

# Инвестиционный обзор



**FREEDOM**  
finance



№230  
19 августа 2021

Фондовый рынок США:

## Америка взялась за работу

Количество безработных в Штатах за июль сократилось на 782 тыс., до 8,7 млн, а число открытых вакансий на конец июня, по данным Бюро статистики труда, достигло 10,1 млн

Российский рынок: Коррекция позади

Рынок Украины: Заграница нам поможет

Рынок Казахстана: На корпоративном позитиве

Рынок Узбекистана: Балансирование в боковике

Рынок Германии: Есть 16 000!

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



**NOW  
HIRING**

# Содержание:

Рынок США. Америка взялась за работу.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Тихие рекорды.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 16 августа.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. TSMC. Ставка на лидера.....	11-12
Оptionная идея. Короткий спред путов на GOOGL.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. IPO The Fresh Market Holdings. Свежий взгляд на продуктовый ретейл.....	15
Российский рынок. Коррекция позади.....	16-18
Инвестиционная идея. ОГК-2. Выбор дальновидных инвесторов.....	19-20
Рынок Украины. Заграница нам поможет.....	21-22
Рынок Казахстана. На корпоративном позитиве.....	23-24
Инвестиционная идея. Казахтелеком. Устойчивая связь с финансовым успехом.....	25
Рынок Узбекистана. Балансирование в боковике.....	26-27
Рынок Германии. Есть 16 000!.....	28-29
Среднесрочная идея. IDeutsche Telekom. Мобильность и прибыльность.....	30
Новости ИК «Фридом Финанс».....	31
Контакты.....	32

Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Фондовый рынок США

## Америка взялась за работу

Количество безработных в Штатах за июль сократилось на 782 тыс., до 8,7 млн, а число открытых вакансий на конец июня, по данным Бюро статистики труда, достигло 10,1 млн



### Новости одной строкой:

**06.08.2021** Число новых рабочих мест вне сельского хозяйства в США за июль заметно превысило прогноз

**11.08.2021** Потребительская инфляция в июле составила 5,4% г/г, но замедлилась вдвое к июньскому показателю

**11.08.2021** Сенат США одобрил финансирование инфраструктурных реформ в объеме \$1 трлн

**12.08.2021** Китай в ближайшую пятилетку усилит контроль за важными для экономики секторами

По состоянию на 13.08.2021

Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	0,31%	2,94%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-0,30%	2,27%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,31%	2,04%
UUP	Доллар	0,12%	0,40%
FXE	Евро	-0,07%	-0,83%
XLF	Финансовый сектор	-0,39%	5,79%
XLE	Энергетический сектор	-3,34%	-1,38%
XLI	Промышленный сектор	0,04%	2,27%
XLK	Технологический сектор	0,75%	2,73%
XLU	Сектор коммунальных услуг	2,43%	4,33%
XLV	Сектор здравоохранения	2,76%	6,37%
SLV	Серебро	1,30%	-7,87%
GLD	Золото	3,21%	-1,44%
UNG	Газ	-6,67%	4,68%
USO	Нефть	-2,31%	-5,21%
VXX	Индекс страха	-1,20%	-10,97%
EWJ	Япония	-0,32%	0,57%
EWU	Великобритания	-0,42%	2,88%
EWG	Германия	0,32%	1,54%
EWQ	Франция	-0,31%	4,52%
EWI	Италия	-0,09%	5,14%
GREK	Греция	0,86%	4,36%
EEM	Страны БРИК	-3,56%	-6,10%
EWZ	Бразилия	-4,31%	-8,45%
RSX	Россия	1,38%	3,88%
INDA	Индия	2,02%	4,82%
FXI	Китай	-5,05%	-10,99%



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (03.08.2021 – 12.08.2021)



03.08.2021



PepsiCo (PEP) продает бренды Tropicana и Naked частной акционерной компании PAI Partners за \$3,3 млрд

11.08.2021

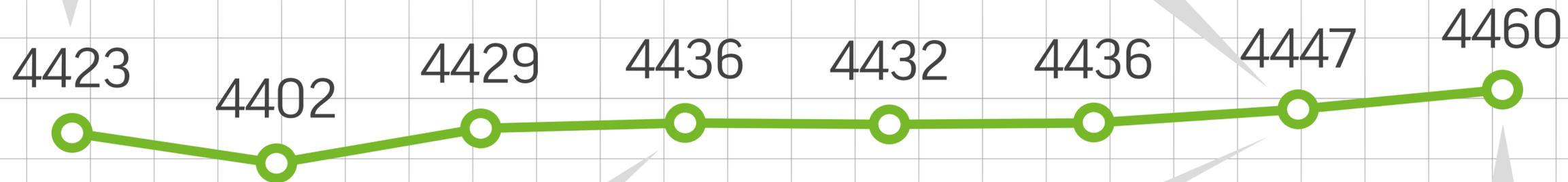


Индекс потребительских цен в июле вновь вырос на 5,4% г/г при прогнозе 5,3%, но опустился до 0,5% м/м с 0,9% в июне

12.08.2021



Индекс крупных китайских компаний PGJ упал на 3,5% после заявлений Пекина о намерении усилить госконтроль бизнеса



06.08.2021



В США за июль создано 943 тыс. рабочих мест вне сельского хозяйства при консенсусе 870 тыс., а безработица упала с 5,9% до 5,4%

11.08.2021



Сенат США одобрил план инфраструктурных реформ на \$1 трлн. В палате представителей проект может быть принят этой осенью

12.08.2021



FDA разрешила экстренное использование третьей дозы вакцин Pfizer (PFE)-BioNTech (BNTX) и Moderna (MRNA) для людей старше 12 лет с ослабленным иммунитетом



# Самое главное

## Тихие рекорды

Геополитические события немного отвлекли инвесторов от сезона отчетности, который подходит к концу. На 17 августа 472 компании из S&P 500 уже опубликовали финансовые результаты, продемонстрировав рост прибыли на 95%, что является максимумом с 4-го квартала 2009 года, когда был превышен уровень в 109%. По форвардному мультипликатору стоимости P/E (капитализация на прибыль) индекс широкого рынка оценивается немного ниже показателя 1-го квартала и находится на уровне 21,1x, по-прежнему, однако, превышая среднее значение за пять лет – 18,2x.

