200 млрд.

Еще одной привлекательной стороной Gilead Sciences для инвесторов является активная программа выкупа акций, реализуемая для повышения доходности в целом и курсовой стоимости. Buy back начался в первом квартале 2016 года, выкуп акций по текущей стоимости планировался в объеме \$12 млрд. По результатам третьего квартала 2018 года размер остаточного бюджета под выкуп акций составляет \$6,1 млрд.

Также компании удалось привлечь инвестиции 17 крупных хедж-фондов с суммарными активами свыше \$3 трлн и 12 негосударственных пенсионных фондов, чей риск-менеджмент не позволяет вкладываться в спекулятивные активы. Общий объем инвестиций в Gilead Sciences составил почти \$5 млрд, \$4,2 млрд из которых вряд ли будут выведены из ее капитала в ближайшие 12 месяцев.

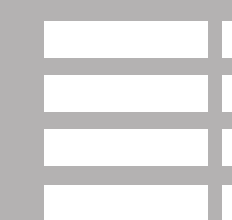
## Целевые цены акций



Итоговый  
инвестиционный  
за 2018 год  
21 декабря  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



	31.12.2016	31.12.2017	LTM	4Q2018E	1Q2019E	2Q2019	3Q2019	4Q2019	2019	2020	2021	2022
Выручка, \$ млн	2013,30	2109,00	2330,20	743,96	733,59	721,44	749,22	751,40	2955,64	2985,20	3104,61	3166,70
ЕБИТДА, \$ млн	285,30	356,20	511,30	245,41	196,92	193,66	199,57	198,59	788,74	903,67	920,54	1099,96
Чистый доход, \$ млн	-749,30	174,10	367,00	186,72	96,90	116,57	141,60	140,46	495,53	672,46	808,31	985,08
Доход на акцию	-5,14	0,88	1,28	0,63	0,33	0,39	0,48	0,47	1,66	2,26	2,71	3,31
Валовая маржинальность	11,75%	18,46%	21,53%	35,27%	29,04%	29,04%	29,04%	29,04%	29,04%	34,12%	34,12%	39,21%
Операционная маржинальность	14,17%	16,89%	21,94%	32,99%	26,84%	26,84%	26,64%	26,43%	26,69%	30,27%	29,65%	34,74%





# Контактная информация

Отдел продаж 7555 | +7.727.323.15.55 | 8.800.080.31.31 | www.ffin.kz | info@ffin.kz

**Самал Женисовна АКЫНОВА**  
Директор Департамента по привлечению клиентов

## Корпоративные финансы

7555 | 8.800.080.31.31 | www.ffin.kz | corpfin@ffin.kz

**Сакен УСЕР**  
Исполнительный директор

## Руководство

**Тимур Русланович ТУРЛОВ**  
Генеральный директор, главный инвестиционный стратег

**Сергей Викторович ГРИШИН**  
Президент

**Роман Дамирович МИНИКЕЕВ**  
Председатель Правления

## Адреса

г. Алматы  
**Сергей Викторович ГРИШИН**  
Тел: +7.727.323.15.55  
г. Алматы, пр-т аль-Фараби, д. 77/7, БЦ «Esentai Tower», 7 этаж  
www.ffin.kz | info@ffin.kz

## Филиалы

### Филиал в г. Астана

Валентина Олеговна МАКАЖАНОВА  
Адрес: ул. Кабанбай батыра, д. 15А  
Бизнес центр «Q» Блок А, этаж 3  
+7.7172.55.80.67, +7.7172.566.924

### Филиал в г. Актау

Альбина Салимгереевна АШИКБАЕВА  
Адрес: г. Актау, 4-й мкр., д. 73,  
гостиничный комплекс Holiday Inn.  
+7.7292.70.95.25, +7.7292.20.32.75

### Филиал в г. Актобе

Рустам Эльбрус Оглы ГАЗИЕВ  
Адрес: г. Актобе,  
пр-т А.Молдагуловой, д. 46 А,  
БЦ «Капитал Плаза», эт.5, оф. 502  
+7.7132.70.37.74, +7.7132.74.07.69

### Филиал в г. Атырау

Руслан Хасанович ГИЛИЗИТДИНОВ  
Адрес: г. Атырау, ул. Студенческая, д.  
52, БЦ «Адал» 2 этаж, 201 офис  
+7.7122.55.80.37

### Филиал в г. Караганда

Шоқан Балапанұлы МУСТАФИН  
Адрес: г. Караганда, ул. Ерубаяева,  
д. 35, офис 42  
+7.7212.55.90.95

### Филиал в г. Жанаозен

Султан Серикович УТЕЛЪБАЕВ  
Адрес: г. Жанаозен, мкр. 3 А,  
БЦ «Максат», этаж 2, офис 8  
+7.777.862.9999

### Филиал в г. Костанай

Рустем Амангельдыұлы КАКЕНОВ  
Адрес: г. Костанай, пр-т Аль-Фараби,  
д. 65, БЦ «City Kostanai», 12 этаж,  
офис 1201  
+7.7142.99.00.53

### Филиал в г. Кызылорда

Мархабат Ахметкалиевна АХАНОВА  
Адрес: г. Кызылорда, ул. Желтоқсан,  
д. 42, БЦ «Бастау», 3 этаж, офис 305  
+7.727.311.10.64

### Филиал в г. Павлодар

Олжас Максutowич ЕГИЗЕКОВ  
Адрес: г. Павлодар ул. Торайгырова,  
д. 79/1, БЦ «RESPECT», 1 этаж  
+7.7182.70.37.74

### Филиал в г. Петропавловск

Аклбек СМАИЛОВ  
Адрес: г. Петропавловск,  
ул. Букетова, д. 31 А  
+7.727.311.10.64

### Филиал в г. Семей

Алма Абытжановна ТОХТИЕВА  
Адрес: г. Семей, ул. Дулатова,  
д. 167, кв. 120  
+7.7222.56.00.60

### Филиал в г. Тараз

Нұрғали ОМІРБЕКҰЛЫ  
Адрес: г. Тараз, ул. Толе би, д. 93а,  
БЦ «Арай плаза», 6 этаж, оф. 6.2  
+7.7262.99.98.97

### Филиал в г. Уральск

Бауыржан Кабдығалиевич МУХАМБЕТОВ  
Адрес: г. Уральск ул. Ескалиева,  
д. 177, БЦ «Сити Центр», офис 505  
+7.7112.55.47.23

### Филиал в г. Усть-Каменогорск

Мухаметжан Тулегенович НУРПЕИСОВ  
Адрес: г. Усть-Каменогорск, ул. Максима  
Горького, д. 50  
+7.7232.56.96.03

### Филиал в г. Шымкент

Зайра Мукатовна АБДУЛАЕВА  
Адрес: г. Шымкент, ул. Кунаева,  
д. 59, левое крыло  
+7.727.311.10.64



---

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Республики Казахстан, в сфере деятельности оценки стоимости.

---