

Инвестиционный обзор



FREEDOM
finance



№226
24 июня 2021

Фондовый рынок США:

В риторике ФРС появились «ястребиные» нотки

Итоги заседания Комитета по открытым рынкам ФРС (FOMC) сигнализируют о перспективах ужесточения монетарной политики в США. Однако сокращение QE может начаться лишь в конце 2021 года, а повышение ключевой ставки запланировано на 2023-й

Российский рынок: Рост дается с трудом

Рынок Украины: Все на распродажу!

Рынок Казахстана: «Быки» ослабляют хватку

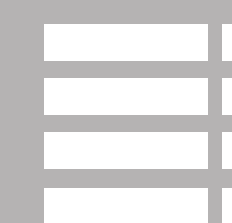
Рынок Узбекистана: Консолидация перед рывком

Рынок Германии: Дежурная коррекция после витка роста

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Содержание:

Рынок США. В риторике ФРС появились «ястребиные» нотки.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Все новое – это хорошо забытое старое.....	5
Актуальные тренды. Сильная «техника» vs инфляция.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. Splunk. Заоблачные высоты.....	11-12
Опционная идея. Bull Call Spread on TAP.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. IPO Confluent Inc. Новое слово в индустрии дата-инжиниринга.....	15
Российский рынок. Рост дается с трудом.....	16-18
Инвестиционная идея. Алроса. Роскошная инвестиция.....	19-20
Рынок Украины. Все на распродажу!.....	21-22
Рынок Казахстана. «Быки» ослабляют хватку.....	23-24
Инвестиционная идея. Казахтелеком. Всегда на связи.....	25
Рынок Узбекистана. Консолидация перед рывком.....	26-27
Инвестиционная идея. УзПромСтройБанк. Временные трудности росту не помеха.....	28
Рынок Германии. Дежурная коррекция после витка роста.....	29-30
Среднесрочная идея. BASF SE. Четыре слагаемых успеха.....	31
Новости ИК «Фридом Финанс».....	32
Контакты.....	33



Фондовый рынок США

В риторике ФРС появились «ястребиные» нотки

Итоги заседания Комитета по открытым рынкам ФРС (FOMC) сигнализируют о перспективах ужесточения монетарной политики в США. Однако сокращение QE может начаться лишь в конце 2021 года, а повышение ключевой ставки запланировано на 2023-й



Новости одной строкой:

10.06.2021 Потребительская инфляция в США в мае ускорилась до 5% г/г (консенсус: 4,6%) и выросла на 0,6% м/м при прогнозе 0,4%

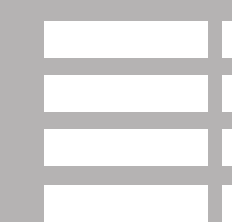
15.06.2021 ЕС и США на пять лет приостановили действие импортных тарифов на сумму \$11,5 млрд в год для Airbus и Boeing

16.06.2021 ФРС может начать сворачивание QE в конце текущего/начале следующего года и дважды поднять ставку в 2023-м

16.06.2021 Китай анонсировал продажу меди, цинка и алюминия из стратегических запасов для сдерживания цен на товарные активы

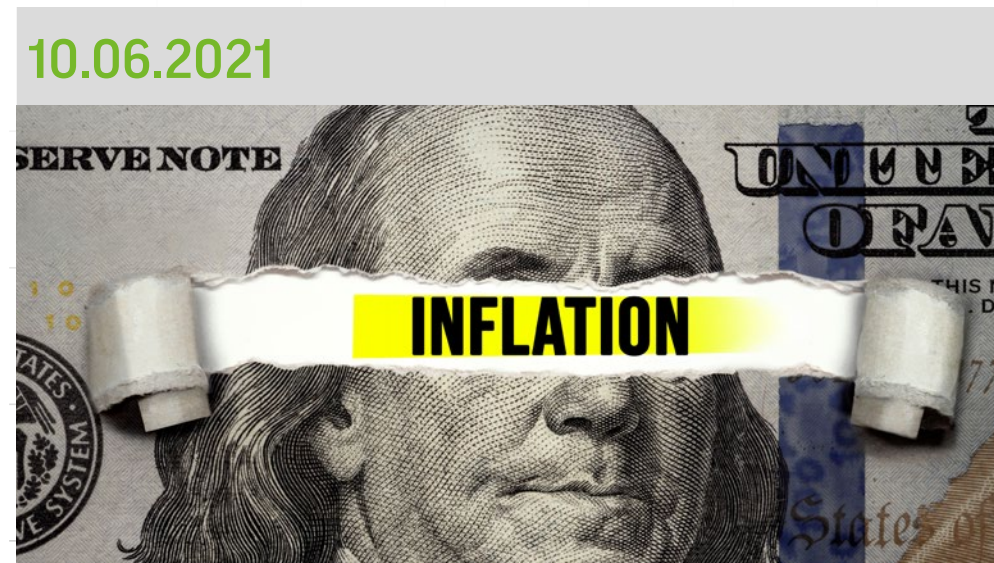
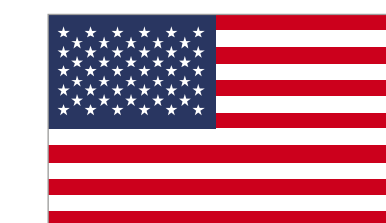
По состоянию на 18.06.2021

Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	0,12%	1,85%
QQQ	Индекс NASDAQ100	1,97%	6,34%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-0,58%	-0,95%
UUP	Доллар	0,61%	1,98%
FXE	Евро	-0,70%	-2,24%
XLF	Финансовый сектор	-3,12%	-4,10%
XLE	Энергетический сектор	-2,34%	4,64%
XLI	Промышленный сектор	-1,11%	-1,63%
XLK	Технологический сектор	1,93%	6,09%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-3,19%	-4,23%
XLV	Сектор здравоохранения	0,22%	0,10%
SLV	Серебро	-5,27%	-6,27%
GLD	Золото	-2,90%	-5,62%
UNG	Газ	1,84%	11,28%
USO	Нефть	1,99%	13,78%
VXX	Индекс страха	-5,55%	-23,28%
EWJ	Япония	-2,26%	-0,60%
EWU	Великобритания	-1,79%	-2,34%
EWG	Германия	-1,96%	-2,73%
EWQ	Франция	-2,13%	-0,73%
EWI	Италия	-3,13%	-1,96%
GREK	Греция	-1,65%	3,73%
EEM	Страны БРИК	0,42%	2,63%
EWZ	Бразилия	1,43%	10,99%
RSX	Россия	-0,27%	6,15%
INDA	Индия	-0,56%	2,69%
FXI	Китай	1,94%	1,35%

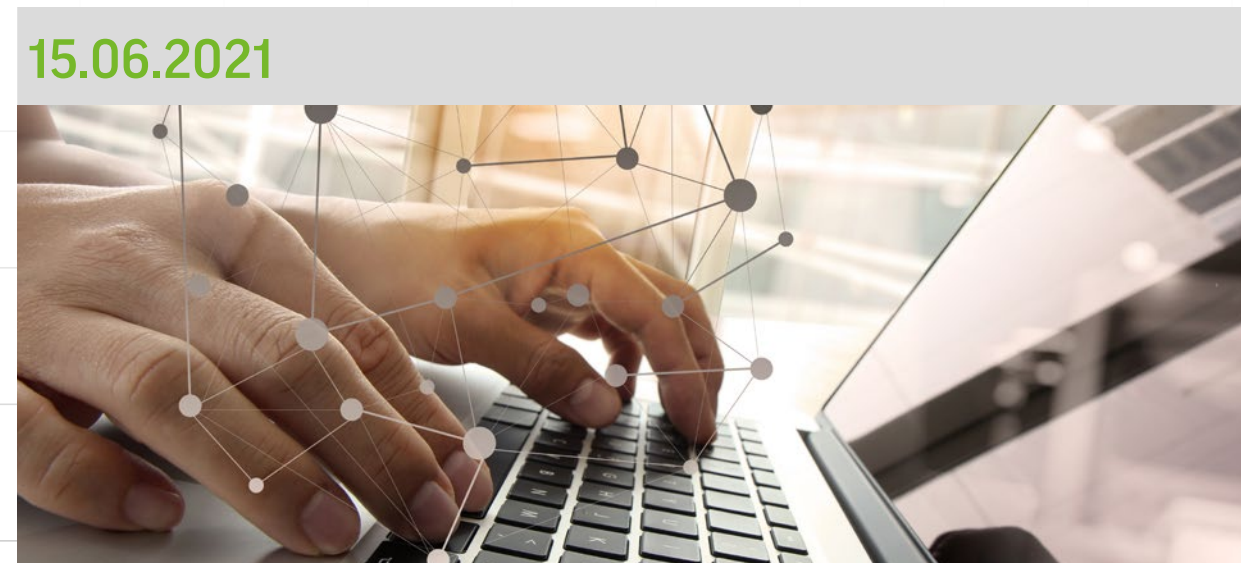


Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (10.06.2021 – 18.06.2021)



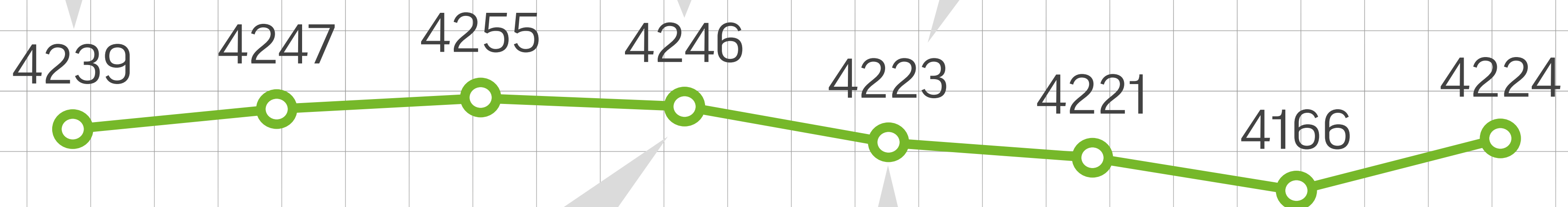
Потребительская инфляция в США в мае ускорилась до 5% г/г (консенсус: 4,6%) и выросла на 0,6% м/м при прогнозе 0,4%



Палата представителей США подготовила законопроект, направленный на ужесточение регулирования деятельности крупнейших ИТ-компаний страны. Amazon (NASDAQ: AMZN) отвечает критериям, указанным в законопроекте



В Китае анонсирована продажа металлов, включая медь, цинк и алюминий, из стратегических запасов для борьбы с ростом цен на товарные активы



15.06.2021



ЕС и США на пять лет приостановили действие импортных тарифов на сумму \$11,5 млрд в год для Airbus и Boeing. Обсуждалась также отмена ввозных пошлин на сталь и алюминий со стороны США и ответных мер ЕС в отношении широкой линейки американских товаров

16.06.2021

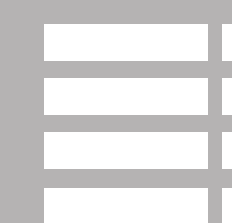


ФРС оставила ключевую ставку на уровне 0-0,25%. Выкуп активов также сохранен в объеме \$120 млрд в месяц. Регулятор может начать сокращать QE в конце 2021-го – начале 2022 года и дважды поднять ставку в 2023-м

18.06.2021



eBay Inc. (EBAY) объявила о продаже 80% акций своего бизнеса в Южной Корее за \$3,1 млрд группе инвесторов, в которую вошли лидер корейского ретейла E-Mart и интернет-платформа Naver



Самое главное

Все новое – это хорошо забытое старое

В последние месяцы ФРС находится в фокусе внимания, и я об этом уже немало писал. Американский регулятор проливает свет на то, какие активы в ближайшие два-три года будут пользоваться спросом у инвесторов и на что нужно обращать внимание профессиональным участникам рынка при ребалансировке портфелей. Инфляция на уровне 5% и ожидания, предполагающие ее дальнейшее ускорение, делают одни активы непригодными для инвестиций, а другие – очень привлекательными в плане доходности.

Одним из интересных для покупки активов в текущей ситуации стали инструменты рынка недвижимости. Темпы роста продаж новых домов уже достигли рекордных отметок, но в абсолютном значении пока не превысили уровней 2004-2005 года. Фундаментальная привлекательность рынка недвижимости обусловлена тем, что строительные компании не успевают удовлетворять спрос, который сформировался за последние 15 месяцев, из-за удорожания материалов, перебоев с поставками и нехватки рабочей силы. В результате, по данным Национальной ассоциации риелторов (NAR), 89% домов, которые были проданы в мае, ждали покупателей менее месяца. При сохранении спроса на том же уровне уже через два с половиной месяца в продаже не останется домов, тогда как в норме это случилось бы только через пять месяцев. В обозримом будущем темпы роста цен на недвижимость обновят максимумы с 2004-2005 года. Все это создает оптимальные условия для продолжения позитивного тренда на этом рынке до конца 2021-го.

После заседания ФРС рынок сам указал на актив, который в этом году временно отошел на второй план. Самую

Тимур Турлов,
глава инвестиционного
комитета ИК «Фридом Финанс»



высокую доходность показали акции «роста», в основном представители технологического сектора. С 16-го по 21 июня они подорожали на 1,4%, хотя теоретически должны были войти в список аутсайдеров. Связано это с тем, что при ускорении инфляции повышается ключевая ставка, из которой состоит ставка дисконтирования. Если дисконтировать будущие денежные потоки, которые у акций «роста» максимальны по отношению к текущим потокам, стоимость компаний падает при повышении ставки дисконтирования. Вместе с тем важным компонентом роста будущих денежных потоков выступает инфляция, которая может компенсировать увеличение ставки дисконтирования. Результат пока формируется в пользу Nasdaq, который отставал по доходности от Dow Jones, S&P 500 и Russel 2000 с начала года по 21 июня. Мультипликаторы акций «роста» вновь подбираются к средним значениям, что возвратит интерес инвесторов к этим инструментам. В отчетности за второй квартал ИТ-компания традиционно зафиксируют максимальное по сравнению с другими секторами повышение выручки. Таким образом, по завершении сезона отчетов относительная стоимость акций «роста» может опуститься еще ниже. В этой связи возникает удачный момент для открытия позиций в ИТ-секторе с учетом приемлемого риск-профиля инвестора. Кажущиеся сегодня перекупленными инструменты сектора недвижимости и акции «роста» способны сформировать существенную часть портфелей профессиональных участников рынка в ближайшие годы. Однако всегда стоит помнить о необходимости учитывать текущие веса в портфеле и принимать рациональное решение с учетом своего риск-профиля.

Важные новости

10 июня вышли данные по потребительской инфляции в США в мае. Показатель прибавил впечатляющие 5% г/г при прогнозе 4,6% и оказался существенно выше таргета ФРС на уровне 2%. Существенный вклад в рост цен внесло повышение стоимости подержанных автомобилей (+7,3%) и авиабилетов (+7%), которое, скорее всего, будет носить временный характер. В соотношении месяц к месяцу цены поднялись на 0,6% при консенсусе 0,4% и против роста 0,8% за апрель.

15 июня в ходе саммита между ЕС и США была продлена приостановка введения импортных тарифов для Airbus и Boeing на пять лет. В 2019 году ВТО разрешила США ввести тарифы на продукцию Airbus на сумму \$7,5 млрд в год, поскольку концерну предоставлялась господдержка, а ЕС получил право обложить пошлиной в объеме \$4 млрд Boeing. На саммите также обсуждалась отмена американских тарифов на импорт стали и алюминия и ответных мер ЕС, которые включают широкий спектр товаров, ввозимых из Штатов.

16 июня были объявлены итоги заседания Комитета по открытым рынкам ФРС (FOMC). Ключевая ставка была сохранена на уровне 0–0,25%. Объем выкупа активов также остался неизменным (\$120 млрд в месяц). Тем не менее FOMC пересмотрел прогноз в отношении инфляции в 2021 году с 2,4% до 3,4%. ФРС планирует два повышения ставки в 2023 году, тогда как ранее сообщалось, что это будет сделано лишь единожды. Кроме того, в конце текущего либо в начале следующего года Федрезерв может начать сокращение QE. При этом прогноз роста ВВП в текущем году был повышен с 6,5% до 7%.

16 июня Национальное управление продовольствия и стратегических резервов Китая анонсировало продажу металлов, включая медь, цинк и алюминий, из стратегических запасов страны для борьбы с ростом цен на товарные активы. Металлы будут продаваться партиями перерабатывающим и производственным предприятиям. Объемы интервенций обозначены не были. После взлета промышленной инфляции на 9% г/г в мае власти страны усилили действия по сдерживанию цен.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 между уровнями 4160 и 4300 пунктов

Сильная «техника» vs инфляция

Глобальная картина

За последние две недели котировки индекса S&P 500 продемонстрировали смешанную динамику, близкую к нейтральной. Более «ястребиный», чем ранее, тон заявлений ФРС по итогам заседания 15-16 июня послужил триггером для фиксации позиций. На торгах 18 июня индекс широкого рынка опустился на двухнедельный минимум на отметке 4164 пунктов, но «быки» смогли удержать этот уровень, от которого последовал резкий отскок. Доходности 10-летних трежерис после заседания ФРС демонстрируют разнонаправленные колебания. На фоне кратковременного ухода доходностей ниже 1,4% мы наблюдали возвращение спроса на скорректировавшиеся акции технологических компаний. При этом высокая инфляция остается главным риском для фондовых рынков. В частности, инвесторы обеспокоены тем, что недостаточные темпы найма рабочей силы, растущие расходы на оплату труда и подорожавшие транспортные услуги могут негативно повлиять на результаты компаний в краткосрочной перспективе.

Позитивным фактором выступает продолжение тренда на улучшение эпидемиологической ситуации в мире, несмотря на распространение индийского штамма коронавируса. Высокая неопределенность в отношении принятия в Штатах инфраструктурной программы пока сохраняется. Сенаторы обсуждают проект, в котором расходы заложены на уровне \$1,2 трлн. Одновременно с этим демократы продолжают разрабатывать собственную программу, предполагающую более высокие затраты.