Сезон отчетов всегда подстегивает активность инвесторов, что отражается на динамике индекса, который начинает активно расти накануне этого периода, а ближе к концу сезона отчетности ненадолго уходит в боковик, поскольку большинство ожиданий было отыграно. Однако данные за второй квартал 2021 года превзошли самые смелые ожидания. В конце марта инвесторы рассчитывали, что прибыль на акцию (EPS) увеличится на 52,6%, а фактический рост составил почти 100%. Это чрезвычайно сильный показатель, но стоит отметить, что в прошлом году именно на 2-й квартал пришлось самое значительное падение ВВП за всю историю наблюдений – более 30%. Поэтому я полагаю, что показатели за прошлый квартал достигли пикового уровня, а дальше эмитенты будут демонстрировать более скромные результаты в процентном выражении. Это не должно настораживать инвесторов, ведь данные корпоративной отчетности сравниваются не только с уровнем прошлых периодов, но также и с ожиданиями, которые учитывают текущую рыночную конъюнктуру.

Рекордный сезон отчетов отразил интересные тренды. Так, в топ-5 секторов, которые отчитались выше ожиданий по выручке, вошли здравоохранение (97% компаний), телекоммуникации (96%), технологии (95%), потребительские товары первой необходимости (92%) и недвижимость (90%). Схожая динамика прослеживается в показателях прибыли и других

Тимур Турлов,  
глава инвестиционного  
комитета ИК «Фридом Финанс»



финансовых метриках. Каждый из этих секторов с фундаментальной точки зрения выглядит привлекательно до конца года, что подтверждают фактические финансовые результаты эмитентов. Слабее остальных в этой пятерке – отрасль потребительских товаров первой необходимости, поскольку этот сектор относится к контрциклическим, а входящие в него компании демонстрируют более низкие темпы роста. Не очень привлекательным в условиях другого кризиса выглядел бы и сектор здравоохранения, однако пандемия стимулирует интерес к медицине.

Интересны результаты сырьевого сектора, который отчитался хуже других отраслей: только 67% эмитентов превзошли ожидания по выручке, а треть не смогла превысить консенсус, несмотря на высокие цены на сырье. Таким образом, можно отметить признаки охлаждения спроса в этом сегменте, которое, на мой взгляд, продолжится в ближайшие три-пять месяцев, поэтому стоит сократить экспозицию на этот сектор и дожидаться более благоприятного момента для инвестиций в него.

Полагаю, что в предстоящем сезоне отчетов список лидеров изменится не слишком значительно: здравоохранение, коммуникационные услуги, технологии и недвижимость продолжат радовать инвесторов. Однако потребительские товары первой необходимости вряд ли смогут продемонстрировать столь же сильные результаты. Также, на мой взгляд, ухудшатся показатели энергетических компаний, которые сильно зависят от нефтяных котировок: цены на черное золото в последнее время находятся под давлением. Финансовый сектор, вероятнее всего, приятно удивит инвесторов: на фоне умеренно позитивных результатов по выручке и прибыли его доходность за октябрь может войти в топ-5 среди всех секторов S&P 500. Здесь драйвером выступит ожидаемое ужесточение монетарной политики, что приведет к повышению маржинальности, а также переток капитала из акций «роста» в компании «стоимости».

### Важные новости

6 августа вышла статистика по рынку труда США. Количество рабочих мест в несельскохозяйственном секторе за июль выросло на 943 тыс. по сравнению с 938 тыс. в июне, превзойдя ожидания на 73 тыс. Безработица снизилась с 5,9% до 5,4% при консенсусе 5,7%.

11 августа были опубликованы данные индекса потребительских цен в США за июль, зафиксировавшие рост на 5,4% при консенсусе 5,3%. Этот показатель по-прежнему гораздо выше целевого уровня ФРС, равного 2%. В то же время по сравнению с июньским результатом на уровне 0,9% потребительская инфляция замедлилась до 0,5%.

11 августа Сенат одобрил проект инфраструктурных реформ в объеме \$1 трлн, представленный администрацией Белого дома и включающий \$550 млрд дополнительных расходов. В отличие от пакетов фискальных стимулов, данный законопроект не предусматривает прямых выплат американцам. Новые расходы в размере \$550 млрд рассчитаны на несколько лет.

12 августа Компартия Китая обнародовала новый пятилетний план, который предусматривает расширение государственного контроля интенсивно растущих секторов экономики, включая индустрию интернет-технологий, онлайн-образования и здравоохранения. В рамках выполнения плана регулирующие органы продолжат тщательно инспектировать частные компании по целому ряду параметров, в том числе будет проверяться наличие листинга за рубежом, обеспечение безопасности данных и конфиденциальности пользователей, а также использование монопольных практик. Пекин указывает на необходимость изменить законодательство в части регулирования деятельности вышеперечисленных секторов.



### Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в диапазоне 4350–4500 пунктов

### Глобальная картина

В последние две недели S&P 500 прибавил 1,65%. Ключевым драйвером роста индекса широкого рынка за этот период стали данные по занятости и улучшение индексов деловой активности в США, а также сильная отчетность ряда крупных компаний. Отмечаются признаки замедления инфляции. Как следствие, инвесторы ожидают, что сроки начала сокращения QE будут перенесены. После одобрения Сенатом инфраструктурного пакета в первых числах августа импульс к росту получили проциклические сектора экономики. Инвесторы нейтрально реагируют на прирост числа заболевших COVID-19 в США и сообщения о карантинных ограничениях в Азии, ожидая, что эпидемическая ситуация вскоре нормализуется на фоне активной прививочной кампании и разработки новых однокомпонентных вакцин.

Сезон отчетности за второй квартал подходит к концу. По состоянию на 16 августа финансовые результаты опубликовали более 90% компаний из S&P 500. Выручка эмитентов выросла на 27,7% (консенсус: +22,7%), прибыль – на 99,6% (консенсус: +82,4%). В течение ближайших двух недель отчеты представят ИТ-гиганты, включая NVIDIA (NVDA), Cisco (CSCO), Applied Materials (AMAT), Intuit (INTU), Salesforce.com (CRM), а также лидеры других секторов: Walmart (WMT), Lowe's (LOW) и Deere&Company (DE).