Макроэкономическая статистика

Опубликованная в течение последних двух недель макростатистика носила нейтрально-негативный характер. В центре внимания оказались данные потребительской и производственной инфляции за май, которая превзошла прогнозы инвесторов. Неприятный сюрприз преподнесла и

публикация базового индекса розничных продаж, который снизился на 0,7% м/м в мае, хотя ожидался рост на 0,2%. Впрочем, особых опасений эта коррекция в тратах потребителей не вызывает. Кроме того, объем промышленного производства растет быстрее консенсус-прогнозов. В течение ближайших двух недель в центре внимания рынка будут данные по объему заказов на товары длительного пользования, индексам доверия потребителей от СВ и деловой активности в производственном секторе, а также отчет по рынку труда за июнь. Прогноз предполагает увеличение числа рабочих мест вне сельского хозяйства на 600 тыс. после роста на 559 тыс. в мае. Отметим, что 7,6 млн американцев, оставшихся без работы из-за пандемии, до сих пор не трудоустроены. При этом безработица в США, как ожидается, снизится с 5,8% до 5,7%, хотя этот уровень значительно выше 4,5% – цели ФРС на конец года.

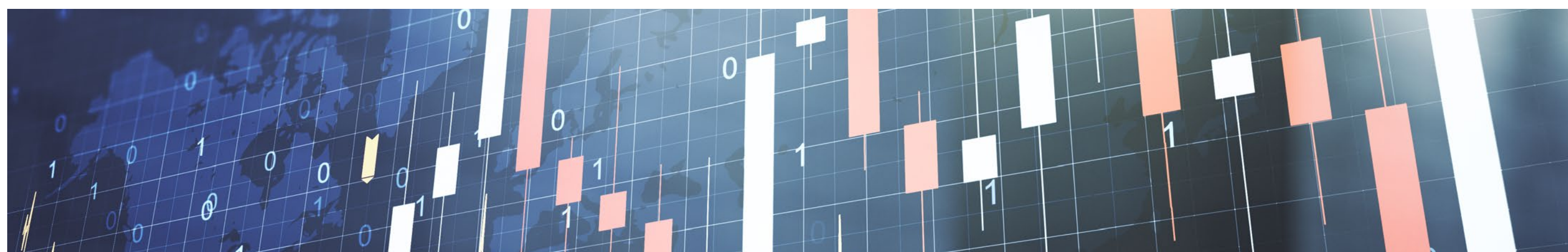
Монетарная политика ФРС

Заседание Комитета по открытым рынкам ФРС (FOMC) 15-16 июня привлекло к себе пристальное внимание инвестсообщества. Регулятор повысил прогнозы по инфляции на четвертый квартал до 3,4% (+1% к мартовской оценке). Впрочем, Федрезерв по-прежнему считает, что инфляция обусловлена главным образом воздействием временных факторов. Согласно обновленным ориентирам, указанным FOMC, до конца 2023 года ставка будет повышена не на 0,25%, а на 0,5%. Необходимость более активного сворачивания сверхмягкой монетарной политики связана как с ускорением инфляции, так и с уверенным восстановлением экономики. Прогноз роста ВВП на текущий год регулятор повысил с 6,5% до 7%. Фокус внимания смещается на выступления представителей ФРС, которые могут прокомментировать обновленное видение инфляционных ожиданий и перспектив экономики.

Техническая картина

Индекс широкого рынка вновь нашел поддержку в области 4165-4170 пунктов, где пролегает восходящая трендовая линия, соединяющая минимумы 30 октября 2020-го и 4 марта 2021 года. RSI продемонстрировал смешанные сигналы, сначала опустившись ниже нейтральной отметки, а затем восстановившись. Теперь индикатор указывает на относительную силу «быков». При этом у него остается значительный потенциал роста до достижения зоны перекупленности. Мы полагаем, что, пока S&P 500 удерживается выше 4165 пунктов, наиболее вероятно обновление исторического максимума на отметке 4257 пунктов и дальнейшее восходящее движение.

Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



Палата представителей США подготовила законопроект, получивший название American Innovation and Choice Online Act, направленный на ужесточение регулирования деятельности крупнейших ИТ-компаний страны.

Объектами регулирования законодатели предлагают сделать компании, отвечающие ряду критериев. В частности, количество активных пользователей в США должно быть не менее 50 млн в месяц, рыночная капитализация должна превышать \$600 млрд. Подпадающая под новые правила регулирования компания также должна выступать в качестве ключевого торгового партнера при продаже продуктов/сервисов через онлайн-платформу.

Перечисленным критериям полностью отвечает **Amazon (NASDAQ: AMZN)**, который рискует столкнуться с запретом на продажу товаров под собственной торговой маркой (СТМ). Напомним, что ранее регуляторы уже предъявляли к Amazon претензии, связанные с продвижением этих товаров, так как они получали приоритет в поисковой выдаче. The Wall Street Journal пишет, что в случае принятия закона Amazon придется отказаться от продаж СТМ-товаров или выделить их в отдельный сегмент. Ретейлеры используют СТМ для повышения рентабельности продаж. Согласно открытым данным, операционная маржа товаров СТМ может быть на 20–50% выше, чем у товаров сторонних поставщиков. Доля продукции под собственной торговой маркой в структуре выручки Amazon составляет 1–1,5%, или около 1,6% от объема онлайн-продаж. Если вышеупомянутый закон будет принят, Amazon потеряет около \$500 млн операционной прибыли (1,8% от LTM-величины операционной прибыли).

Власти разных стран стремятся ослабить увеличивающееся влияние ИТ-компаний, что позволяет предполагать дальнейшие законодательные инициативы в этом направлении.

Тем не менее доля товаров под собственной маркой в структуре продаж Amazon невелика, поэтому наш таргет по его бумагам оставлен на отметке \$3659, рекомендация – «покупать».





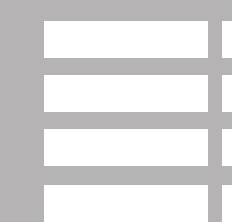
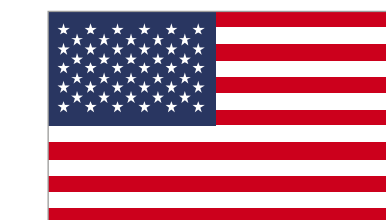
Участники саммита ЕС и США решили отсрочить введение пошлин на поставки самолетов **Boeing (BA)** в Европу на пять лет. Европейский союз в октябре 2019 года установил импортный тариф \$4 млрд на продукцию корпорации, так как она получала госсубсидию. Это значимая сумма в масштабах выручки Boeing, которая в 2019-м равнялась \$76,5 млрд, а в 2020-м – \$58 млрд. Ответные тарифы в отношении поставок самолетов Airbus в США были установлены на отметке \$7,5 млрд.

В соответствии с новыми договоренностями тарифные ограничения снимаются. Будет создан торговый совет по координации экономических вопросов между США и ЕС. Стороны планируют улучшать инвестиционные отношения и обсуждать вопросы технологий и стандартов. Эти шаги направлены на развитие трансатлантического авиасообщения, что улучшает условия для поставок Boeing, а также открывает новые перспективы перед авиакомпаниями с высокой долей выручки от трансатлантических рейсов, в частности перед United Airlines. Однако объем спроса на такие перелеты сложно поддается оценке из-за слабого уровня вакцинации населения в Европе.

С начала текущего года объем заказов на самолеты Boeing стремительно растет. В 2020-м концерн поставил 184 самолета (в том числе 47 моделей 737 MAX), а за истекший период 2021-го – уже 380 (в том числе 305 737 MAX). За 2019 год Boeing получил всего 247 заказов. Ключевую роль в восстановлении продаж сыграла сертификация флагманской модели 737 MAX. Также позитивно на продажах сказывается завершение пандемии. Мы оцениваем потенциал роста в акциях Boeing в 25% на горизонте года. Цель по ним – \$295.



Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



Adobe (ADBE) успешно отчиталась за второй квартал текущего финансового года. Выручка в отчетном периоде повысилась на 22,6% после 26% кварталом ранее, что на 3% превысило консенсус и на 1,6% превзошло первоначальный прогноз менеджмента. Разводненная non-GAAP EPS выросла на 23,6%, до \$3,03, и это оказалось на 7,8% выше ожиданий рынка.

Продажи крупнейшего по величине выручки сегмента цифровых мультимедийных решений (Digital Media) увеличились на 25% г/г благодаря мощному усилению спроса на продукты компании, повышению вовлеченности пользователей и устойчивому притоку новых клиентов. Подсегмент «Творческое облако» (Creative Revenue) зафиксировал увеличение продаж на 24%. Среди драйверов роста глава Adobe указал усиление позиций в сегментах разработки графического интерфейса пользователя и прототипов, а также в направлениях 3D и AR. Кроме того, CEO отметил расширение функционала Lightroom, Photoshop, Illustrator и Substance. Компания привлекла нескольких новых клиентов, в том числе ByteDance, Netflix, Microsoft и Unity. Доходы от сектора «Облако документов» (Document Cloud) выросли на 30% г/г за счет повышения спроса на ключевые решения. Объем корпоративных заказов на Acrobat увеличился на 60%, число клиентов Sign удвоилось по сравнению с прошлогодним уровнем, значительно усилился спрос на веб- и мобильные сервисы Adobe. Положительный эффект на динамику показателей оказали расширение функционала Acrobat Liquid Mode, Adobe Scan и Adobe Sign, а также приток новых крупных клиентов, среди которых ADP, AstraZeneca, GlaxoSmithKline, Toyota и Wells Fargo.

Сегмент маркетинга и аналитики (Experience Cloud) зафиксировал рост выручки на 21% г/г. Поддержку спросу оказывает продолжение активного развития онлайн-коммерции. Глава компании отметил, что в течение квартала были представлены такие новые продукты, как Adobe Journey Optimizer (централизованный профиль клиента), Customer Journey Analytics. Adobe была вновь отмечена Gartner и Forrester как лидер в сегменте управления потребительским опытом. Операционная маржа выросла на 3,3 п.п., до 46%, на фоне незначительного повышения валовой маржи и сокращения операционных расходов при фактически неизменном уровне амортизации и увеличении вознаграждения акциями на 19%.

Согласно прогнозу менеджмента, выручка Adobe в следующем квартале вырастет на 20,5%, разводненная non-GAAP EPS поднимется на 16,7%, до \$3 (на уровне ожиданий рынка). Рост EPS будет ниже, чем рост выручки, ввиду увеличения объема инвестиций в R&D, продажи и маркетинг.

Мы оцениваем результаты Adobe как сильные. Спрос на ее ключевые продукты продолжает усиливаться, позиции в мобильном и веб-сегментах по-прежнему укрепляются, компания успешно расширяет функционал своих решений. Все это позволяет Adobe сохранять лидерство в своем секторе. Мы полагаем, что повышение расходов на R&D, продажи и маркетинг являются отражением сильного спроса, поэтому сохраняем прогноз маржинальности на ближайшие два года неизменным и улучшаем ожидания по росту выручки.

Мы повышаем целевую цену по акции Adobe до \$577,5. Рекомендация – «покупать».



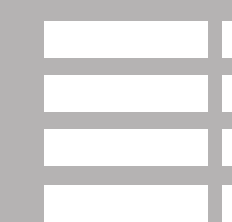
Котировки **AMD (NASDAQ: AMD)** завершили сессию 17 июня ростом на 5,5%. Позитивным драйвером стала новость о соглашении с Alphabet на поставку серверных процессоров третьего поколения Ерус для обновленного облачного продукта Tau Virtual Machines (T2D). Этот продукт используется для веб-серверов, контейнерных микросервисов, при обработке и регистрации данных, в Java и других приложениях. Alphabet не раскрывает данные по доле T2D в общей структуре Google Cloud. При этом T2D – один из шести типов облачных продуктов корпорации. То есть в общей структуре расходов на ЦП для облачных продуктов в пользу AMD расходы в краткосрочной перспективе кардинально не изменятся. По данным Bloomberg, за счет сотрудничества с Alphabet Intel генерирует \$2,3 млрд выручки, а AMD – лишь \$0,14 млрд. Это эквивалентно 5,7% общих расходов на ЦП, притом что среднерыночная доля AMD составляет 17%. Это позволяет предположить, что Alphabet расширит портфель заказов AMD в ближайшей перспективе.

Спрос на серверные ЦП AMD не как на дешевую альтернативу чипам Intel, а как на продукт, обладающий лучшими характеристиками, усиливается. В 2020 году серверные решения AMD стал использовать Amazon. Соглашение с Alphabet на поставку решений для T2D позитивно повлияет на восприятие продуктов AMD и поддержит спрос на его серверные ЦП в среднесрочной перспективе.

Полагаем, что данная новость вкупе с объявленной недавно программой buy back окажет поддержку акциям AMD, которые с начала года отстают по темпам роста от NASDAQ.

Мы улучшили прогнозы финансовых показателей AMD. Наша рекомендация по акциям компании – «покупать». Обновленный таргет – \$106,5.

Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



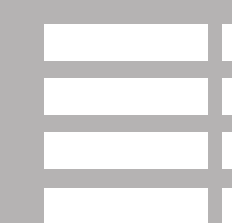
Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



eBay Inc. (EBAY) объявила о продаже 80% акций своего бизнеса в Южной Корее за \$3,1 млрд группе инвесторов, в которую входит крупнейший розничный продавец в стране E-Mart, а также интернет-платформа Naver. Южнокорейское подразделение eBay генерировало около 13% выручки компании. После продажи она сфокусируется на развитии бизнеса в ключевых для себя регионах – США и Европе. Согласно прогнозам Euromonitor, рынок электронной коммерции в Южной Корее вырастет на 11% и достигнет \$116 млрд. На сегодня здесь представлено около 10 игроков, крупнейшие из которых – это Coupang и Naver с долей рынка 19% и 14% соответственно. Покупка подразделения eBay повысит конкурентоспособность Naver на одном из самых быстрорастущих рынков электронной коммерции в мире. На сегодня треть общего объема реализации в розницу в Южной Корее приходится на онлайн-продажи. За последний год эта доля выросла на 25%. eBay остается среди главных бенефициаров развития электронной коммерции. За последний отчетный квартал валовой объем товаров (GMV) на площадке повысился на 29% г/г, до \$27,5

млрд. Количество покупателей и продавцов увеличилось на 7% и 8%, до 187 млн и 20 млн соответственно. Одним из конкурентных преимуществ eBay стала система проверки подлинности представленных на платформе наручных часов и кроссовок. Эта услуга пользуется все большим спросом. Доходы от нее за квартал выросли на 42% г/г. В первую очередь это обусловлено мерами SEO-оптимизации. Доходы от сервиса по продвижению платных объявлений увеличились на впечатляющие 64% г/г, выручка этого сегмента превысила \$220 млн. Мы полагаем, что в будущем темпы роста eBay замедлятся, так как бум электронной коммерции, вызванный фактором пандемии, прошел. В прогнозы на следующий квартал закладывается небольшой рост выручки и сокращение прибыли, что связано с эффектом высокой базы прошлого года. Компания выплачивает дивиденды с начала 2019 года. На данный момент их доходность составляет 1,14%. Бизнес eBay остается прибыльным и высококорентабельным. За последние шесть месяцев акции компании подорожали на 25%. Мы считаем справедливым уровнем их цены \$64. Ожидания, связанные с продажей южнокорейского подразделения, уже учтены в котировках eBay.

Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru

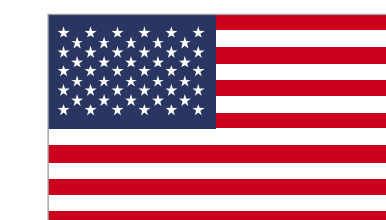


Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки

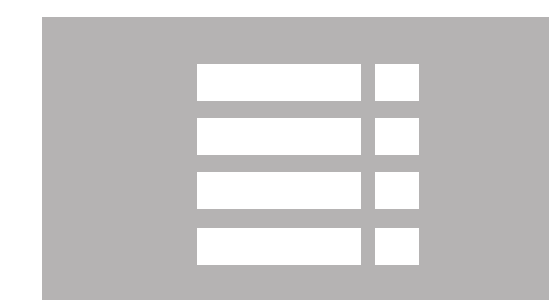


Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, млн \$	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал %	Рекомендация
SPLK	SPLUNK Inc	Услуги в сфере информационных технологий	20 570	2021-06-22	125,49	185,5	2022-06-17	48%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	316 091	2021-06-08	173,97	215,5	2022-06-03	24%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	20 131	2021-04-29	171,26	187,0	2022-04-24	9%	Покупать
FANG	DIAMONDBACK ENERGY INC	Добыча нефти, газа и потребляемого топлива	16 561	2021-05-11	91,5	94,4	2022-05-06	3%	Покупать
ENPH	ENPHASE ENERGY INC	Производство полупроводников	22 130	2021-06-08	163,08	173,7	2022-03-24	7%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	43 030	2021-04-08	225,94	290,0	2022-04-03	28%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	32 248	2021-06-08	108,11	134,0	2022-03-24	24%	Покупать
NLOK	NORTONLIFELOCK INC	Производство программного обеспечения	15 873	2021-03-15	27,37	26,4	2022-03-10	-4%	Продавать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	Развлечения	20 063	2021-03-01	173,47	226,0	2022-02-24	30%	Покупать
PFE	PFIZER INC	Производство фармацевтической продукции	220 661	2021-05-04	39,42	44,0	2022-04-29	12%	Покупать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	6 077	2021-01-25	58,69	60,0	2022-01-20	2%	Держать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	11 360	2021-05-05	80,04	112,9	2022-04-30	41%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	14 964	2021-04-26	105,81	118,2	2022-04-21	12%	Покупать
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACHS	Услуги в сфере информационных технологий	131 035	2021-03-29	146,65	135	2022-03-24	-8%	Продавать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	21 611	2021-04-30	40,98	50,0	2022-04-25	22%	Покупать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	45 646	2021-04-30	222,68	245,0	2022-04-25	10%	Покупать
CSCO	CISCO SYS INC	Производство оборудования для связи	224 111	2021-06-08	53,18	55,2	2022-03-06	4%	Держать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	18 878	2021-03-29	115,82	120,0	2022-03-24	4%	Держать
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	6 777	2021-05-10	121,97	125,0	2022-05-05	2%	Держать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	96 894	2021-04-23	63,6	75,0	2022-04-18	18%	Покупать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	571 851	2021-02-02	211,06	290,0	2022-01-28	37%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	153 095	2021-04-30	58,31	62,0	2022-04-25	6%	Покупать
SLB	SCHLUMBERGER LTD	Производство энергетического оборудования	46 313	2021-04-23	33,12	27,5	2022-04-18	-17%	Продавать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	36 126	2021-03-29	370,94	337,3	2022-03-24	-9%	Продавать
PPC	PILGRIMS PRIDE CORP	Производство продуктов питания	5 285	2021-03-29	21,69	24,0	2022-03-24	11%	Держать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	17 849	2021-05-05	50,31	48,0	2022-04-30	-5%	Продавать
ASML	ASML HOLDING N V	Производство полупроводников	283 501	2021-04-26	680,65	490,0	2020-08-11	-28%	Продавать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	151 107	2021-04-28	133,96	172,5	2022-04-23	29%	Покупать
CRM	SALESFORCE COM INC	Производство программного обеспечения	226 388	2021-02-26	244,48	243,2	2022-02-21	-1%	Держать
VZ	VERIZON COMMUNICATIONS INC	Услуги связи	233 459	2021-04-21	56,39	62,0	2022-04-16	10%	Покупать
DOCU	DOCUSIGN INC	Производство программного обеспечения	52 609	2021-03-29	270,02	150,1	2022-03-24	-44%	Продавать
PWR	QUANTA SVCS INC	Строительство и монтаж инженерного оборудования	12 292	2021-04-26	88,21	60,0	2022-04-21	-32%	Продавать
FB	FACEBOOK INC	Цифровые средства информации	942 198	2021-01-28	332,29	360,0	2022-01-23	8%	Покупать
ZEN	ZENDESK INC	Производство программного обеспечения	17 331	2021-04-29	146,07	158,0	2022-04-24	8%	Покупать
BK	BANK NEW YORK MELLON CORP	Деятельность на рынках капитала	43 549	2021-04-16	49,66	75,0	2022-04-11	51%	Покупать
AMZN	AMAZON COM INC	Интернет- и прямая розничная торговля	1 741 915	2021-06-08	3453,96	3659,0	2022-04-24	6%	Покупать
SRPT	SAREPTA THERAPEUTICS INC	Биотехнологии	6 286	2021-05-06	78,8	105,0	2022-05-01	33%	Покупать
GBT	GLOBAL BLOOD THERAPEUTICS IN	Биотехнологии	2 285	2021-05-06	36,69	74,0	2022-05-01	102%	Покупать
DISCA	DISCOVERY INC	Средства массовой информации	15 006	2021-04-28	29,69	46,0	2022-04-23	55%	Покупать
CMCSA	COMCAST CORP NEW	Средства массовой информации	263 161	2021-04-29	57,28	62,0	2022-04-24	8%	Покупать

Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.fff.ru



10



Инвестиционная идея

Splunk: заоблачные высоты

Splunk – разработчик программного обеспечения для обработки машинных данных. Продукты компании позволяют в режиме реального времени анализировать информацию для того, чтобы определять узкие места ИТ-систем и бизнеса в целом, оптимизировать качество обслуживания, находить возможные бреши в системе информационной безопасности предприятия либо следы действий мошенников. Клиентами Splunk являются 90 компаний из списка Fortune 100 и более 5200 предприятий, поставщиков услуг и государственных организаций в 90 странах мира. К ключевым направлениям бизнеса эмитента относятся облачные сервисы (38,6% выручки), услуги и поддержка (32,9%), лицензионное ПО (28,5%).

Тикер	SPLK
Цена акций на момент анализа	\$125,49
Текущая цена акций	\$125,49
Целевая цена акций	\$185,50
Текущий потенциал роста	47,82%
Текущая дивидендная доходность	0,0%

Основные инвестиционные тезисы:

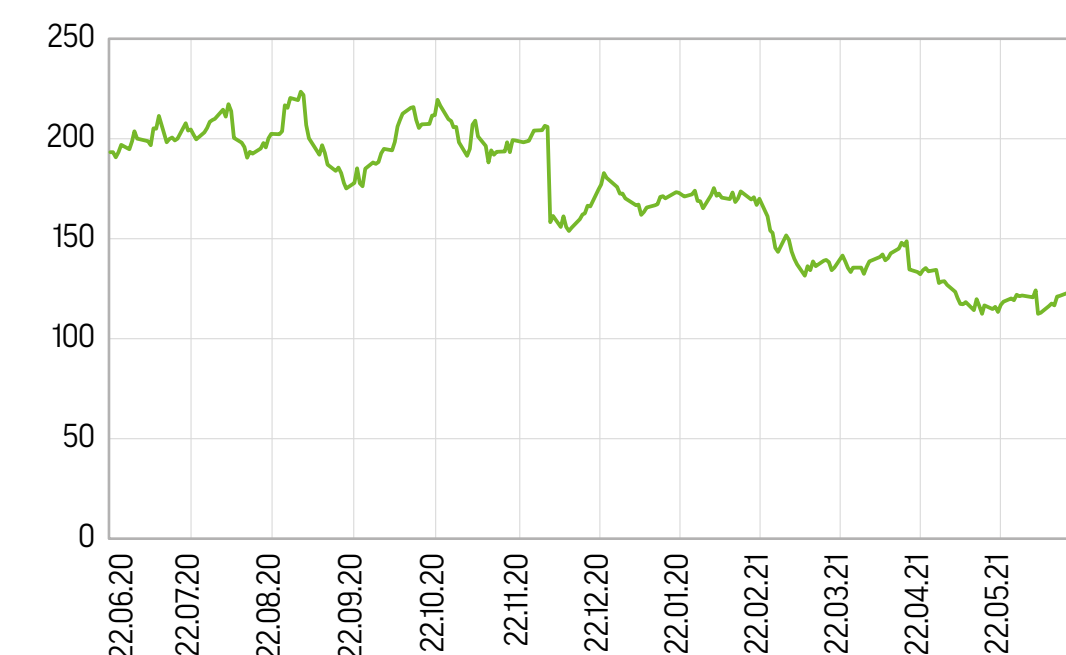
- Одним из ключевых среднесрочных драйверов роста котировок выступает структурная трансформация Splunk из поставщика решений on-premise в SaaS-провайдера. На этом пути компания уже достигла значительных успехов: по итогам первого квартала 2021 года доля облачных продуктов в структуре новых заказов превысила 56%, а на облачные решения пришлось 38,6% от оборота (35,5% в годовом выражении) против 13,2% по состоянию на конец 2019 года. Кроме того, важно отметить, что облачная выручка увеличивается не только за счет миграции пользователей с одного продукта компании на другой, но и благодаря чистому притоку новых клиентов (прирост выручки в этом сегменте составил больше 74% г/г). Кроме того, Splunk расширяет свое присутствие на облачном рынке за счет сделок M&A. Так, в 2020 году эмитент приобрел три компании (Flowmill, Rigor, Plumb), в портфелях которых преобладали продукты для мониторинга, а недавнее поглощение TruSTAR усилит позиции Splunk в подсегменте безопасности. По ожиданиям менеджмента, к 2023 году 80% заказов будут приходиться на облачные продукты.

- В пользу того, что решение о трансформации структуры обоснованно, свидетельствуют рыночные позиции эмитента. В настоящее время к ключевым направлениям его деятельности относятся системы управления событиями безопасности (SIEM), где, согласно последнему отчету Gartner, Splunk сохраняет ведущие позиции; управление ИТ-задачами (ITOM), где, по мнению IDC и Gartner, эмитент также является лидером; мониторинг, где Splunk был отмечен Gartner в качестве компании, реализующей эффективную стратегию развития.
- Splunk представила в целом сильный отчет по итогам первого квартала 2021 года. Выручка выросла на 16%, что было на 2,1% лучше ожиданий рынка и на 3,2% больше первоначального медианного прогноза менеджмента. Однако EPS non-GAAP оказалась хуже консенсуса аналитиков на 30%: убыток на акцию составил \$0,91. Это было вызвано ростом доли продаж через посредников, увеличением численности персонала в сегментах реализации и R&D, а также затратами на запуск новых продуктов. Однако, по ожиданиям менеджмента, повышение операционных расходов не будет носить устойчивый характер.
- Эмитент торгуется со значительным дисконтом к сопоставимым компаниям, ведущим деятельность в секторе разработки ПО. С учетом консервативного допущения о том, что совокупные среднегодовые темпы роста (CAGR) выручки за трехлетний период достигнут 19,5%, апсайд к компаниям-аналогам составляет около 70%. В качестве базового мы принимаем тезис, что эмитент завершит основную фазу трансформации к концу 2022 года, после чего будет отмечаться ускоренное

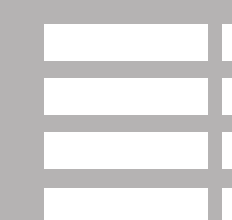
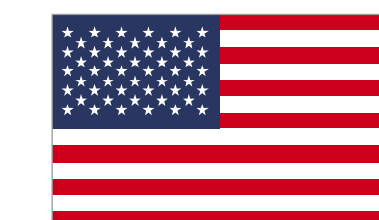
Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
SPLK	(2,8%)	2,5%	6,3%	(7,1%)	(33,0%)
S&P 500	1,4%	(0,7%)	1,7%	8,0%	36,4%
Russell 2000	2,2%	(1,7%)	3,2%	(0,1%)	61,1%
DJ Industrial Average	1,8%	(1,5%)	(1,0%)	3,8%	30,9%
NASDAQ Composite Index	0,8%	(0,2%)	5,0%	7,0%	42,2%



Инвестиционный обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Инвестиционная идея



- восстановление маржинальности и рост CFO, FCF.
- Позитивными факторами для Splunk выступают сильные отраслевые позиции, агрессивная стратегия расширения бизнеса, высокие темпы увеличения выручки на клиента, а также успешно проводимая облачная

трансформация. Мы рекомендуем открывать длинные позиции в бумагах компании в момент прохождения ею нижней точки своего текущего цикла. Восстановление экономической активности в США и увеличение ИТ-бюджетов организаций будут стимулировать расходы клиентов на SaaS- и лицен-

зионные решения, что будет поддерживать расширение бизнеса компании до конца года. Менеджмент ожидает увеличения объемов заказов во втором полугодии 2021 года.

Целевая цена по акциям компании – \$185,5 за бумагу. Рекомендация – «покупать».

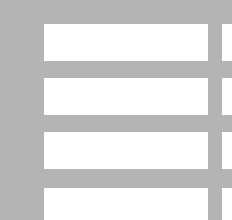
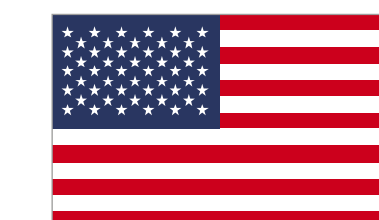
Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru

Финансовые показатели, \$ млн	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	1 803	2 359	2 229	2 541	3 050	3 812	4 727	5 767	6 921
Основные расходы	345	434	565	712	915	1 182	1 465	1 672	1 938
Валовая прибыль	1 458	1 925	1 665	1 830	2 135	2 630	3 262	4 095	4 983
SG&A	1 704	2 189	2 434	2 961	3 340	3 755	4 136	4 758	5 398
EBITDA	-193	-196	-651	-1 033	-1 132	-1 052	-795	-572	-307
Амортизация	52	68	118	97	73	72	79	91	108
EBIT	-245	-263	-769	-1 131	-1 205	-1 125	-875	-663	-415
Процентные выплаты (доходы)	42	96	123	-18	-16	-12	-10	-10	-12
EBT	-263	-332	-901	-1 113	-1 188	-1 112	-864	-653	-403
Налоги	12	5	7	-223	-238	-222	-173	-131	-81
Чистая прибыль	-276	-337	-908	-891	-951	-890	-692	-523	-322
Dilluted EPS	\$-1,89	\$-2,22	\$-5,68	\$-5,35	\$-5,49	\$-4,93	\$-3,69	\$-2,69	\$-1,60
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-

Анализ коэффициентов	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	Не значимо						
ROA	-16%	-15%	-16%	-15%	-10%	-7%	-4%
ROCE	-18%	-26%	-29%	-27%	-20%	-13%	-7%
Выручка/Активы (x)	0,38x	0,44x	0,52x	0,60x	0,66x	0,69x	0,70x
Кэф. покрытия процентов (x)	-6,25x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x	0,00x

Маржинальность, в %	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Валовая маржа	81%	82%	75%	72%	70%	69%	69%	71%	72%
Маржа по EBITDA	-11%	-8%	-29%	-41%	-37%	-28%	-17%	-10%	-4%
Маржа по чистой прибыли	-15%	-14%	-41%	-35%	-31%	-23%	-15%	-9%	-5%

splunk>



Опционная идея

Bull Call Spread on TAP

Инвестиционный тезис

Molson Coors (NYSE: TAP) – североамериканская пивоваренная компания, основанная в 2005 году путем слияния канадской Molson и американской Coors. По объемам производства пивных напитков TAP занимает седьмое место в мире. Главный офис компании расположен в Денвере (штат Колорадо), но ее акции торгуются на фондовых рынках как США, так и Канады. В 2016 году Molson Coors приобрела полный глобальный портфель брендов Miller Brewing Company примерно за \$12 млрд, что сделало объединенную компанию третьим по величине пивоваром в мире на тот момент. TAP столкнулась с серьезными проблемами во время локдаунов, так как существенная доля продаж премиальных брендов приходилась на Европу, а ограничительные меры там были куда строже, чем в США. Кроме того, значительная часть продаж осуществлялась через бары и рестораны, которые были закрыты в разгар пандемии. Однако по мере ослабления карантинных мер обороты компании постепенно восстанавливаются. Кроме того, TAP активно развивает новое направление слабоалкогольных напитков Hard Seltzer, которое демонстрирует неплохую динамику продаж. Мы ожидаем, что после недавней коррекции котировки компании продолжат рост и превысят \$55 к 16 июля.

Управление позицией

Если цена базового актива на дату экспирации (16 июля 2021 года) будет выше цены исполнения купленного колл-опциона, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$175. При цене базового актива в диапазоне \$55–55,5 прибыль будет варьироваться. При этом потребуются продать эквивалентное количество лотов (100 акций TAP) для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже купленного колл-опциона, максимальный убыток инвестора составит \$75.

Стратегия	Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и Инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
							Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
Bull Call Spread	TAP	Покупать	Call@\$55	16.07.2021	1,425	\$75,00	0,448	0,090	0,060	-0,031	29,42%	27,76%	32,35%	34,38%	34,65%
		Продавать	Call@\$57,5	16.07.2021	0,675		0,256	0,071	0,048	-0,026					

Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



Molson Coors

Тикер базового актива: **TAP**

Позиции в стратегии:

Покупаем Call со страйком 55

Продаем Call со страйком 57,5

Индустрия: Пивоваренная компания

Стоимость стратегии: **\$75,00**

Ожидаемая доходность: **70%**

Точка безубыточности: **\$55,75**

Горизонт идеи: **до 16.07.21**

Идея с повышенным инвестиционным риском

Параметры сделки

Продажа Bull Call Spread on TAP

Страйки Long Call \$55; Short Call 57,5

Покупка +TAP^B7G55

Продажа +TAP^B7G57,5

Дата экспирации 16 июля 2021 года

Маржинальное обеспечение \$250

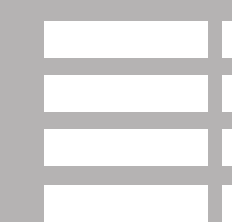
Максимальная прибыль \$175

Максимальный убыток \$75

Ожидаемая прибыль 70%

Точка безубыточности \$55,75

Инвестиционный обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Обзор венчурных инвестиций

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

Transmit Security

Transmit Security – разработчик из Бостона, занимающийся созданием идентификатора, который на основе биометрических данных позволит устанавливать личность пользователя и получать доступ к цифровым услугам без пароля. Стартап привлек \$543 млн в рамках крупнейшего по объему инвестраунда А в истории кибербезопасности, что стало одной из самых высоких оценок для компании, находящейся на начальном этапе развития. В качестве основных инвесторов выступили Insight Partners и General Atlantic. Кроме того, в финансировании приняли участие Cyberstarts, Geodesic, SYN Ventures, Vintage и Artisanal Ventures. Transmit Security заявила, что предварительная оценка компании составляет \$2,2 млрд, а привлеченные средства будут использованы для расширения аудитории и финансирования ключевых направлений бизнеса.



Amber Group

Amber Group – гонконгский стартап по торговле криптовалютами – сообщил о привлечении \$100 млн в рамках финансирования серии В. Таким образом, рыночная капитализация Amber составила \$1 млрд. Инвестраунд возглавила компания China Renaissance, в нем также приняли участие Tiger Brokers, Tiger Global Management, Arena Holdings, Tru Arrow Partners, Sky9 Capital, DCM Ventures и Gobi Partners. В настоящее время стартап обслуживает как институциональных, так и индивидуальных инвесторов, предлагая им такие услуги, как алгоритмическая, внебиржевая и высокочастотная торговля, электронный маркетмейкинг, получение займов и кредитование, а также использование деривативов. В 2020 году компания запустила мобильное приложение, что позволило ей привлечь розничных потребителей. В настоящее время услугами стартапа пользуются более 700 институциональных клиентов. В основном это крупные хедж-фонды, семейные офисы и корпорации. В целом они обеспечивают более 70% выручки компании. Однако ее розничная аудитория значительно возросла и на текущий момент насчитывает более 100 тыс. зарегистрированных пользователей.

AMBER

GoStudent

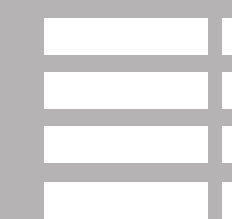
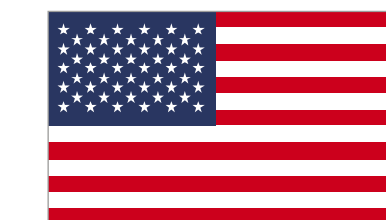
Платформа GoStudent позволяет учащимся и их родителям находить репетиторов и осуществлять с ними онлайн-взаимодействие. Стартап привлек \$244 млн в рамках серии финансирования С. Таким образом, общая оценка GoStudent достигла \$1,7 млрд. Стартап из Вены в настоящее время демонстрирует активный рост: компания уже работает в 18 странах, а на ее платформе ежемесячно бронируется около 400 тыс. уроков, что на 700% превышает показатель прошлого года. Руководство планирует к концу 2021-го вдвое, до тысячи, увеличить число сотрудников. Кроме того, компания намерена расширить список учебных предметов, количество вовлеченных репетиторов (до 10 тыс.), а также глобальное присутствие: в настоящее время она нацелена на Мексику и Канаду. Новый раунд инвестиций возглавила DST Global. В нем также приняли участие Coatue, Left Lane Capital и DN Capital, которые уже финансировали стартап, и новые инвесторы SoftBank (принадлежит Vision Fund 2), Tencent и Dragoneer.