### Макроэкономическая статистика

Опубликованная в течение последних двух недель макростатистика

носила смешанный характер. Так, июльский композитный индекс деловой активности от Markit составил 59,9 пункта (прогноз: 59,7 пункта), июльский индекс PMI в непромышленном секторе от ISM вырос до 67 пунктов (прогноз: 60,6 пункта), уровень безработицы в прошлом месяце снизился до 5,4% (консенсус: 5,7%), число занятых в несельскохозяйственном секторе за тот же период выросло на 943 тыс. (консенсус: 870 тыс.). При этом августовский индекс ожиданий потребителей от Мичиганского университета резко снизился до 65,2 пункта (прогноз: 85 пунктов), августовский показатель производственной активности NY Empire State сократился до 18,3 пункта (прогноз: 29 пунктов).

В течение ближайших двух недель инвесторы будут оценивать динамику промышленного производства, состояние рынка недвижимости и темпы роста ВВП за второй квартал. В фокусе внимания также будут протоколы заседания ФРС и симпозиум в Джексон-Хоул.

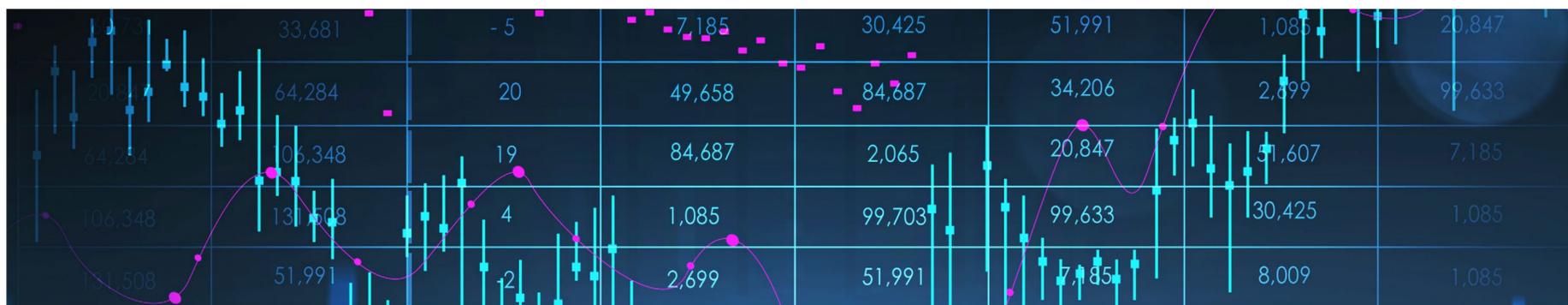
### Монетарная политика ФРС

ФРС постепенно готовит рынок к скорому началу сокращения QE. В начале августа президент ФРБ Канзас-Сити Эстер Джордж указала на улучшение макроэкономических показателей (включая уровень занятости) и подчеркнула необходимость перехода к более нейтральной ДКП. Глава ФРБ Далласа Роберт Каплан также придерживается «ястребиных» взглядов и выступает за сокращение программы QE уже с октября текущего года.

### Техническая картина

После тестирования нижней границы восходящего канала в конце июля котировки S&P 500 развили сильный отскок и с начала месяца продолжают уверенный подъем. Техническая картина по индексу широкого рынка располагает к сохранению «бычьего» тренда: разворотные модели отсутствуют, осциллятор RSI находится вне зоны перекупленности. При этом нужно отметить, что индекс волатильности VIX располагается около локальных нижних уровней, поэтому считаем, что вероятны всплески волатильности.

Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



03.08.2021

**PepsiCo Inc. (PEP)** анонсировала продажу брендов Tropicana, Naked и ряда других марок соков в Северной Америке частной инвестиционной фирме PAI Partners. В рамках сделки продавец получит \$3,3 млрд до налогообложения, а также 39% в новом совместном предприятии.

В течение последних нескольких лет продажи фруктовых соков находились под давлением, поскольку покупатели сокращали потребление сахара. В период локдаунов спрос на апельсиновые соки, выпускаемые PepsiCo, вырос, так как многие из перешедших на удаленный режим работы покупали эти напитки к домашнему столу, однако продажи других соков продолжали снижаться как в компании, так и по всей отрасли.

По данным аналитического агентства Beverage Marketing Corp., мировое потребление фруктовых соков и напитков с 2011-го по 2020 год упало на 19% – с 15,47 млрд до 12,74 млрд литров, а у PepsiCo это падение составило 36%.

PepsiCo и ее основной конкурент Coca-Cola (KO) много лет продолжают трансформацию продуктовой линейки за счет увеличения доли низкокалорийных напитков по сравнению со сладкими. Мы оцениваем решение PepsiCo продать соковые бренды как рациональное. В прошлом году чистая выручка этого сегмента бизнеса корпорации составила около \$3 млрд, а совокупный результат равнялся \$70 млрд. При этом рентабельность сокового бизнеса была ниже, чем у других направлений. Высвобожденные за счет продажи малоперспективного актива средства дадут компании возможность сконцентрироваться на быстрорастущих и более маржинальных направлениях. Кроме того, PepsiCo должна сохранить эксклюзивные права на дистрибуцию соков в США в рамках сделки с PAI, которая также включает опцион на продажу некоторых предприятий в Европе.

PepsiCo, которая получает больше доходов от продаж закусок и продуктов питания, чем от напитков, стремится активнее развивать это направление бизнеса. В прошлом году компания за \$3,85 млрд приобрела Rockstar Energy Beverages, чтобы расширить линейку энергетических напитков. В течение 2020 года PepsiCo показывала сильные результаты, поскольку ее портфель брендов хорошо диверсифицирован, а каналы продаж смещены в сторону домашнего потребления, а не общепита, как у Coca-Cola. Вероятнее всего, PepsiCo направит вырученные от сделки с PAI Partners средства на развитие сегментов энергетических напитков и спортивного питания, что придаст дополнительный импульс росту продаж и рентабельности.