Mollie

Mollie – амстердамский финтех, предоставляющий предприятиям возможность осуществлять онлайн-транзакции между сайтами и документами посредством API. 22 июня стартап объявил о привлечении \$800 млн в рамках инвестраунда, по итогам которого оценка компании возросла до \$6,5 млрд. Основным инвестором стала Blackstone Growth (BXG), также в финансировании приняли участие QT Growth, General Atlantic, HMI Capital, Alkeon Capital и TCV. В последние годы компания демонстрировала стремительный рост. В 2021-м Mollie планирует обработать транзакции на общую сумму в \$24 млрд, что на 100% превышает показатель прошлого года. На данный момент ежемесячная аудитория активных продавцов платформы составляет 120 тыс. (против 100 тыс. в 2020-м). Ежедневно Mollie привлекает от 400 до 500 новых клиентов. Ее услугами уже пользуются такие компании, как Deliveroo, Unicef, Acer и Guess.

mollie



Новое слово в индустрии дата-инжиниринга

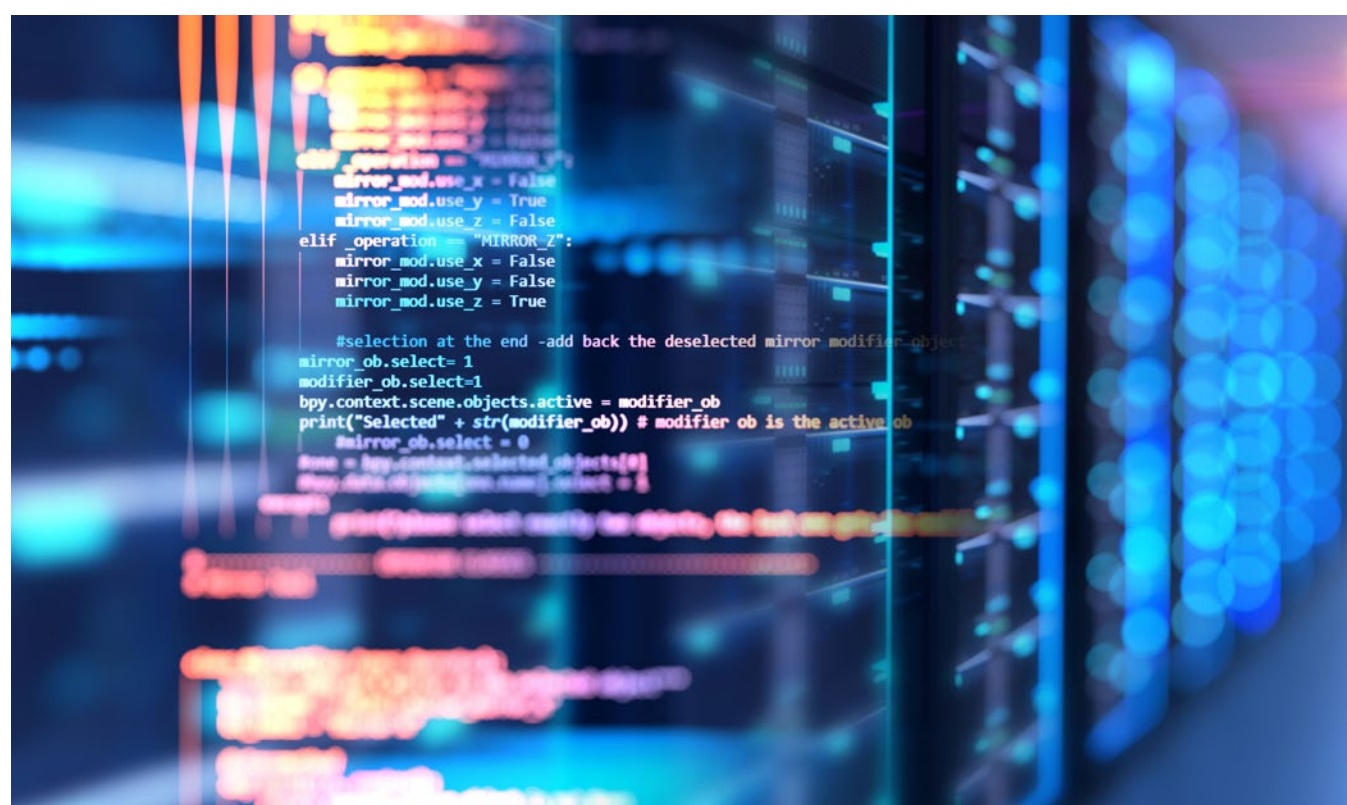
23 июня состоялось IPO компании Confluent Inc. – разработчика программного обеспечения, позволяющего быстро перемещать данные между приложениями. Андеррайтерами размещения выступили Morgan Stanley, J.P. Morgan, Goldman Sachs, BofA Securities и Citigroup

Чем интересна компания?

1. О компании. Работая программистами в LinkedIn, основатели Confluent создали инструментарий Kafka для организации потоков обработки данных. В 2014 году была основана отдельная компания для коммерциализации данного программного продукта, который в настоящее время распространяется под лицензией Apache. По сути Kafka – это система обмена сообщениями, позволяющая беспрепятственно перемещать большие объемы данных по предприятию от приложения к приложению, от системы к системе или из локальной среды в облако. Confluent связывает разрозненные хранилища данных, что обеспечивает возможность взаимодействия различных подразделений организации в режиме реального времени. Миссия компании – «привести данные в движение». Всего за свою историю Confluent привлекла \$455,9 млн. Акционеры компании – Benchmark Capital Partners VIII, Index, Jun Rao и Sequoia Capital.

Платформа компании. Confluent было создано комплексное решение для работы с динамично изменяющимися данными, включая возможность чтения, записи, хранения, проверки, защиты и обработки непрерывных потоков информации. Программный продукт Confluent Cloud может работать на базе всех основных облачных провайдеров (AWS, GCP и Microsoft Azure). Это полностью управляемое решение, позволяющее пользователям сосредоточиться

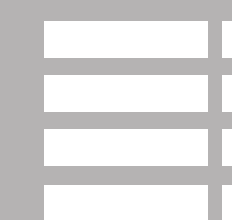
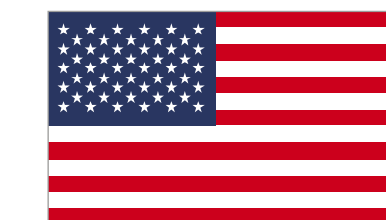
на работе в своих приложениях, а не на управлении кластерами. Данное ПО обеспечивает нулевое время простоя, обновления и исправления ошибок, эластичное масштабирование и возможность построения «моста» из локальной среды в облако. При этом клиент платит только за те функции, которые фактически использует. Confluent Platform – ПО для корпораций, которое можно развернуть как в локальной сети, так и в общедоступных и частных облачных средах. Ключевые преимущества решения – неограниченная производительность программистов (они имеют возможность создавать разработки на нескольких языках), а также функционал, позволяющий перемещать большие объемы данных внутри корпоративной сети.



Обзор перед IPO

Эмитент:	Confluent Inc.
Тикер:	CFLT
Биржа:	NASDAQ
Диапазон на IPO:	\$29-33
Объем к размещению:	\$713 млн
Андеррайтеры:	Morgan Stanley, J.P. Morgan, Goldman Sachs, BofA Securities Citigroup

Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Российский рынок

Рост дается с трудом

Положительная динамика может прерваться до сезона отчетов за второй квартал

Боковик на фондовом рынке может перерасти в коррекцию. Значимых корпоративных событий не предвидится, динамика будет определяться движениями на внешних площадках. Первая реакция инвестсообщества на «ястребиные» комментарии от ФРС была негативной. Аналитик агентства Moody's допускает, что рынок способен скорректироваться на существенные 10-20%.

На наш взгляд, умеренно отрицательная динамика на фондовых площадках США и других стран продолжится, и это окажет влияние на ход торгов в России. Несмотря на возможную коррекцию, до конца года среди лидеров роста способны оказаться акции банков, строительных и горно-металлургических компаний, агропромышленного сектора. Коррекция только усилит аппетиты инвесторов. Триггером

к развороту вверх станут следующий сезон отчетности и рост цен на сырье. Период боковой и отрицательной динамики на рынках может продлиться до двух месяцев.

Из-за ускорения инфляции до 6% по итогам мая Банк России вынужденно поднял ключевую ставку на 0,5 п.п. При этом денежно-кредитная политика по факту остается мягкой. Если инфляция продолжит расти, не исключено еще одно повышение ставки в июле. По нашему мнению, увеличилась и вероятность повышения ставок до конца года. Смещение ключевой ставки вверх не только не ударило по рублю, но и стимулировало спрос на ОФЗ, которые можно рассматривать в качестве защитных активов в период коррекции на фондовом рынке.

Ожидаем

Ожидаем коррекцию в диапазон 3600–3700 п. по индексу Московской биржи при соответствующей динамике на внешних площадках. Аутсайдерами могут стать акции финсектора и черной металлургии. Лучше рынка способны выглядеть ретейл, газодобывающий и транспортный сегменты. Пара USD/RUB, на наш взгляд, будет торговаться в пределах 71,5-74,5.

Наша стратегия

Рекомендуем фиксировать длинные позиции в бумагах Сбербанка, ЛУКОЙЛа, Норникеля, Русала, Полюса и Алросы. Интересна спекулятивная покупка акций Газпрома, Мосбиржи, Ozon, М.видео, Fix Price, Mail.Ru, Яндексa и Аэрофлота.



Георгий Ващенко,
заместитель
директора департамента
торговых операций
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru

Ключевые индикаторы по рынку

Акция	Значение на 07.06.2021	Значение на 21.06.2021	Изменение
MOEX	3 822	3 812	-0,26%
PTC	1 652	1 642	-0,61%
Золото	1 895	1 783	-5,91%
Brent	71,74	74,86	4,35%
EUR/RUB	88,80	87,02	-2,00%
USD/RUB	72,81	73,05	0,33%
EUR/USD	1,2196	1,1913	-2,32%



Индекс Мосбиржи



16

Фондовый рынок сделал первую заметную попытку скорректироваться. Однако индекс Московской биржи удержался выше психологически значимой отметки 3 800 пунктов. Пара USD/RUB вновь поднялась выше 73.

Российский рынок

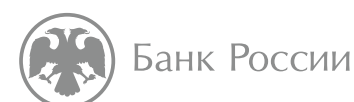
Основные новости



АФК Система отчиталась за первый квартал по МСФО. Ее консолидированная выручка увеличилась на 8,45% г/г, достигнув 171 млрд руб. OIBDA выросла на 6,7%, до 56,9 млрд руб., а рентабельность по этому показателю составила 33%. Скорректированный убыток в доле Системы сократился на 7 млрд руб. год к году, до 2,4 млрд руб.



Группа ЛСР приняла решение о делистинге депозитарных расписок с Лондонской фондовой биржи. Программа ГДР при этом сворачиваться не будет, владельцы смогут продать их на внебиржевом рынке или конвертировать в локальные акции. Листинг на Московской бирже сохранится. При принятии решения были учтены низкие торговые обороты на LSE.



ЦБ РФ прогнозирует прибыль **банковского сектора** по итогам года на уровне 2 трлн руб. За первые пять месяцев 2021-го банки заработали около 1 трлн руб. против 780 млрд руб. годом ранее. Наиболее активно растут доходы в сегментах потребительского кредитования и ипотеки. Объем розничного кредитного портфеля увеличился на 2%.



Акция	Значение на 07.06.2021	Значение на 21.06.2021	Изменение, %
Фонды			
FINEX CHINA UCITS ETF	3898	3838	-1,54%
FINEX GERMANY UCITS ETF	3156	3104	-1,65%
FinEx Gold ETF USD	927,6	880,2	-5,11%
FinEx USA IT UCITS ETF	10238	10558	3,13%
FinEx FFIN KZT UCITS ETF	295,1	298	0,98%
FinEx CASH EQUIVALENTS ETF	1673,6	1676,7	0,19%
FinEx Rus Eurobonds ETF (RUB)	1860	1872	0,65%
FinEx RTS UCITS ETF USD	4094	4097,5	0,09%
FinEx Rus Eurobonds ETF	941,9	946,8	0,52%
FinEx RUB GLOBAL EQUITY UC ETF	1,2565	1,2618	0,42%
FinEx USD CASH EQUIVALENTS ETF	740,4	745,3	0,66%
FinEx USA UCITS ETF	5625	5678	0,94%
БПИФ Фридом-Лидеры технологий	2020	2071,1	2,53%
ITI FUNDS RUSSIA-FOCUSED USD	2128	2136,5	0,40%
ITI FUNDS RTS EQUITY ETF	2423	2822,5	16,49%
БПИФ Сбер Индекс Еврооблигаций	1263	1270,4	0,59%
БПИФ Сбербанк Индекс Мосбиржи	18,937	18,892	-0,24%
Сбер Рублевые Корп Облигации	11,28	11,225	-0,49%
БПИФ Сбербанк - Эс энд Пи 500	1635,8	1639,2	0,21%
БПИФ ТИНЬКОФФ ВЕЧНЫЙ ПОРТФ РУБ	6,128	6,034	-1,53%
БПИФ ВТБ Акции компаний США	106,22	106,37	0,14%
БПИФ ВТБ Корпоративные облигации	121,4	121,2	-0,16%
БПИФ ВТБ Акции разв-ся рынков	98,7	96,43	-2,30%
БПИФ ВТБ Корп облигации США	79,82	80,41	0,74%
БПИФ ВТБ Ликвидность	1,0592	1,0611	0,18%
БПИФ ВТБ Корп рос еврооблигац	100,36	101,3	0,94%
БПИФ ВТБ-Индекс Мосбиржи	147,1	147,2	0,07%

Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



17



Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

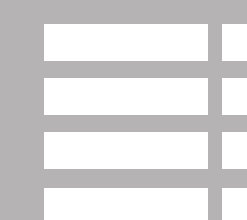
Акция	Значение на 07.06.2021	Значение на 21.06.2021	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1647,8	1601	-2,84%
НЛМК	262,6	259	-1,37%
ММК	64,515	63,815	-1,09%
ГМК Норникель	26428	25220	-4,57%
Распадская	248,58	236,5	-4,86%
Алроса	120,35	135,95	12,96%
Полюс	15601	14605	-6,38%
Мечел - ао	80,13	79,49	-0,80%
Мечел - ап	119,45	116,6	-2,39%
Русал	57,26	53,23	-7,04%
Polymetal	1747,6	1619,7	-7,32%
Финансовый сектор			
Сбербанк-ао	310,8	309,3	-0,48%
Сбербанк-ап	291,86	285,86	-2,06%
ВТБ	0,0487	0,048255	-0,91%
АФК Система	31,921	31,176	-2,33%
Мосбиржа	172,16	177,68	3,21%
Сафмар	454,2	449,8	-0,97%
TCS-гдр	5321,2	5721,8	7,53%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	274,4	271,24	-1,15%
НОВАТЭК	1574,8	1565,4	-0,60%
Роснефть	556,35	539,8	-2,97%
Сургут-ао	36,395	37,645	3,43%
Сургут-ап	46,7	46,1	-1,28%
ЛУКОЙЛ	6506,5	6673	2,56%
Башнефть - ао	1540,5	1495	-2,95%
Башнефть - ап	1174	1165	-0,77%
Газпром нефть	412,3	422,3	2,43%
Татнефть - ао	512,6	533,4	4,06%
Татнефть - ап	494,3	508	2,77%

Акция	Значение на 07.06.2021	Значение на 21.06.2021	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	5,018	4,8335	-3,68%
Русгидро	0,8426	0,8468	0,50%
ОГК-2	0,8338	0,8029	-3,71%
Юнипро	2,914	2,812	-3,50%
ТГК-1	0,0127	0,01249	-1,65%
Энел	0,793	0,8088	1,99%
Мосэнерго	2,42	2,313	-4,42%
ФСК ЕЭС	0,22106	0,22224	0,53%
Россети - ао	1,405	1,3755	-2,10%
Потребительский сектор			
Магнит	5440	5645,5	3,78%
X 5	2252	2414	7,19%
Лента	251,8	246,9	-1,95%
Детский мир	154,88	150,1	-3,09%
М.видео	670,9	616	-8,18%
OZON-адр	4035	4237	5,01%
Fix Price	628,6	667,3	6,16%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	339,55	341,2	0,49%
Ростелеком - ао	103,55	101,71	-1,78%
Ростелеком - ап	92,1	91,8	-0,33%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	71,08	71,3	-0,31%
НМТП	7,025	7,29	-3,64%
ДВМП	16,95	15,41	9,99%
GLTR-гдр	532,05	490,2	8,54%
Совкомфлот	93,92	94,76	-0,89%

Динамика котировок акций

В лидеры роста вышел Мечел. Также позитивную динамику продемонстрировали бумаги транспортного сектора. Аутсайдерами оказались акции компаний горнодобывающего и металлургического сектора. Повод для коррекции им дало снижение цен на металлы. Исключением стали акции Алросы, которые за последние две недели подорожали на 12%.

Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Инвестиционная идея

Алроса: роскошная инвестиция

Обыкновенные акции Алросы интересны для вложений с таргетом 151,71 руб. на конец текущего года

Название:	ПАО «Алроса»
Тикер:	ALRS
Текущая цена акций:	131,43 руб.
Целевая цена акций:	151,71 руб.
Потенциал роста:	15,43%
Стоп-аут:	122,00 руб.

Операционные показатели

За пять месяцев 2020 года продажи алмазно-бриллиантовой продукции Алросы выросли на 100,5% г/г, до \$1926 млн. Алмазного сырья было продано на \$1855 млн, объем реализации бриллиантов составил \$71 млн. Продажи алмазно-бриллиантовой продукции за весь прошлый год сократились на 16,1% г/г, до \$2,8 млрд. Однако данные за последние кварталы отразили активное восстановление рынка. Компания прогнозирует производства в объеме 31,5 млн карат при капзатратах около 25 млрд руб. Менеджмент Алросы отмечает, что результаты за май «свидетельствуют о высоком спросе на алмазное сырье со стороны гранильного сектора в Индии». Также на всех ключевых рынках сбыта предъявляется большой спрос на ювелирную продукцию. В США он за первые четыре месяца текущего года превысил показатель 2019 года на 30%, в Китае – на 10%. Статистика продаж компании за май дает основания для повышения прогнозов выручки, чистой прибыли, а также справедливой стоимости Алросы.

Финансовые показатели и наши прогнозы

Выручка, EBITDA и чистая прибыль Алросы за первый квартал составили 90,8 млрд, 33,5 млрд и 24 млрд руб. соответственно. Выручка снизилась меньше, чем предполагали прогнозы, составленные с учетом ежемесячных данных о продажах. Чистая рентабельность существенно улучшилась за счет усиления рыночного спроса и снижения негативного эффекта от валютной переоценки доходов.

Сильные данные продаж за декабрь свидетельствуют о сохранении позитивных трендов свободного денежного потока компании. Соотношение между чистым долгом и EBITDA стало отрицательным. При реализации базового сценария это позволит компании выплатить дивиденд по итогам 2021 года с доходностью более 7%. Тем не менее мы пока не учитываем дивидендную доходность за текущий год в оценке справедливой стоимости Алросы.

С точки зрения краткосрочных ценовых прогнозов котировки Алросы по динамике близки к темпам повышения выручки и прибыли, что ограничивает дальнейший потенциал роста акций. Для увеличения этого потенциала бумаги нуждаются в поддержке со стороны ценовых движений на рынках сбыта. В условиях ускорения инфляции в развитых странах с определенным временным лагом рынок драгоценных металлов и камней получит «бычий» сигнал. При этом средне- и долгосрочный потенциал для улучшения прогноза роста финансовых показателей и справедливой капитализации Алросы сохраняется.

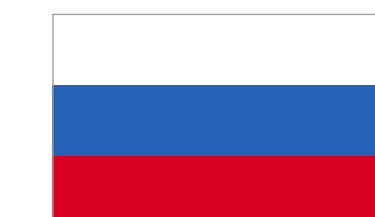
Учитывающий динамику товарной и денежной массы базовый прогноз рублевой цены на алмазное сырье на 2021 год предполагает ее рост на 30%. Выручку и чистую прибыль компании прогнозируем на уровне 343 млрд и 106 млрд руб.

С 2021-го по 2026 год ожидаем постепенного восстановления соотношения между ценами на

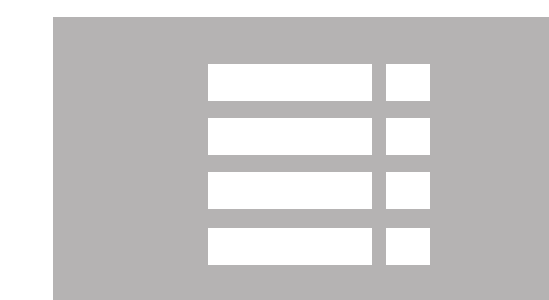
Александр Осин,
аналитик управления операций
на российском фондовом рынке
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



19



	Current	Market's Median
EV/Revenue	2,97	3,93
EV/EBITDA	7,30	7,46
P/E	14,40	12,39
P/Revenue	3,05	3,51
P/CF	6,08	7,46
P/FCF	7,02	9,91

	1Q2021	2021
Долг к активам	0,4	0,4
Долг к акционерному капиталу	0,8	0,7
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,6	0,6
Текущая ликвидность	2,5	2,5
Быстрая ликвидность	1,63	1,97
Коэффициент Альтмана	3,8	4,1

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
ALRS:RX	-2,52%	-3,15%	13,40%	21,50%	107,11%
IMOEX	-0,53%	-1,12%	3,00%	8,38%	39,43%
RTS	-1,04%	-1,88%	4,62%	10,63%	33,83%
Russell 2000	-1,62%	-3,47%	1,96%	-0,57%	58,00%
S&P 500	-1,13%	-1,64%	1,25%	6,70%	34,11%
NASDAQ Composite	-0,94%	-0,30%	5,92%	6,95%	41,08%



Инвестиционная идея



продукцию Алросы и золото до средних долгосрочных уровней по аналогии с динамикой этой корреляции в посткризисных периодах 2009-2013 и 2015-2018 годов.

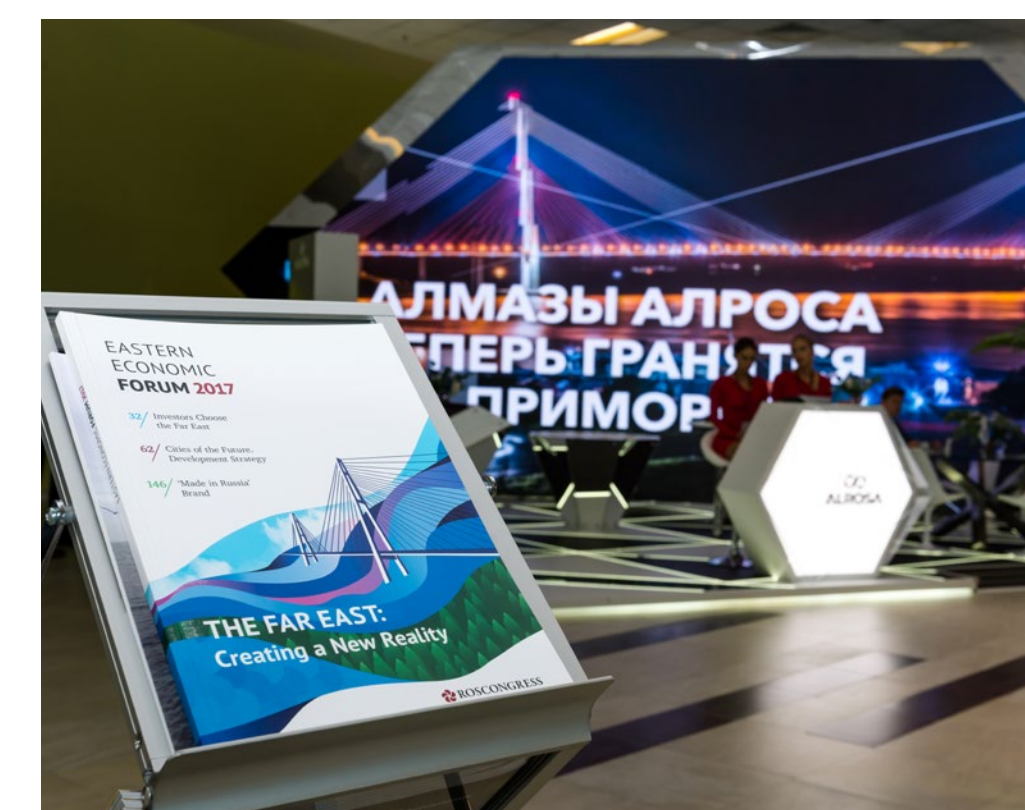
Итоги последнего заседания ФРС вызвали у инвестсообщества обеспокоенность по поводу ухудшения ситуации с ликвидностью и привели к распродажам активов, служащим инструментом хеджирования рисков, связанных с активным ростом денежного предложения. Однако так называемая подушка ликвидности в Штатах огромна. Только индекс денежной базы США за последние два с половиной года увеличился на 70%. Со времен кризиса 2008 года этот показатель вырос 5,8 раза, а ВВП США повысился только на 45%. Ожидания того, что в ближайшие годы ФРС постепенно будет отказываться от сверхмягкой монетарной политики, поддержат усиление среднесрочных инфляционных ожиданий и повысят требования к доходности вложений. Эта ситуация традиционно позитивна для золотодобывающих и алмазодобывающих компаний.



Финансовые показатели	2019	2020	2021	2022
Выручка, млн руб.	238 186,00	221 484,00	342 786,28	400 000,00
ЕБИТДА, млн руб.	104 955,00	98 971,00	157 681,69	180 000,00
Чистый доход, млн руб.	62 026,00	31 783,00	106 271,81	116 000,00
Доход на акцию	8,42	4,32	14,43	15,75
Операционная маржинальность	44%	45%	46%	45%
Чистая маржа	26%	14%	31%	29%

В 2022-2026 годах мы прогнозируем среднегодовой рост выручки Алросы на уровне 24% г/г, так как в предыдущие периоды восстановления экономики после кризисов (2010-2012 и 2015-2016 годы) выручка компании росла в среднем на 28% и 23% г/г. Данные прогнозы учитывают наметившуюся значимую дивергенцию в динамике цен на алмазное сырье и золото.

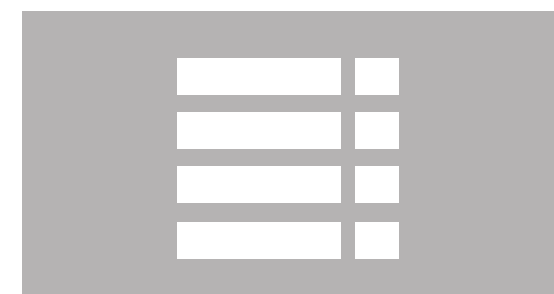
Положительная корреляция рентабельности и денежного потока Алросы с динамикой цен на ее рынках сбыта позволяет прогнозировать годовое соотношение FCF/выручка в рамках долгосрочных моделей на уровне 22% против 10% в среднем за 2010-2012 годы и 26% за период восстановления рынка в 2015-2016-е. Алроса недооценена к аналогам по ключевым финансовым мультипликаторам. Согласно нашим расчетам, справедливая стоимость обыкновенной акции компании на конец 2021 года равна 151,71 руб.



Инвестиционный обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



20



Рынок Украины

Все на распродажу!

В результате коррекции ведущие акции украинского фондового рынка достигли привлекательных для покупки уровней

Основной индекс украинского фондового рынка UX за прошедшие две недели просел на 6,2%. Отрицательную динамику показали все входящие в индекс компании, кроме Центрэнерго, акции которого подорожали на 1,67%. UX вернулся к поддержке 1800 пунктов, которую можно рассматривать как точку для входа в позиции по входящим в индекс акциям. Акции Ferrexpo (-5,11%) на Лондонской бирже консолидировались в диапазоне 430-500 фунтов. Важных корпоративных новостей за последние недели не поступало. Внимание инвестсообщества было приковано к заседанию Нацбанка и его решению по учетной ставке. Большинство аналитиков были уверены, что ставку повысят на 0,5-1 п.п. Лишь в Goldman Sachs считали, что регулятор оставит ее без изменения. Именно этот прогноз и оправдался по итогам июньского заседания ЦБ: ставку сохранили на уровне 7,5%. НБУ считает всплеск инфляции до 9,5% годовых временным, объясняя его восстановлением экономики после кризиса, которое привело к повышению цен на металлы, зерновые и другую продукцию.

Гривна в паре с долларом в прошедшие две недели показывала повышенную волатильность. С восьмого по 14 июня украинская валюта укрепилась к доллару с 27,16 до 26,89. Однако уже на следующих торгах гривна оказалась под давлением, и к 22 июня пара USD/UAN поднялась до 27,34. Усиление волатильности курса объясняется решением НБУ оставить ключевую ставку без изменений. Мы прогнозируем стабилизацию курса к концу текущего месяца и считаем, что в июле USD/UAN вернется к отметке 27.



Денис Белый,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»
Украина



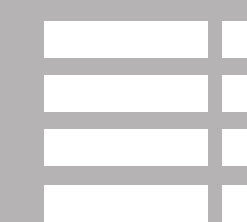
Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru

Динамика наиболее интересных акций

Инструмент	Значение на 08.06.2021	Значение на 22.06.2021	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1 947,72	1 825,28	-6,29
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,44	0,43	-2,49
Укрнафта, (UNAF)	311,04	260,00	-16,41
Центрэнерго, (CEEN)	9,00	9,15	1,67
Ferrexpo (FXPO), GBp	457,60	434,20	-5,11
Донбассэнерго, (DOEN)	20,52	19,95	-2,78
Турбоатом, (TATM)	8,27	6,75	-18,38
МНР S.E., (MHPС)	167,00	160,00	-4,19
USD/UAN	27,19	27,19	0,00

Ожидания

Рост акций Мироновского хлебопродукта до \$7,3 к концу текущего года



- **Новое размещение корпоративных еврооблигаций украинского эмитента.** Компания Укравтодор привлекла \$700 млн на рынке внешнего долга под 6,25% годовых на семь лет. Полученные средства будут направлены на обновление дорожной инфраструктуры.
- **Метинвест намерен выкупить часть своих евробондов.** Компания объявила тендер на выкуп еврооблигаций с погашением в 2023 году объемом \$150 млн по номинальной стоимости. Общий оборот этих облигаций на рынке составляет \$311 млн.
- **НКЦБФР допустила к обращению в Украине 38 бумаг иностранных эмитентов.** Среди последних компаний, получивших разрешение обращаться на украинской бирже, UNITED MEXICAN STATES, iShares Global Healthcare ETF, iShares Global Consumer Discretionary ETF.
- **Нафтогаз проиграл суд против кабмина.** Апелляционный суд поддержал решение суда первой инстанции, который отказал НАК «Нафтогаз» в иске к правительству. Напомним, что компания требовала выплатить ей компенсацию в размере 9,43 млрд грн.



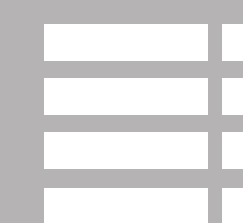
Динамика индекса UX



Динамика USD/UAH



Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



«Быки» ослабляют хватку

Индекс KASE демонстрирует небольшую сезонную консолидацию, несмотря на укрепление нефтяных котировок

Минувшие две недели выдались непростыми для акций из индекса KASE. Одни бумаги встретили сильные уровни сопротивления, другие подверглись негативному воздействию макроэкономических факторов либо давлению, связанному с фиксацией реестра по дивидендам. Внешний фон был неоднороден. Сдерживающее влияние на индексы акций развивающихся рынков оказали заявления ФРС о возможном сворачивании программы количественного смягчения. Однако нефтяные котировки, во многом определяющие уровень благосостояния в регионе, укрепились до \$75 на фоне ожиданий повышения спроса.

В аутсайдерах оказались котировки Казтрансойла после фиксации реестра акционеров, что, впрочем, было ожидаемо, поскольку бумаги именно этого эмитента обычно демонстрируют самую сильную сезонную коррекцию. Этот год не стал исключением, особенно если учитывать заметно подросшие в сравнении с прошлым периодом дивиденды. Однако на данный момент снижение акций уже сильно замедлилось. Весьма позитивную динамику при этом демонстрируют бумаги Казахтелекома, которые после месяца консолидации устремились к двухлетним максимумам. ГДР Казатомпрома на Лондонской бирже стремительно снизились к своей 50-дневной скользящей средней и теперь тестируют уровни поддержки, однако обыкновенные акции того же эмитента на KASE держатся гораздо устойчивее.

В целом за прошедший период основной индекс казахстанского рынка потерял 2,3%. Котировки коснулись 50-дневной скользящей средней, хотя до того они в течение восьми месяцев не проводили плотный тест данного динамического уровня поддержки и держались гораздо выше.



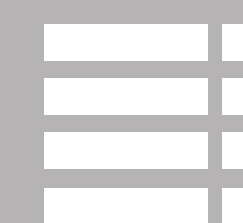
Динамика акций и ГДР

Акция	Значение на 07.06.2021	Значение на 21.06.2021	Изменение
Индекс KASE	3 421,27	3 342,85	-2,3%
Казахтелеком (KASE)	28 847,90	29 988,00	4,0%
Казатомпром (KASE)	13 298,88	13 470,00	1,3%
Каспи (GDR)	93,80	93,90	0,1%
Банк ЦентрКредит (KASE)	250,00	250,00	0,0%
KEGOC (KASE)	1 765,00	1 745,00	-1,1%
Халык Банк (KASE)	171,54	169,00	-1,5%
Халык Банк (ADR)	16,20	15,84	-2,2%
Bank of America (KASE)	18 588,37	16 844,00	-9,4%
Казтрансойл (KASE)	1 273,90	1 099,00	-13,7%

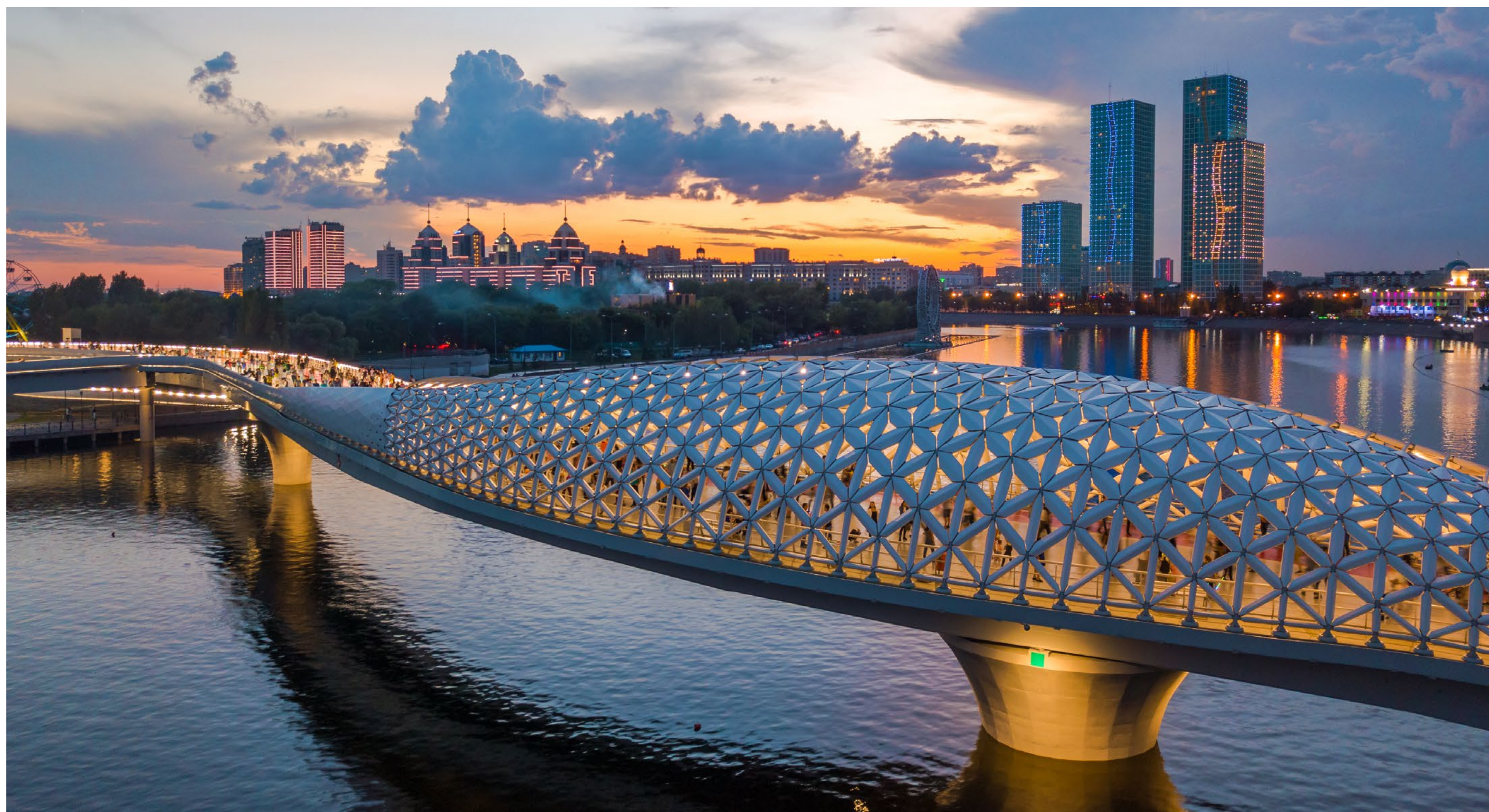
Ожидания и стратегия

Мы ожидаем, что индекс KASE удержится выше уровня 50-дневной скользящей средней. Позитивную динамику могут продемонстрировать бумаги Халык Банка и Казтрансойла. Поддержку котировкам голубых фишек, вероятно, окажут поступающие дивиденды: на ближайшее время запланированы выплаты акционерам Казтрансойла и Казатомпрома.

Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



- **Goldman Sachs выходит из Kaspi.kz, выставив на продажу пакет акций стоимостью около \$110 млн.** Цена размещения ориентировочно составляла от \$85,95 за бумагу. Возможно, данное решение было обусловлено общей ребалансировкой портфеля инвестбанка. Как следствие, оно не оказало значительного влияния на котировки ГДР.
- **Нацбанк улучшил прогнозы по динамике ВВП Казахстана.** Согласно обновленным ожиданиям, в 2021 году рост экономики составит 3,6–3,9%, в 2022 году – будет в пределах 4,0-4,3%. Пересмотр прогноза был обусловлен повышением ожидаемой цены на нефть и увеличением государственных расходов в текущем году, которое, как предполагается, окажет стимулирующее влияние на экономику.



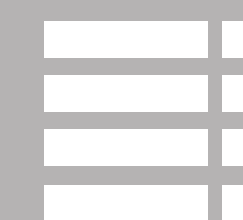
Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Казахтелеком

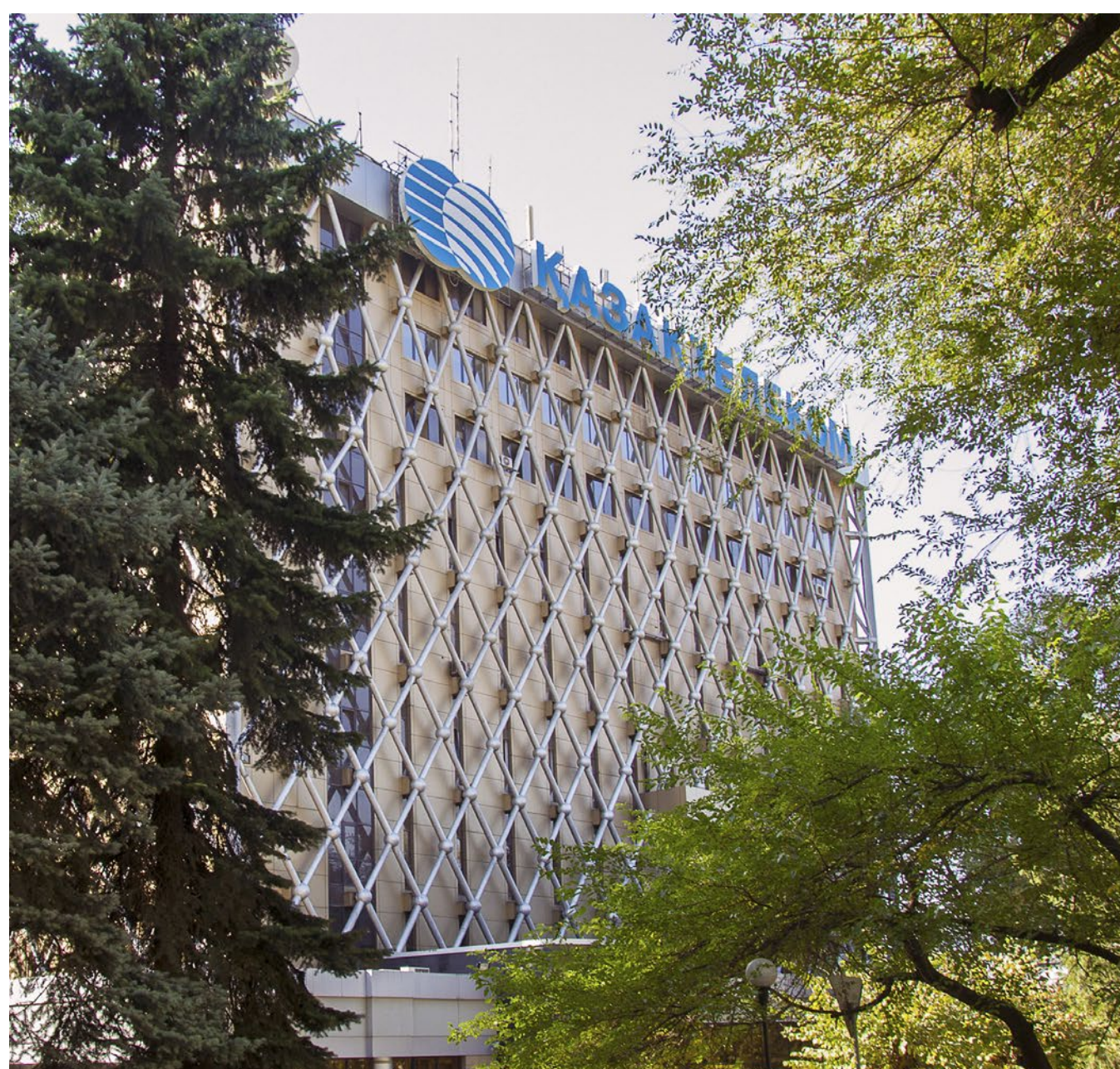
Всегда на связи

Потенциал роста в акциях Казахтелекома – 27%,
рекомендация – «покупать»

Причины для покупки:

- **Снижение долговой нагрузки.** Свободные денежные потоки в первые три месяца 2021-го составили 11,5 млрд тенге против 11 млрд тенге в предыдущем квартале и 8,3 млрд тенге в прошлом году. На фоне улучшения этого показателя компания продолжает погашать долги: в первом квартале выплаты (нетто) составили 22 млрд тенге. Чистый долг Казахтелекома на конец марта снизился до 299 млрд тенге против 328 млрд тенге в конце 2020 года.
- **Рост выручки.** Оборот компании в первом квартале достиг 137 млрд тенге (+12,4% г/г и -4,6% к/к). Продолжается рост доходов от сегмента передачи данных (+11,5% г/г и -3,5% к/к). Снижение показателей в поквартальном выражении обусловлено сезонно высокой базой последних трех месяцев года. При этом валовая маржа повысилась до 38% (против 32% в прошлом квартале и 35,7% в 2020 году) за счет оптимизации затрат, включая расходы на персонал. Увеличение маржи EBITDA достигло рекордных 52% (48% в прошлом году) главным образом благодаря повышению операционных доходов. В результате чистая прибыль по итогам квартала составила 25,7 млрд тенге, или 2166 тенге на акцию, продемонстрировав рост в 16% г/г.
- **Техническая картина.** В конце апреля котировки начали снижаться после дивидендной отсечки. Однако 15 июня сформировалась волна восстановления, которая на момент публикации позволила акциям подняться к отметке 30 тыс. тенге. Выше данного уровня бумага может встретить сопро-

тивление продавцов. На более широком горизонте обзора мы видим, что котировки оторвали от долгосрочной восходящей трендовой линии, которая берет свое начало еще в 2015 году. Это поддерживает нашу рекомендацию покупать бумагу с прицелом на улучшение финансовых показателей компании и рост дивидендов.



АО Казахтелеком

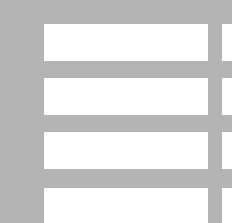
Тикер на KASE:	KZTK
Текущая цена:	29 950 тг
Целевая цена:	38 100 тг
Потенциал роста:	27%



Динамика акций на KASE



Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Консолидация перед рывком

Котировки узбекистанских эмитентов демонстрируют разнонаправленную динамику вопреки ожиданиям дивидендного ралли

На неделе с 7 по 11 июня рынок продолжил корректироваться: индекс ликвидных акций EqRe Blue потерял 0,71%, закрывшись на отметке 2117,11 пункта.

В торговую пятидневку с 14 по 18 июня акции продемонстрировали разнонаправленную динамику: EqRe Blue прибавил 0,15%, двигаясь в боковике, и закрылся на уровне 2114,01 пункта. Давление на индекс оказала коррекция бумаг Кувасайцемента (KSCM) и Хамкорбанка (НМКВ), однако оно было смягчено за счет недавнего включения новых компонентов в бенчмарк. Мы прогнозируем рост котировок Кварца (KVTS) и УзПТСБ (URTS)

ввиду улучшения фундаментальных показателей эмитентов. Ранее мы предполагали, что объявление дат ГОСА крупных компаний может привести к очередному короткому дивидендному ралли, однако эти ожидания не оправдались. Кроме того, в настоящее время одним из факторов давления для узбекистанского фондового рынка может стать информация о переносе сроков завершения строительства новой линии Кизилкумцемента (QZSM), как это было ранее с задержкой введения в эксплуатацию нового цеха KVTS.

Текущие рекомендации по акциям

- В связи с достижением таргета акциями Тошкентвино (A028090) мы рекомендуем продавать их по цене выше 50 тыс. сумов
- Бумаги Кизилкумцемента (QZSM), КМЗ (KUMZ) и Узвторцветмета (A016460) стоит держать до пересмотра целевой цены нашими аналитиками
- Акции Кварца (KVTS), УзПТСБ (SQBN), УзПТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), Кувасайцемента (KSCM) и Хамкорбанка (НМКВ) советуем покупать по текущим ценам с целью достижения котировками сбалансированных ценовых уровней

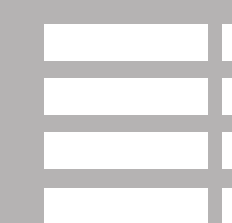


Бехрузбек Очиров,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»
Узбекистан



Статистика по ликвидным бумагам

Акция	Значение на 21.05.2021	Значение на 18.06.2021	Изменение, %
KVTS	4573	4600	0,59%
QZSM	6700	6799	1,48%
SQBN	16,97	16,4	-3,36%
URTS	16550	16649	0,60%
UZMK	61000	63989,89	4,90%
KSCM	902222	854000	-5,34%
НМКВ	46,00	42,00	-8,70%
KUMZ	999,98	1088	8,80%
A028090	70000	65000	-7,14%
A016460	18000	16999,99	-5,56%



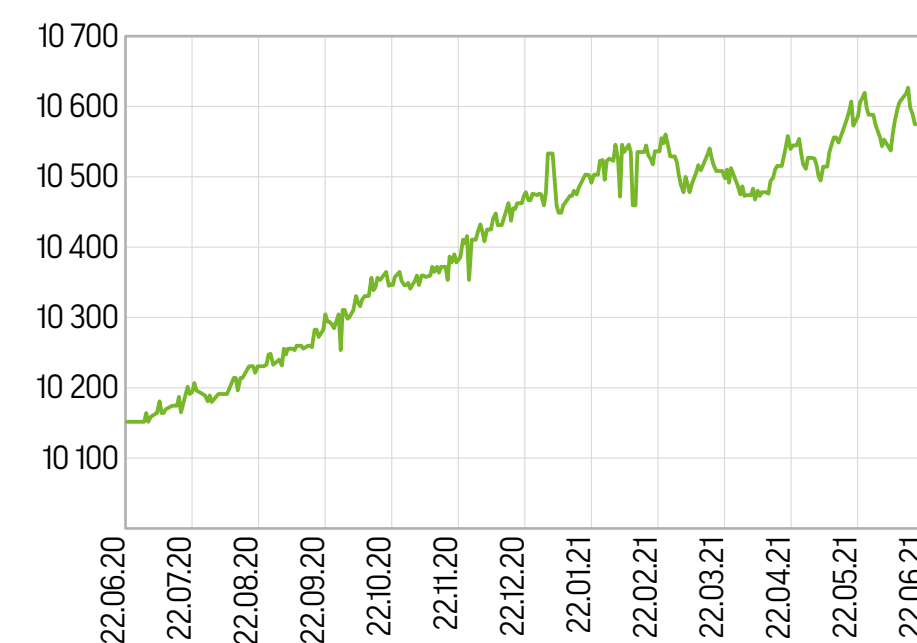
Макроэкономические

- Центральный банк сохранил ключевую ставку на уровне 14%.
- Девальвация сума составила 4,00% г/г.
- Средняя ставка по последним размещениям гособлигаций колебалась в диапазоне 13,50–13,92%.
- Депутатами во втором чтении принят проект о введении в законодательство понятия иностранного номинального держателя ценных бумаг.

По отдельным компаниям

- **S&P Global Ratings** пересмотрело прогнозы по кредитным рейтингам Ипотека-банка и НБ ВЭД РУз с негативных на стабильные, подтвердив рейтинги эмитентов на уровне BB-.
- Обыкновенные акции Ипотека-банка (IPTB) и Средаэнергопроект (SAEP) были включены в индекс EqrE Blue после окончания торгов 11 июня.
- В сети появились фото- и видеоматериалы о запуске новой производственной линии компании Кварц. IR-отдел эмитента подтвердил, что ввод в эксплуатацию состоялся, однако дата официальной церемонии открытия пока не подтверждена.
- **Объем сделок на УзРТСБ вырос на 56% за пять месяцев.** Площадка расширяет линейку инструментов и работает над внедрением фьючерсов.
- **КМЗ** второй квартал подряд отчитался чистой прибылью.
- **УзПСБ представил стратегию развития на 2021–2023 годы.** Менеджмент прогнозирует рост выручки от корпоративного сегмента в два раза и многократное увеличение основных финансовых показателей. Банк планирует перевести клиентов на удаленное обслуживание. Международная финансовая корпорация (IFC) может приобрести долю в УзПСБ еще до начала приватизации.
- **Завершение строительства новой линии по производству клинкера Кизилкумцемента (QZSM) перенесено на 2022 год.**
- **30 июня Кварц проведет ГОСА, на котором будет рассмотрен вопрос о создании комитета миноритарных акционеров.** В случае положительного решения компания станет первым из эмитентов ликвидных акций с таким органом управления.

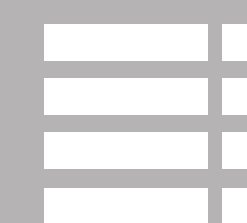
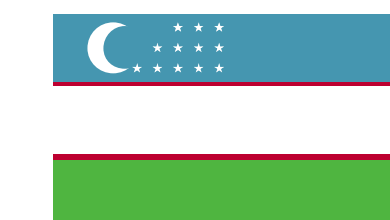
Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqrE Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Временные трудности росту не помеха

Акции АКБ УзПСБ интересны для покупки с таргетом 20,9 сума

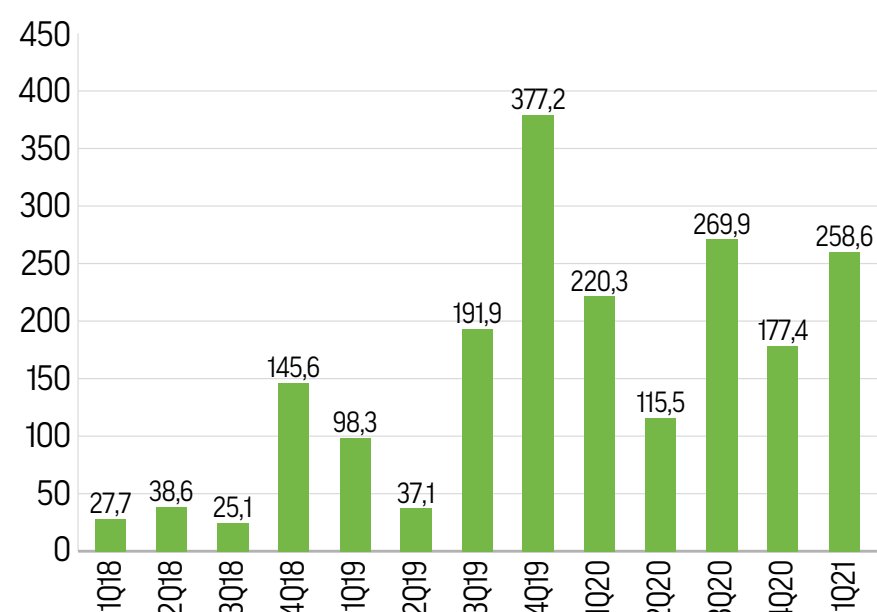
Причины для покупки:

- **Фундаментальная перепроданность.** УзПСБ оценен в 0,53x от своей балансовой стоимости, а по мультипликатору P/E торгуется на уровне 4,39x при среднем значении для аналогов с развивающихся рынков 11,06x, что свидетельствует о высоком потенциале роста акций банка.
- **Улучшение финансовых показателей.** Процентные доходы УзПСБ за первый квартал текущего года увеличились на 27,4% г/г, чистые комиссионные доходы выросли на 103,2% г/г, чистая прибыль повысилась на 15,3% г/г. Соотношение между обязательствами и собственным капиталом (D/E) банку удалось снизить с 6,32x в январе-марте 2020-го до 5,93x за тот же период 2021-го.
- **Проблемные кредиты и изменение баланса клиентской базы.** Объем проблемных кредитов (NPL) на 1 февраля 2021-го увеличился до 2,1% с прошлогодних 1% при среднем по сектору росте с 1,8% до 2,7%. Эта динамика связана с фактором пандемии. К 1 апреля NPL УзПСБ достиг 4,4% при среднем по сектору уровне просрочки 3,6%. В марте банк зафиксировал сокращение объема кредитования на 2,36%, тогда как в целом по сектору этот показатель вырос на 1,17%. При этом за январь объем депозитов в УзПСБ сократился на 5,83% при среднем по отрасли снижении на 3,23%. Для решения проблем с ликвидностью банк повысил ставки по вкладам. В результате объем депозитов в феврале увеличился на 7,95% против 1,87% по отрасли в среднем, но уже в марте показатель упал на 4,17% из-за вывода средств корпоративных клиентов. Средний по сектору рост составил

1,75%. Объем средств на вкладах физлиц продолжает повышаться, а доля корпоративных клиентов сокращается. Это негативно влияет на маржинальность бизнеса, поскольку сокращается доля вкладов, ставка по которым на 300 пунктов ниже, чем для физлиц.