03.08.2021

Крупный американский нефтепереработчик **HollyFrontier (HFC)** в текущем году активизировался на рынке M&A. В августе компания анонсировала сделку в объеме \$1,8 млрд по покупке активов Sinclair Oil, включая завод по производству экологического дизтоплива мощностью 10 тыс. баррелей в сутки. После реализации проектов HollyFrontier объем производства эко-дизеля достигнет 380 млн галлонов в год, что выведет компанию в число лидеров в США. Также в периметр сделки входят два НПЗ общей мощностью 124 тыс. баррелей в сутки, хранилища объемом 5,2 млн баррелей и розничный бизнес Sinclair.

Сделка носит неденежный характер и будет оплачена акциями HollyFrontier. Для этого компания выпустит около 60 млн новых акций (37% от их текущего количества). Сделка может быть закрыта в середине следующего года, после чего HollyFrontier будет переименована в HF Sinclair Corporation.

Напомним, что в первом квартале HollyFrontier объявила о покупке нефтеперерабатывающего завода Puget Sound у Royal Dutch Shell. Затраты на приобретение составят \$350 млн плюс стоимость запасов в размере \$150-180 млн. Покупка будет профинансирована за счет денежных средств на счетах HFC. Для приобретения НПЗ компания приостановила выплату дивидендов. Закрытие сделки запланировано на четвертый квартал текущего года. Ее стоимость мы не считаем завышенной. С усилением производственных мощностей компании на 149 тыс. баррелей в сутки HollyFrontier будет выпускать на 37% больше нефтепродуктов (504 тыс. баррелей в сутки без учета сделки с Sinclair). В среднем за 2015-2019 годы EBITDA Puget Sound составляла \$235 млн.

Объединенная компания HF Sinclair Corporation намерена возобновить выплату дивидендов (\$0,35 на акцию с доходностью 4,7% к текущим котировкам) не позднее второго квартала 2022 года. Кроме того, запланирован buy back, объем которого до первого квартала 2023 года может составить около \$700 млн (примерно 10,5% капитализации объединенной компании, исходя из текущих котировок HFC).

Инвесторы с опаской восприняли планы HFC по слияниям и поглощениям в текущем году. Не обрадовала акционеров и приостановка выплаты дивидендов. От максимальных уровней года, достигнутых в марте, котировки HFC упали на 27,6%. По нашему мнению, негативная реакция инвесторов была чрезмерной, а потенциал роста акций компании до конца года приближается к 30%.

Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



10.08.2021

Котировки **Micron (MU)** просели на 14% из-за ухудшения TrendForce прогноза цен на чипы памяти DRAM для ПК на 5%, о котором стало известно 10 августа. Давление на котировки Micron оказала также публикация отчета Susquehanna Financial Group, в котором упоминается, что время выполнения заказов для производителей чипов сейчас превышает 20 недель, что на восемь дней выше прошлогоднего значения и соответствует максимуму за четыре года. Кроме того, распродажам акций Micron способствовали аналитические данные Morgan Stanley, свидетельствующие о том, что рынок чипов памяти приближается к поздней стадии цикла, из-за чего в первом квартале 2022 года цены на эту продукцию начнут снижаться. С учетом этих прогнозов аналитики Morgan Stanley снизили целевую цену по бумагам Micron со \$105 до \$75.

Выступая на KeyBank Capital Markets Technology Leadership Forum 10 августа, финансовый директор (CFO) Micron Дейв Зинснер отметил, что к концу квартала товарные запасы компании снизятся, указал на сохранение сильного спроса, но признал ухудшение ситуации для сегмента ПК, несмотря на остающиеся востребованными решения для бизнеса и учебы. По словам топ-менеджера компании, в сегменте ПК ее запасы выше, чем в среднем по остальным направлениям бизнеса. В то же время Зинснер прогнозирует устойчивую динамику цен в NAND-сегменте, воздержавшись от оценок в отношении сегмента DRAM. Участники рынка восприняли данные о сокращении запасов Micron как дополнительный сигнал о приближении поздней стадии цикла роста.

Наша предыдущая целевая цена по акциям компании основывалась на прогнозе роста цен на DRAM-решения на 10% и 6% в текущем и следующем году соответственно. В основе данного допущения лежали предположения менеджмента о сохранении дефицита предложения до 2022 года, сильный импульс спроса на полупроводники вкупе с ограниченным предложением комплектующих, а также оптимистичный прогноз IDC относительно спроса на ПК в 2021 году. Сегмент производства ПК предъявляет около 20% совокупного спроса на DRAM-решения, 40% и 30% приходится на мобильные и серверные решения, востребованность которых продолжит усиливаться.

В условиях появления признаков ценовой слабости мы ухудшаем прогноз цены DRAM на следующий год и понижаем целевую цену по акции Micron до \$80. Среднесрочная рекомендация – «держаться». В краткосрочной перспективе котировки будут оставаться под давлением.



12.08.2021

Управление США по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов (FDA) разрешило использовать вакцины **Pfizer (PFE)-BioNTech (BNTX)** и **Moderna (MRNA)** от COVID-19 для ревакцинации пациентов старше 12 лет с ослабленным иммунитетом. В эту категорию, в частности, входят больные после трансплантации внутренних органов и ВИЧ-инфицированные, разрешение затрагивает 2,7% взрослого населения США. При голосовании некоторые члены комиссии FDA отметили, что данное решение способно усилить спрос на повторную вакцинацию у широких слоев населения. Этот шаг регулятора сигнализирует о перспективах начала кампании ревакцинации в США. Исследования подтверждают, что эффективность некоторых вакцин со временем снижается и не всегда оказывается достаточной для профилактики заражения новыми штаммами вируса. Ориентируясь на эту ситуацию, Pfizer и Moderna продолжают разработку прививок-бустеров, а Белый дом готовит стратегию ревакцинации, которую обещает представить в сентябре. По словам директора Национальных институтов здравоохранения доктора Фрэнсиса Коллинза, дополнительную дозу вакцины сначала получают медицинские работники, жители домов престарелых, а затем более широкие круги населения.

В Израиле бустеры уже могут получить граждане старше 50 лет. Есть основания предполагать распространение этой практики в мире по мере истечения полугода с момента, когда вакцинацию прошла большая часть населения и эффективность прививки начала снижаться.

В США от COVID-19 ежедневно вакцинируется не более 1 млн граждан в день, что считается недостаточным, так как замедляет процесс выработки коллективного иммунитета.



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

**intel.**

12.08.2021

По данным techradar.com, wccfttech.com, digitimes.com и ряда других источников, **Intel (INTC)** забронировала большую часть свободных производственных мощностей TSMC для выпуска чипов на базе 3нм-техпроцесса. В начале июля стало известно, что компания собирается заказать определенный объем чипов на базе новейшего техпроцесса. Теперь сообщается, что в 2023 году Intel намерена выпускать на мощностях TSMC четыре продукта, включая дискретный графический ускоритель Ponte Vecchio и три серверных решения. Правда, ни Intel, ни TSMC эти планы официально не комментируют. На наш взгляд, ставка Intel на наиболее продвинутое технологическое решение на базе 3нм при частичном или полном отказе от производства продукции на базе 5нм оптимальна для компании. Если она пойдет по этому пути, ей удастся одновременно устранить технологическое отставание от основных конкурентов и ограничить для них потенциал наращивания выпуска продуктов на базе 3нм-техпроцесса.

Поскольку компания не подтверждает эти планы, мы оставляем без изменений прогнозы ее финансовых показателей и таргет по акции. Тем не менее полагаем, что сотрудничество с TSMC будет расширяться. 16 августа менеджмент Intel подтвердил планы по выводу на рынок дискретной видеокарты с кодовым названием Alchemist, которая получит трассировку лучей и технологию суперсэмплинга на базе ИИ (по аналогии с Nvidia Deep Learning Super Sampling (DLSS)). Полагаем, что Intel может закрепиться в нижнем ценовом сегменте рынка GPU. Кроме того, компания намерена всерьез усилить позиции в качестве контрактного производителя. WSJ писала, что совет директоров Intel в июле встречался с представителями администрации Байдена и обсуждал с ними необходимость принятия закона о мерах поддержки полупроводниковой индустрии, который стимулировал бы расширение ее производственных мощностей. В целом менеджмент Intel работает над улучшением рыночных позиций компании за счет обновления стратегии развития, ребрендинга продуктовой линейки, разработки новой транзисторной архитектуры (RibbonFET) и выхода на рынок дискретных GPU. В то же время на текущий момент компания сохраняет технологическое отставание от ведущих конкурентов. Устранить этот разрыв, на наш взгляд, способно активное освоение наиболее продвинутых техпроцессов и разработка новых микроархитектур на их основе.



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



9



## 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
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	543 961	2021-08-17	114,6	136,0	2022-08-17	19%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	18 031	2021-08-03	14,9	17,6	2022-08-03	18%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	34 494	2021-07-20	40,4	49,7	2022-07-20	23%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	9 129	2021-07-06	44,3	71,0	2022-07-06	60%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	23 442	2021-06-22	143,0	185,5	2022-06-17	30%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	325 394	2021-06-08	179,1	215,5	2022-06-03	20%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	23 387	2021-04-29	196,8	187,0	2022-04-24	-5%	Продавать
FANG	DIAMONDBACK ENERGY INC	Добыча нефти, газа и потребляемого топлива	13 134	2021-08-03	72,5	102,8	2022-05-06	42%	Покупать
ENPH	ENPHASE ENERGY INC	Производство полупроводников	22 554	2021-06-08	167,5	173,7	2022-03-24	4%	Держать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	40 606	2021-04-08	214,1	290,0	2022-04-03	35%	Покупать
PTON	PELTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	32 812	2021-06-08	110,0	134,0	2022-03-24	22%	Покупать
NLOK	NORTONLIFELOCK INC	Производство программного обеспечения	15 043	2021-07-23	25,9	30,6	2022-03-10	18%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	Развлечения	18 684	2021-03-01	160,4	226,0	2022-02-24	41%	Покупать
PFE	PFIZER INC	Производство фармацевтической продукции	274 223	2021-05-04	48,9	44,0	2022-04-29	-10%	Продавать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	5 778	2021-01-25	55,8	60,0	2022-01-20	8%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	11 551	2021-05-05	79,8	112,9	2022-04-30	41%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	13 858	2021-07-05	97,9	113,7	2022-04-21	16%	Покупать
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACH.	Услуги в сфере информационных технологий	128 703	2021-07-19	143,6	152,2	2022-03-24	6%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	22 768	2021-04-30	43,1	50,0	2022-04-25	16%	Покупать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	47 051	2021-04-30	234,2	245,0	2022-04-25	5%	Покупать
CSCO	CISCO SYS INC	Производство оборудования для связи	237 175	2021-06-08	56,3	55,2	2022-03-06	-2%	Продавать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	18 768	2021-03-29	115,3	120,0	2022-03-24	4%	Держать
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	6 436	2021-05-10	115,7	125,0	2022-05-05	8%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	114 535	2021-04-23	72,4	75,0	2022-04-18	4%	Держать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	495 350	2021-02-02	182,7	290,0	2022-01-28	59%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	182 022	2021-04-30	58,8	62,0	2022-04-25	6%	Покупать
SLB	SCHLUMBERGER LTD	Нефтесервисные услуги	38 848	2021-07-23	27,8	33,0	2022-04-18	19%	Покупать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	36 066	2021-06-22	370,3	443,5	2022-03-24	20%	Покупать
PPC	PILGRIMS PRIDE CORP	Производство продуктов питания	6 691	2021-03-29	27,5	24,0	2022-03-24	-13%	Продавать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	15 074	2021-05-05	42,5	48,0	2022-04-30	13%	Покупать
ASML	ASML HOLDING N V	Производство полупроводников	327 943	2021-04-26	787,4	490,0	2022-08-11	-38%	Продавать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	167 091	2021-04-28	148,1	172,5	2022-04-23	16%	Покупать
CRM	SALESFORCE COM INC	Производство программного обеспечения	242 105	2021-02-26	249,2	243,2	2022-02-21	-2%	Продавать
VZ	VERIZON COMMUNICATIONS INC	Услуги связи	231 764	2021-04-21	56,0	62,0	2022-04-16	11%	Покупать
DOCU	DOCUSIGN INC	Производство программного обеспечения	55 869	2021-03-29	286,8	150,1	2022-03-24	-48%	Продавать
PWR	QUANTA SVCS INC	Строительство и монтаж инженерного оборудования	13 494	2021-04-26	97,0	60,0	2022-04-21	-38%	Продавать
FB	FACEBOOK INC	Цифровые средства информации	1 033 495	2021-01-28	366,6	360,0	2022-01-23	-2%	Продавать
ZEN	ZENDESK INC	Производство программного обеспечения	14 416	2021-04-29	120,1	158,0	2022-04-24	32%	Покупать
BK	BANK NEW YORK MELLON CORP	Деятельность на рынках капитала	46 844	2021-04-16	54,3	75,0	2022-04-11	38%	Покупать
AMZN	AMAZON COM INC	Интернет- и прямая розничная торговля	1 670 744	2021-06-08	3299,0	3659,0	2022-04-24	11%	Покупать

Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



10



# Инвестиционная идея

## TSMC. Ставка на лидера

Акции Taiwan Semiconductor Manufacturing – наиболее привлекательный инструмент для инвестиций в полупроводниковой индустрии

Тикер	TSM
Цена акций на момент анализа	\$114,63
Текущая цена акций	\$114,63
Целевая цена акций	\$136
Текущий потенциал роста	18,64%
Текущая дивидендная доходность	1,2%

TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. Ltd., TSM) – крупнейший контрактный производитель широкой линейки полупроводниковой продукции, включая ЦП X-86, SoC на базе ARM-архитектуры, дискретные видеокарты, мобильные модемы, RF-front end и прочие решения. Производственные площадки компании находятся в Тайване, Китае, Сингапуре и США. В Северной Америке TSMC генерирует 61,8% выручки, в АТР – 32,9%, в Европе – 3,5%, в Африке и на Ближнем Востоке – 1,7%.

### Причины для покупки

- **Высокий потенциал усиления спроса на полупроводниковые решения.** Продукция компании будет пользоваться все более высоким спросом со стороны производителей различных гаджетов, IoT-решений, а также облачных провайдеров и дата-центров. На этом фоне менеджмент TSMC анонсировал увеличение капитальных инвестиций до \$100 млрд, что, по нашим оценкам, позволит компании заработать дополнительные \$4 млрд выручки в 2024 году. CAGR выручки в перспективе до 2025 года мы прогнозируем на уровне 14%, CAGR продаж чипов на базе 3-нм, 5-нм может составить 40–45%. Производители полупроводников успешно наращивают мощности, однако дефицит этой

продукции, вероятно, сохранится до 2022 года. По данным Susquehanna, за июль период поставки чипов увеличился до 20,2 недели, на восемь дней по сравнению с июньским результатом.

- **Сохранение лидерских позиций в сегменте контрактного производства.** Согласно оценкам самой TSMC, по итогам 2020 года ей принадлежало 50% рынка против менее чем 20% у Samsung, ближайшего конкурента. TSMC первой освоила производство решений на базе 5-нм техпроцесса. На конец 2020-го доля решений на базе 5-нм достигла 20% в структуре выручки компании. В текущем году TSMC тестирует опытные образцы решений на базе 3-нм техпроцесса, серийное производство которых должно начаться во второй половине 2022-го. Samsung может начать производство аналогичных продуктов к концу следующего года, что оставляет TSMC возможность сохранить преимущество и получить наиболее крупных премиальных клиентов первой. Нельзя исключать, что Samsung может выйти на новый рынок и позже, поскольку она сделала ставку на развитие технологии производства транзисторов с кольцевым затвором (GAA), которая на текущий момент находится в стадии разработки. По расчетам BI, к 2024 году TSMC будет произво-

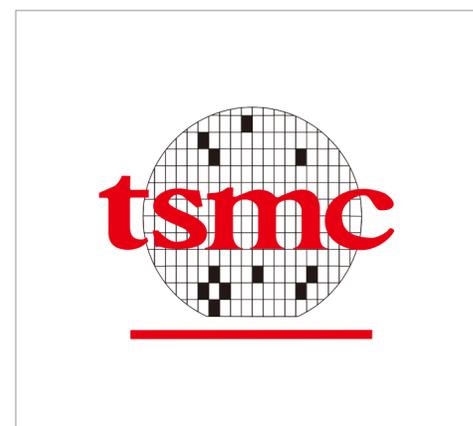
Вадим Меркулов,  
директор аналитического департамента  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