- **Наши расчеты и прогнозы.** Мы обновили модель оценки банка с точки зрения наиболее значимых коэффициентов, безрисковой ставки, актуальных данных по уровню левирджа, темпам роста бизнеса и балансу. Справедливая стоимость обыкновенной акции УзПСБ составляет 20,90 сума, что предполагает потенциал роста 39% и соответствует рекомендации «покупать».

Чистая прибыль, млрд сумов

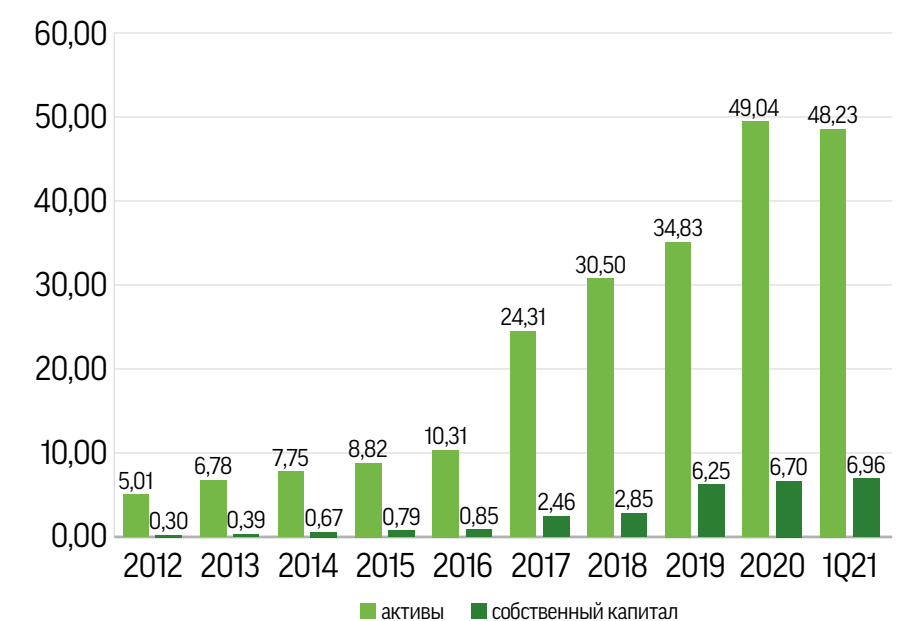
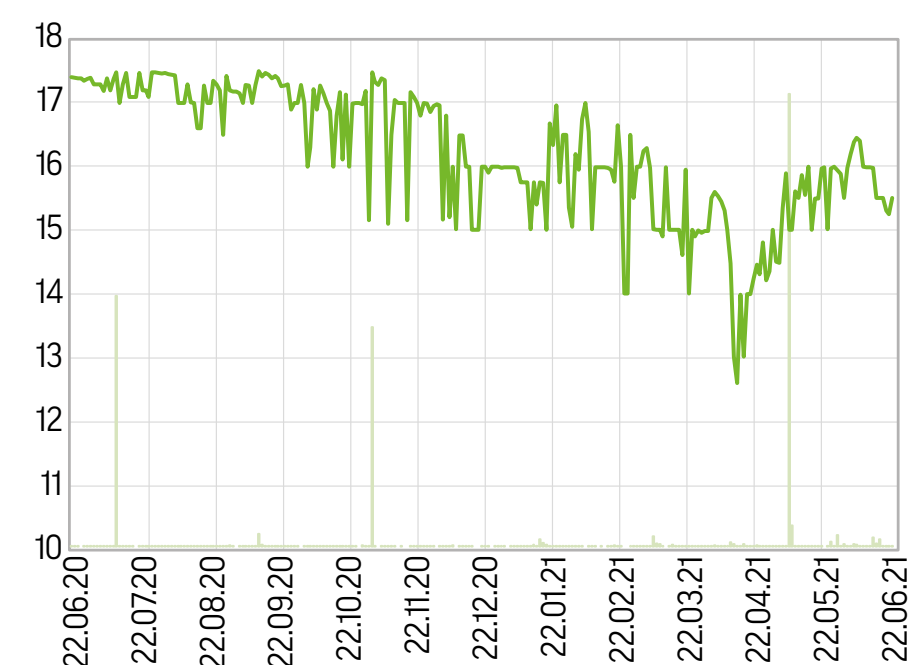


АКБ УзПСБ

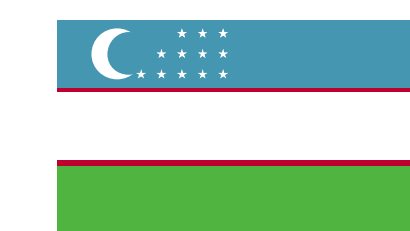
Тикер на UZSE:	SQBN
Текущая цена:	15,00 UZS
Целевая цена:	20,90 UZS
Потенциал роста:	39%



Динамика акций SQBN на UZSE



Инвестиционный обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Рынок Германии

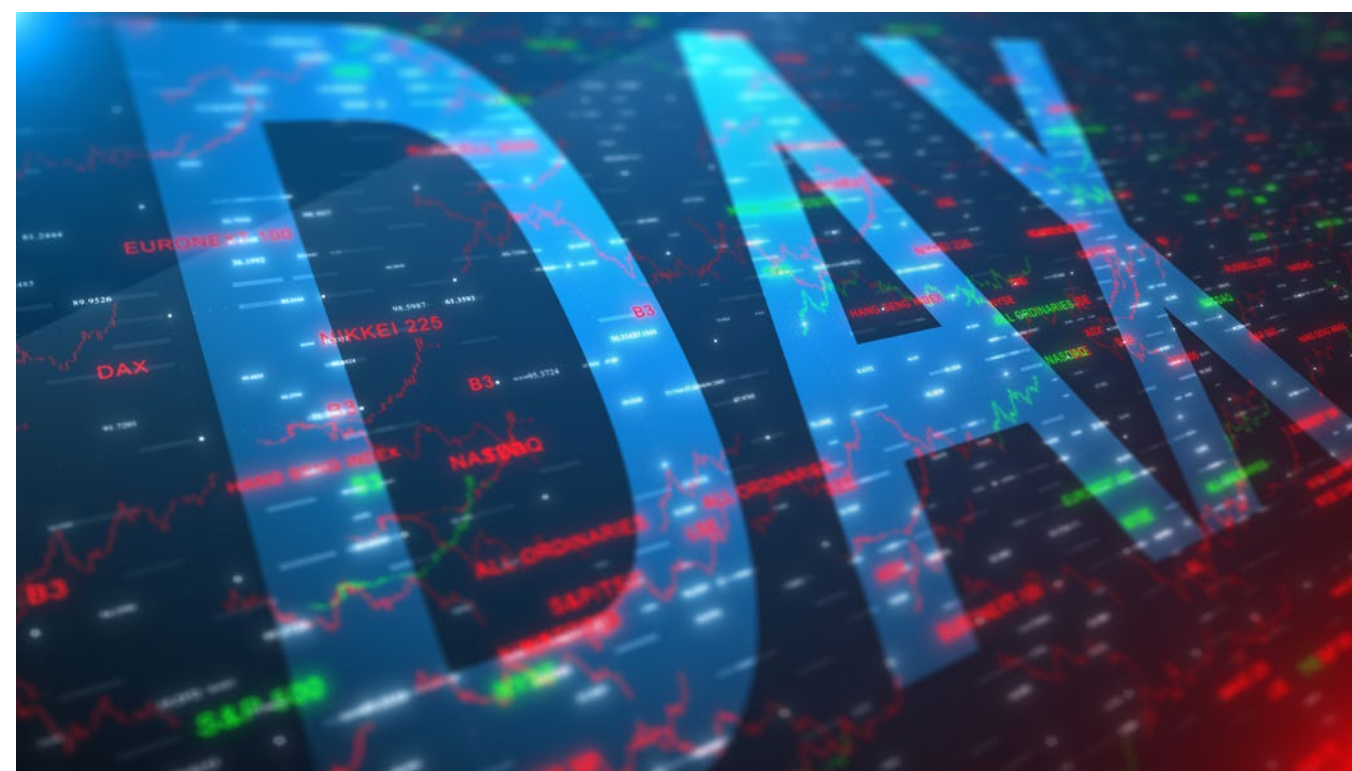
Дежурная коррекция после витка роста

Индекс DAX продемонстрировал небольшую консолидацию, оставаясь, впрочем, в рамках локального позитивного тренда

Торговая неделя с 7 по 11 июня на немецких фондовых рынках прошла нейтрально. DAX за этот период прибавил лишь 0,37 пункта, закрывшись на отметке 15 693, но успев при этом обновить исторический максимум, который на этот раз составил 15 732 пункта. С понедельника по четверг индекс падал ежедневно на небольшие доли процента, зато в пятницу вырос сразу на 0,78%, полностью отыграв снижение. Главной новостью недели стала публикация данных по потребительской инфляции в США, которая в мае составила 4,7%, превысив апрельский показатель 4,2%. Однако, по мнению аналитиков, этот рост носит временный характер, поскольку обусловлен нарушением цепочек поставок для производителей и резким усилением экономической активности в тех сферах, где были ослаблены карантинные ограничения. В то же время в Великобритании рост ВВП в апреле составил 2,3% м/м, превысив прогнозы, а Евростат пересмотрел ожидания по этому показателю с -0,6% до -0,3% в первом квартале. Также отметим данные по торговому балансу Германии, который достиг 15,9 млрд евро при прогнозе 16,3 млрд евро. Объем импорта упал на 1,7% м/м при ожиданиях снижения на 1,1% м/м.

С 14 по 18 июня немецкий фондовый рынок демонстрировал негативную динамику. По итогам этой пятидневки DAX снизился на 1,56%, закрыв неделю на уровне 15 448 пунктов. Однако индексу удалось в очередной раз обновить исторический максимум, который теперь составляет 15 803 пункта. Основное падение пришлось на пятницу, когда DAX потерял

сразу 1,78%. Коррекция была обусловлена тем, что ФРС пересмотрела ожидания по инфляции в сторону увеличения и объявила, что в 2023 году ставка может быть повышена дважды. Это спровоцировало значительное снижение цен на сырье, что потянуло фондовые рынки вниз. Среди отдельных акций отметим рост TeamViewer на 6% в понедельник на новостях о планируемом сотрудничестве с SAP. В аутсайдерах оказалась биофармацевтическая компания CureVac, котировки которой потеряли сразу 44% в четверг после объявления о том, что в рамках проведенных испытаний вакцины от COVID-19 не удалось достигнуть целевых показателей, поэтому вероятность массовых поставок данного препарата в ЕС значительно снижается.

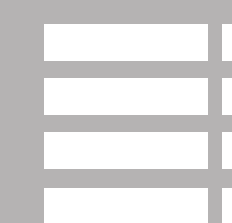


Ожидания и стратегия

Несмотря на коррекцию, DAX остается в рамках локального позитивного тренда, начавшегося 28 января. 21 июня индекс опять начал расти, что, вероятнее всего, позволит ему вновь достигнуть 15800 пунктов. При пробое этого тренда вниз следующим важным уровнем поддержки станет отметка в 14800 пунктов.

Динамика акций и индекса DAX

Акция	значение на 04.06.2021	значение на 18.06.2021	Изменение
DAX Index	15 692,90	15 448,04	-1,6%
DB1 GR Equity	134,20	144,60	7,7%
SHL GR Equity	46,58	49,83	7,0%
SRT3 GR Equity	388,50	412,50	6,2%
MTX GR Equity	208,30	219,00	5,1%
SY1 GR Equity	109,90	114,30	4,0%
MRK GR Equity	146,40	152,00	3,8%
FME GR Equity	67,38	69,94	3,8%
SAP GR Equity	114,52	118,10	3,1%
BEI GR Equity	99,98	102,90	2,9%
PUM GR Equity	92,38	94,98	2,8%
UTDI GR Equity	33,42	34,22	2,4%
DTE GR Equity	17,27	17,57	1,7%
VNA GR Equity	52,82	53,46	1,2%

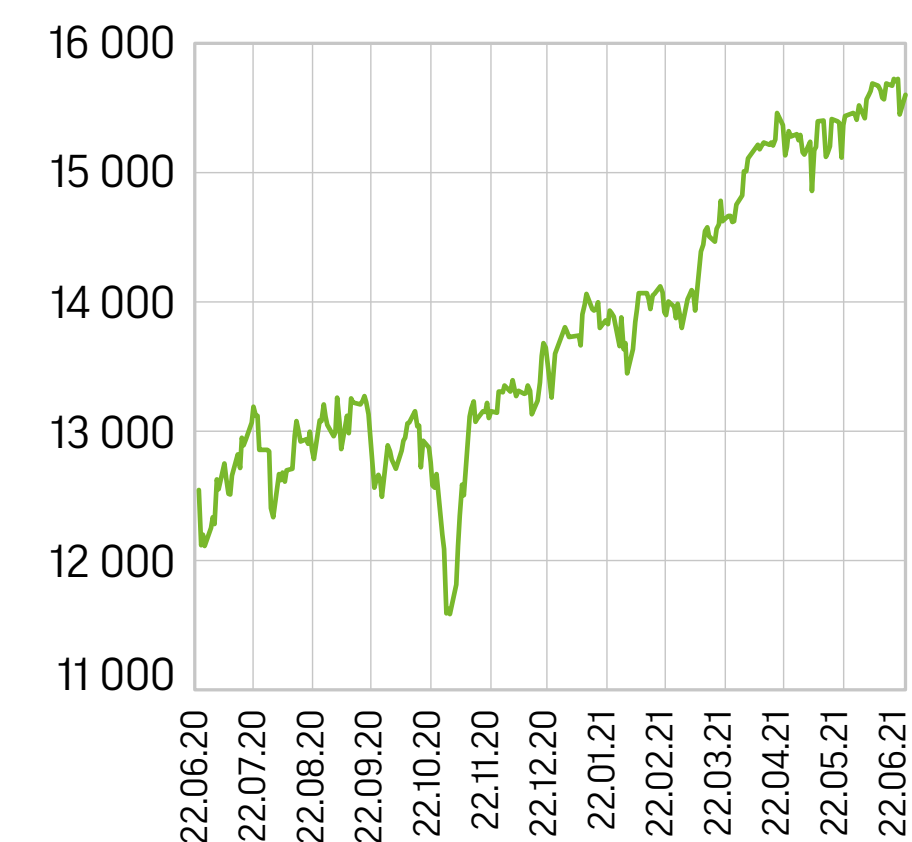


Важные новости

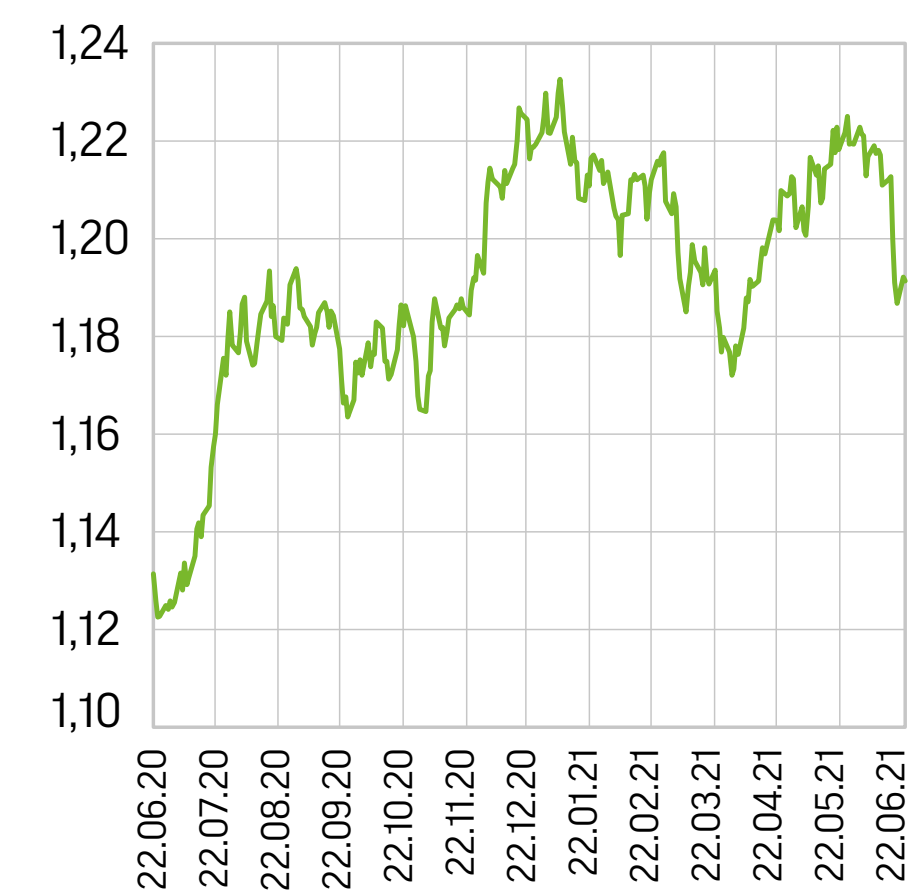
- **ЕЦБ объявил, что не планирует повышения ставок и сокращения программы покупки активов, несмотря на ускорение инфляции.** Руководство регулятора предполагает, что темпы роста цен ускорятся во второй половине года, однако затем последует их снижение.
- **По ожиданиям ЕЦБ, прирост экономики еврозоны составит 4,6% в 2021-м и 4,7% в 2022 году.** При этом темпы повышения цен прогнозируются на уровне 1,9% и 1,5% в текущем и будущем году соответственно.
- **Эффективность CVnCoV от немецкой CureVac составила лишь 47%, что значительно ниже показателя других вакцин от COVID-19.** Тем не менее компания намерена продолжить работу над препаратом второго поколения, который можно будет использовать для профилактики заражения новыми штаммами коронавируса.