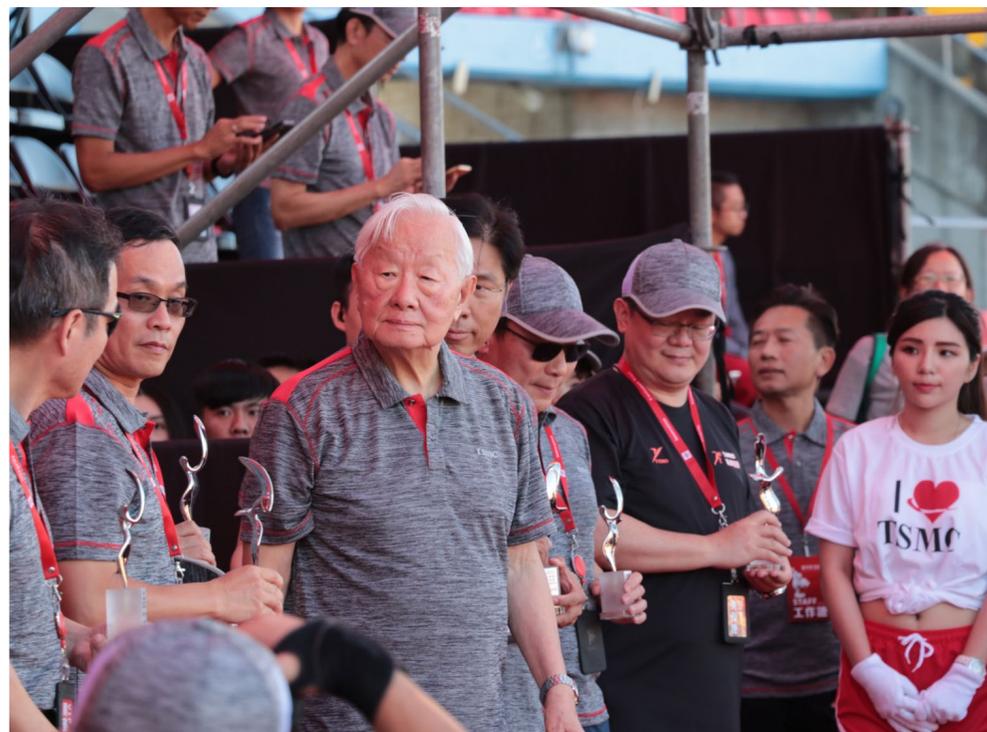
11



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
TSM	(0,8%)	(0,3%)	(1,6%)	(0,7%)	77,9%
S&P 500	0,3%	0,9%	2,7%	4,5%	35,1%
Russell 2000	(0,9%)	(1,9%)	(5,6%)	(3,0%)	48,2%
DJ Industrial Average	0,3%	1,6%	2,0%	2,8%	30,2%
NASDAQ Composite Index	(0,2%)	(0,1%)	3,3%	3,6%	37,8%



# Инвестиционная идея



доть более 70% всех чипов на базе 3-нм в мире.

- **Географическая экспансия.** После запуска площадки в Аризоне менеджмент компании изучает возможность наладить производство в Японии и Германии. В планах также увеличение инвестиций в КНР. Если Штаты примут закон, стимулирующий производство чипов в стране, TSMC может расширить свое присутствие здесь до шести площадок. Согласно оценке VCG, субсидирование полупроводниковой индустрии приведет к тому, что разница в затратах на производство в Соединенных Штатах и на Тайване сократится до 6% за 10 лет.
- **Сильные финансовые результаты.** Выручка TSMC за второй квартал выросла на 28% г/г, до \$13,29 млрд, на 2,5% превысив первоначальный прогноз менеджмента

и на 0,9% превзойдя консенсус аналитиков. Non-GAAP EPS увеличилась на 17,5% г/г, на 0,3% недотянув до ожиданий рынка. Важным моментом стало повышение среднесрочного прогноза роста на 2020-2025 годы до верхней границы ранее обозначенного диапазона 10-15% и пересмотр целей на 2021 год. Мы рассчитываем, что давление на маржу TSMC будет временным.

Лидирующее положение в отрасли, агрессивная стратегия развития, устойчиво высокий спрос и перспектива сохранения дефицита полупроводников позволяет оценить TSMC как одну из наиболее привлекательных для среднесрочных инвестиций компаний сектора.

Целевая цена – \$136, рекомендация – «покупать».

Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Финансовые показатели, \$ млн	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	34 203	34 613	45 483	54 808	64 141	72 938	81 036	89 000	95 230
Основные расходы	18 543	19 557	22 268	26 691	31 172	35 375	39 221	43 076	46 091
Валовая прибыль	15 660	15 056	23 215	28 116	32 968	37 563	41 815	45 924	49 139
SG&A	2 869	2 984	3 991	4 713	5 451	6 053	6 563	7 208	7 713
EBITDA	22 493	21 352	30 490	33 310	40 227	46 191	52 130	57 933	63 090
Амортизация	9 702	9 280	11 266	9 907	12 711	14 681	16 879	19 218	21 664
EBIT	12 792	12 072	19 224	23 403	27 517	31 510	35 251	38 716	41 426
Процентные выплаты (доходы)	101	105	71	202	202	202	202	202	202
EBT	13 081	12 519	19 738	23 202	27 315	31 308	35 050	38 514	41 224
Налоги	1 536	1 440	2 263	2 696	3 175	3 639	4 073	4 476	4 791
Чистая прибыль	11 543	11 077	17 466	20 496	24 132	27 661	30 967	34 029	36 424
Dilluted EPS	\$2,25	\$2,15	\$3,39	\$3,95	\$4,65	\$5,33	\$5,97	\$6,56	\$7,02
DPS	\$1,33	\$1,62	\$1,70	\$2,43	\$2,86	\$3,28	\$3,67	\$4,03	\$4,31



Анализ коэффициентов	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	29%	29%	31%	31%	31%	30%	29%
ROA	20%	20%	21%	22%	22%	22%	21%
ROCE	29%	29%	31%	32%	32%	32%	30%
Выручка/Активы (x)	0,46x	0,51x	0,54x	0,56x	0,56x	0,55x	0,54x
Козф. покрытия процентов (x)	271,94x	116,11x	136,52x	156,33x	174,89x	192,08x	205,52x

Маржинальность, в %	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Валовая маржа	46%	43%	51%	51%	51%	52%	52%	52%	52%
Маржа по EBITDA	66%	62%	67%	61%	63%	63%	64%	65%	66%
Маржа по чистой прибыли	34%	32%	38%	37%	38%	38%	38%	38%	38%



# Опционная идея

## Короткий спред путов на GOOGL

### Обоснование идеи

Холдинговая компания Alphabet владеет поисковиком Google, операционной системой Android, а также Google Maps, YouTube, Google Cloud и другими активами.

Во втором квартале 2021-го выручка Google выросла на 62% г/г, до \$61,9 млрд, при увеличении операционной прибыли до \$19,36 млрд. При этом выручка YouTube повысилась на 84% г/г, до \$7 млрд.

Бизнес Google характеризуется чрезвычайно высокими темпами роста, что делает эти акции интересными для долгосрочного инвестирования, поскольку сервисами Google пользуются миллиарды людей по всему миру и база клиентов продолжит расширяться в будущем.

При реализации данной стратегии инвестор либо получит за месяц прибыль в размере 7%, либо приобретет акции эмитента по цене ниже текущего рыночного уровня.