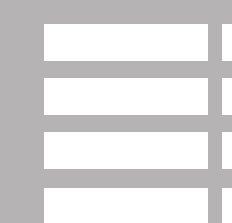
Динамика индекса DAX



Динамика EUR/USD



Инвестиционный
обзор №226
24 июня 2021
www.ffin.ru



Четыре слагаемых успеха

Благоприятная конъюнктура, перспективы расширения бизнеса, дивидендная политика и курс на инновации служат драйверами роста для акций BASF

Причины для покупки:

- 1. Наличие широкой продуктовой линейки дает BASF наилучшие возможности для извлечения выгоды из циклического восстановления экономики.** Благоприятная конъюнктура на рынке сырья, улучшение ситуации в автомобильной промышленности и контроль расходов менеджмента будут способствовать превышению прибылью корпорации текущих консенсус-прогнозов. По результатам первого квартала ожидается увеличение EBIT с прошлогодних 3,56 млрд как минимум до 5 млрд евро.
- 2. Компания оптимизирует бизнес, в том числе за счет сокращения числа рабочих мест.** Цель этой стратегии — увеличить прибыль на 2 млрд евро к концу 2021 года. Мы считаем BASF наиболее интересной идеей в диверсифицированном химическом секторе, учитывая устойчивую дивидендную доходность выше, чем у аналогов, и опережающий рост прибыли в секторе. Ожидается повышение дивидендов, а их форвардная доходность составит 4,9%. Привлекательности компании добавляет и то, что, скорее всего, она полностью избавится от своего нефтегазового бизнеса Wintershall DEA, воспользовавшись благоприятной для продажи ситуацией.
- 3. Позитивные для BASF глобальные тенденции, возможность расширения бизнеса на развивающихся рынках, а также в Китае.** Компания договорилась о созда-

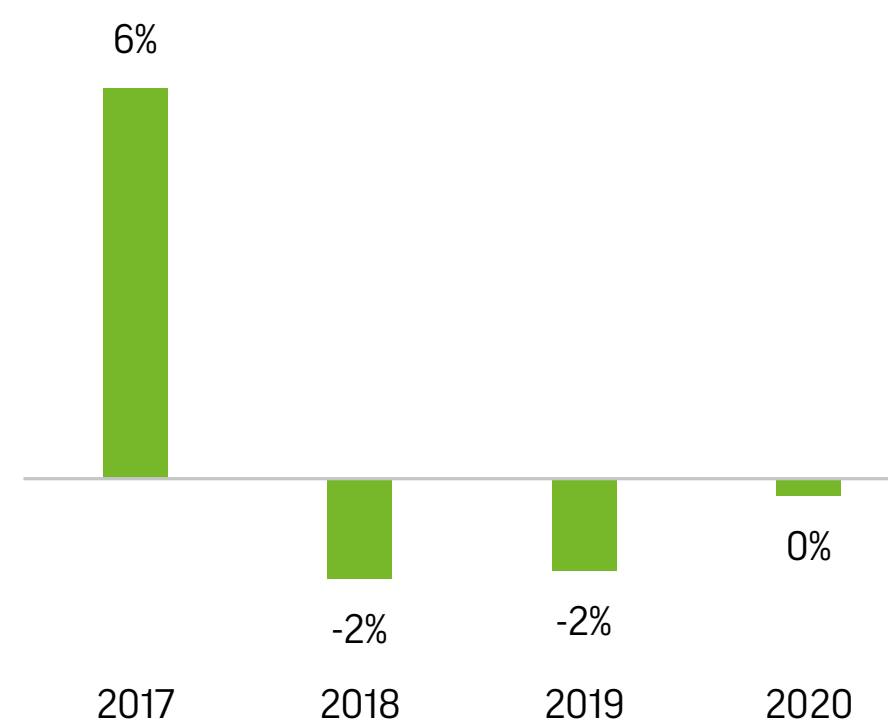
нии совместного предприятия с поставщиком комплектующих для литий-ионных аккумуляторов Ningbo Shanshan Co. Ltd. для производителей аккумуляторов в Китае. Совместное предприятие будет производить в стране активные катодные материалы и прекурсоры. BASF получит в собственность 51% акций этого предприятия, Shanshan — 49%.

- 4. Развитие в области зеленой энергетики.** BASF SE будет сотрудничать с RWE AG в изучении использования возобновляемых источников энергии для производства химикатов и отказа от применения углеводородного топлива. Одним из ключевых элементов стратегии BASF стало расширение предложения продуктов с меньшим углеродным следом. Продажи этих продуктов обещают более высокую прибыль в будущем.

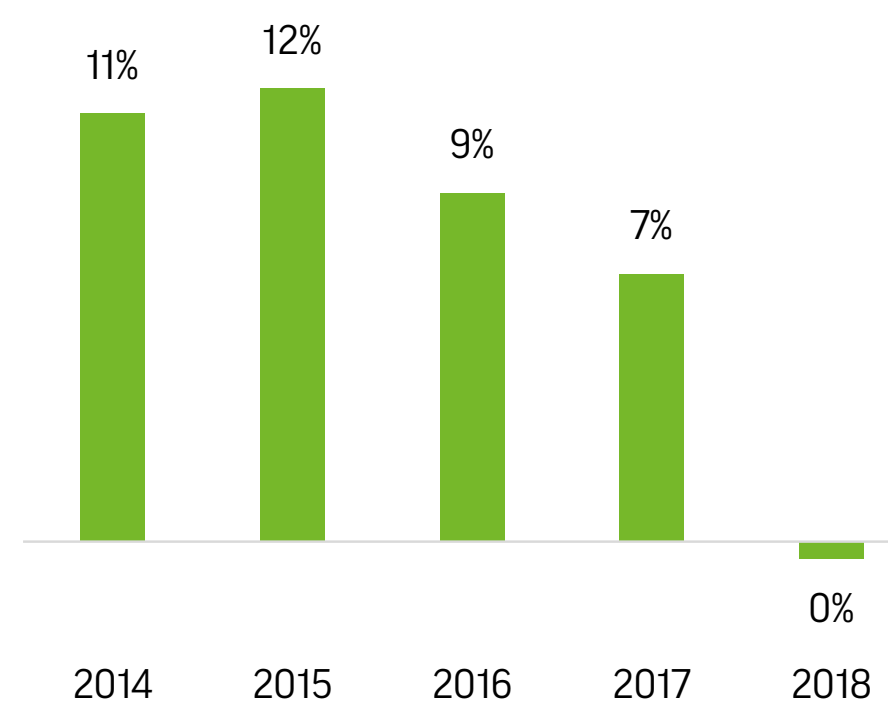
- 5. Последние обновления аналитиков.** Целевая цена Baader Bank повышена до 81 евро, таргет UBS Group поднят до 78 евро, цель Credit Suisse увеличена до 79 евро. Все три инвестдома дают рекомендацию «покупать».

- 6. Техническая картина.** Акции BASF продолжают движение в среднесрочном растущем канале, демонстрируя локальную консолидацию внутри фигуры «нисходящий клин». В случае пробоя верхней границы наклонной линии возможна новая волна роста с ретестом максимума на уровне 72,8.

Темпы роста выручки с 2017 года



Показатели EBIT маржи с 2014 года

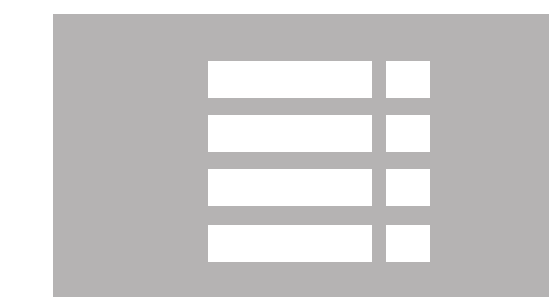


Среднесрочная идея

BASF SE

Тикер на Xetra:	BAS
Текущая цена:	65,4 евро
Целевая цена:	72,8 евро
Потенциал роста:	11,3%
Дивидендная доходность:	5%

Динамика акций BAS на Xetra



Freedom Holding Corp. отчитался рекордной прибылью за 2021 финансовый год

За 2021 финансовый год, который для компании завершился 31 марта, выручка Freedom Holding Corp. увеличилась на 189%, достигнув \$353 млн. Основными драйверами роста стало повышение комиссионных доходов до \$272 млн и увеличение прибыли от торговых операций по ценным бумагам до \$46 млн с прошлогодних \$93 млн и \$15 млн. Чистая прибыль Freedom Holding Corp. повысилась в 6,5 раза, достигнув \$143 млн.

Прибыль на акцию, рассчитанная исходя из средневзвешенного количества акций в 58 млн штук, увеличилась на \$2,07 и составила \$2,45.

Прочий совокупный доход с \$7 млн вырос до \$145 млн. Активы и обязательства холдинга увеличились на \$1,565 млн и \$1,419 млн соответственно.

Совокупные расходы возросли на \$86 млн (+91% г/г). Комиссионные затраты поднялись на \$51 млн, операционные – на \$17 млн, процентные – на \$15 млн. Во многом это было обусловлено расширением бизнеса.

«Бизнес компании пережил небывалый подъем, что отразилось на финансовых показателях. Четвертый квартал отчетного года стал для нас действительно рекордным по количеству открытых счетов во всех странах присутствия. Наша группа стабильно поддерживает оборот свыше 1 млрд акций в США, становясь все более заметной на самом крупном и развитом рынке мира. Главная задача на сегодня – сохранить этот рост и сосредоточиться на формировании экосистемы во всех странах и регионах присутствия. Мы благодарны нашим инвесторам за высокое доверие, а сотрудникам за профессионализм», – отметил Тимур Турлов, CEO Freedom Holding Corp. и основатель ИК «Фридом Финанс».

Тимур Турлов вновь избран членом совета директоров НАУФОР

Основатель и главный инвестиционный стратег ИК «Фридом Финанс» Тимур Турлов переизбран в совет директоров НАУФОР. Общее собрание, прошедшее 22 июня, определило численный состав совета директоров НАУФОР в количестве 33 человек.

Совет директоров НАУФОР избирается раз в два года общим собранием ее членов (высший орган управления). В числе полномочий этого органа такие важные вопросы, как формирование стратегии развития организации, ее финансовое планирование и отчетность, решения о включении в списки НАУФОР новых членов, а также об исключении из рядов СРО.

ИК «Фридом Финанс» объявила конкурс для клиентов

ИК «Фридом Финанс» до 31 июля проводит конкурс в секции фондового рынка Мосбиржи. Его участниками автоматически становятся все клиенты, кроме квалифицированных инвесторов с портфелем более 1 млн руб. по состоянию на 04.06.21, а также клиентов, использующих торговых роботов.

Соревнование проходит в двух группах:

1. Клиенты с портфелем не более 1 млн руб. по состоянию на 4 июня вне зависимости от статуса. Для победителя в августе комиссия брокера за сделки будет равняться комиссии биржи.

2. Неквалифицированные инвесторы с портфелем более 1 млн руб. по состоянию на 4 июня. С победителя по тарифу «Всё включено» при обороте более 1,5 млн руб. в августе будет списываться только абонентская плата в размере 600 руб. без дополнительной комиссии.

Для первой группы предусмотрено две номинации:

- По обороту. В этой номинации побеждает участник с максимальным торговым оборотом в абсолютном выражении на фондовом рынке за время конкурса.

- По числу сделок. В этой номинации побеждает участник с максимальным количеством сделок на фондовом рынке за время конкурса. При этом оборот должен быть как минимум в пять раз больше, чем портфель клиента на 4 июня 2021 года.

Участники из второй группы будут соревноваться в номинации по обороту. Побеждает тот, чей оборот на фондовом рынке в абсолютном выражении окажется максимальным при условии, что за время конкурса будет заключено не менее десяти сделок.



Москва

+7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, д.15, этаж 18, башня «Меркурий», Москва-Сити (м. «Выставочная», «Деловой центр»)
www.ffin.ru | info@ffin.ru



Архангельск

+7 (8182) 457-770

наб. Северной Двины, д.52, корп. 2
arhangelsk@ffin.ru

Астрахань

+7 (8512) 990-911

ул. Кирова, д.34
astrakhan@ffin.ru

Барнаул

+7 (3852) 29-99-65

ул. Молодежная, д.26
barnaul@ffin.ru

Братск

+7 (3953) 34-83-89

ул. Мира, д.27, офис 201
bratsk@ffin.ru

Владивосток

+7 (423) 279-97-09

ул. Фонтанная, д.28
vladivostok@ffin.ru

Волгоград

+7 (8442) 61-35-05

пр-т им. В.И. Ленина, д.35
volgograd@ffin.ru

Вологда

+7 (8172) 26-59-01

ул. Сергея Орлова, д.4
vologda@ffin.ru

Воронеж

+7 (473) 205-94-40

ул. Карла Маркса, д.67/1
voronezh@ffin.ru

Екатеринбург

+7 (343) 351-08-68

ул. Сакко и Ванцетти, д.61

+7 (343) 351-09-90

ул. Хохрякова, д.10
yekaterinburg@ffin.ru

Ижевск

+7 (3412) 278-279

ул. Пушкинская, д.277
БЦ «Парус Плаза»
safin@ffin.ru

Иркутск

+7 (3952) 79-99-02

ул. Киевская, д.2
(вход с ул. Карла Маркса)
irkutsk@ffin.ru

Саратов

+7 (845) 275-44-40

ул. им. Вавилова Н.И., д.28/34
saratov@ffin.ru

Казань

+7 (843) 249-00-51

ул. Сибгата Хакима, д.15

+7 (843) 249-00-49

ул. Гоголя, д.10

kazan@ffin.ru

Калининград

+7 (4012) 92-08-78

пл. Победы, д.10

БЦ «Кловер», 1 этаж

kaliningrad@ffin.ru

Кемерово

+7 (3842) 45-77-75

Советский пр-т, д. 49
kemerovo@ffin.ru

Краснодар

+7 (861) 203-45-58

ул. Кубанская Набережная, д.39/2

ТОЦ «Адмирал»

krasnodar@ffin.ru

Красноярск

+7 (391) 204-65-06

пр-т Мира, д.26

krasnoyarsk@ffin.ru

Липецк

+7 (4742) 50-10-00

ул. Гагарина, д.33

lipetsk@ffin.ru

Набережные Челны

+7 (8552) 204-777

пр-т Хасана Туфана, д.26

n.chelny@ffin.ru

Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92

ул. Минина, д.1

nnovgorod@ffin.ru

Новокузнецк

+7 (3843) 20-12-20

пр-т Н.С. Ермакова, д.1, корп. 2,
оф. 118
novokuznetsk@ffin.ru

Новосибирск

+7 (383) 377-71-05

ул. Советская, д.37 А
novosibirsk@ffin.ru

Омск

+7 (3812) 40-44-29

ул. Гагарина, д.14, 1 этаж

omsk@ffin.ru

Оренбург

+7 (3532) 48-66-08

ул. Чкалова, д.70/2

orenburg@ffin.ru

Пермь

+7 (342) 255-46-65

ул. Екатерининская, д.120

perm@ffin.ru

Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54

БЦ Форте,

пр. Буденновский, д.62/2

rostovnadonu@ffin.ru

Самара

+7 (846) 229-50-93

Ульяновская улица, д.45

samara@ffin.ru

Санкт-Петербург

+7 (812) 313-43-44

Басков переулок, д.2, стр. 1

+7 (812) 200-99-09

Московский пр., д.179, лит. А

spb@ffin.ru

Сочи

+7 (862) 300-01-65

ул. Парковая, д.2

sochi@ffin.ru

Ставрополь

+7 (8652) 22-20-22

ул. Ленина, д.219, (БЦ)

3 этаж, офис 277,

stavropol@ffin.ru

Сургут

+7 (3462) 39-09-00

проспект Мира, д.42, оф.305
surgut@ffin.ru

Тверь

+7 (4822) 755-881

бульвар Радищева, д.31 Б

(офис 22)

tver@ffin.ru

Тольятти

+7 (848) 265-16-41

ул. Фрунзе, д.8, ДЦ PLAZA, офис 909

tolyatti@ffin.ru

Томск

+7 (3822) 700-309

634050, г. Томск, пл. Батенькова 2,

Центральный вход, этаж 3, офис 7

tomsk@ffin.ru

Тюмень

+7 (3452) 56-41-50

ул. Челюскинцев, д.10,

офис 112

tyumen@ffin.ru

Ульяновск

+7 (842) 242-52-22

ул. Карла Либкнехта, д.24/5А, оф. 77

Бизнес центр «Симбирск», 7 этаж

ulyanovsk@ffin.ru

Уфа

+7 (347) 211-97-05

ул. Карла Маркса, д.20

ufa@ffin.ru

Челябинск

+7 (351) 799-59-90

ул. Лесопарковая, д.5

chelyabinsk@ffin.ru

Череповец

+7 (8202) 49-02-86

пр-т. Победы, д.60

cherepovets@ffin.ru

Ярославль

+7 (4852) 60-88-90

ул. Свободы, д.34, 1 этаж,

yaroslavl@ffin.ru