### Риски

Максимальные потери заранее известны и не превысят максимальный убыток, указанный в разделе «Параметры сделки».

Если цена акции на дату экспирации будет находиться между страйками, тогда придется выкупить 100 лотов GOOGL на каждый проданный опцион по цене \$2600 за штуку. С учетом перспектив компании приобретение бумаг может стать удачной инвестицией. Однако, если на счете недостаточно средств для покупки 100 акций, от данной стратегии лучше отказаться.

### Описание стратегии

Короткий пут-спред обязует инвестора купить акцию по страйку \$2600, если опцион будет исполнен держателем, но также дает право продать бумагу по страйку \$2400.

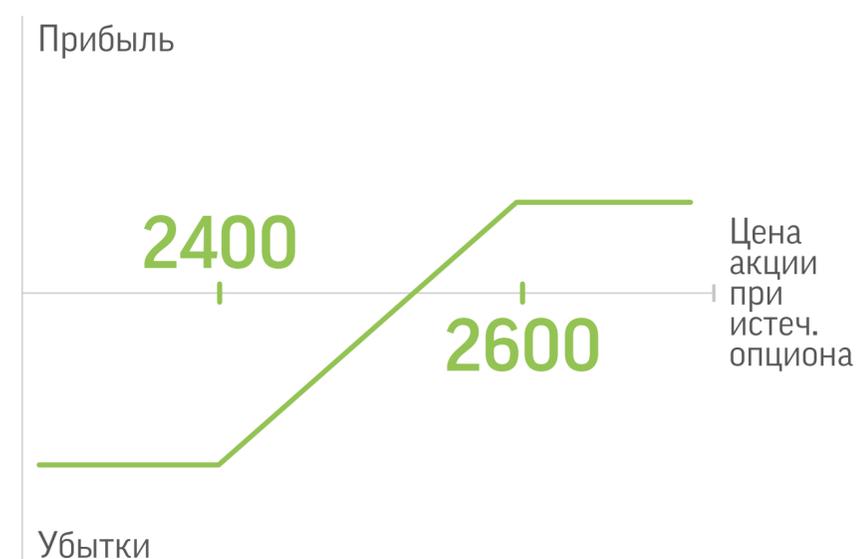
Этот инструмент – альтернатива обычному короткому путу. В дополнение к продаже пута с верхним страйком инвестор покупает более дешевый пут с нижним страйком, чтобы частично нейтрализовать риск ослабления котировок. Однако стоит отметить, что покупка пута также снижает чистую прибыль от создания всей позиции.

Максимальная прибыль будет получена, если оба опциона истекнут без исполнения. Стратегия кредитовая, то есть для ее построения не нужно затрат, однако потребуется обеспечение для поддержания позиции.

Эту стратегию можно использовать, только если инвестор хотел бы приобрести акции, но считает текущую цену слишком высокой. В случае если на момент экспирации цена будет ниже страйка проданного опциона, в результате его исполнения акции будут куплены по цене страйка и при этом инвестор получит премию, равную стоимости стратегии.

Данный обзор и указанный в нем финансовый инструмент предназначен только для клиентов ООО ИК «Фридом Финанс», являющихся квалифицированными инвесторами. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые в данном обзоре величины – «потенциал падения», «целевая цена», «ожидаемая доходность» – являются оценочным суждением аналитиков ООО ИК «Фридом Финанс» и не являются гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. ООО ИК «Фридом Финанс», ОГРН 1107746963785, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, д. 15, 18 этаж, офис 18.02, Лицензия № 045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Базовый актив: US78462F1030. Эмитент: State Street Global Advisors. Источник раскрытия информации: <https://www.ssga.com/>.

### Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



### Управление позицией

Стратегия с фиксированным уровнем риска. Действий по управлению позицией не требуется.

### Alphabet, Inc.

Биржевой тикер: GOOGL

Позиции в стратегии:

Покупаем Put со страйком 2400

Продаем Put со страйком 2600

Индустрия: Интернет-информация

Стоимость стратегии: \$1320 (кредит)

Ожидаемая доходность: \$1320

Точка безубыточности: \$2586,80

Горизонт идеи: до 17.09.21

**Идея с повышенным инвестиционным риском**

### Параметры сделки

Продажа Пут 2600 @\$18.20

Покупка Пут 2400 @\$5.00

Дата экспирации 17.09.21

Маржинальное обеспечение \$18680

Максимальная прибыль \$1320  
с вероятностью 80%

Максимальный убыток \$18680  
с вероятностью 5%

Превышение максимального убытка над максимальной прибылью не должно смущать, так как вероятности этих исходов существенно отличаются.

Чтобы еще больше снизить максимальный риск по позиции, можно изменить страйк покупаемого опциона на более высокий, однако это уменьшит максимальную прибыль.



# Обзор венчурных инвестиций

## Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

### TaxBit

Спустя всего пять месяцев после проведения инвестраунда серии А на \$100 млн компания TaxBit объявила о привлечении \$130 млн в рамках серии В. После этого стартап из Солт-Лейк-Сити, штат Юта, официально стал «единорогом» с оценкой в \$1,33 млрд. Последний раунд возглавили IVP и Insight Partners, а Tiger Global, Paradigm, 9Yards Capital, Sapphire Ventures, Madrona Venture Group и Энтони Помплиано также выступили в качестве инвесторов. Платформа TaxBit объединяет транзакции цифровых активов на биржах, чтобы частные лица и предприятия могли более точно рассчитывать свои налоги, управлять финансовыми портфелями и совершать оптимизированные с точки зрения налогообложения сделки. С начала марта компания втрое, до 100, увеличила численность персонала, открыла офис в Сиэтле, а также заключила партнерские соглашения с рядом платформ цифровых активов. Например, она подключена к таким биржам, как Coinbase, BlockFi и Gemini. Кроме того, TaxBit плотно сотрудничает с налоговой службой.



### Ualá

Аргентинское приложение для управления личными финансами Ualá объявило о привлечении \$350 млн в рамках инвестраунда серии D, увеличившего оценку платформы до \$2,45 млрд. SoftBank Latin America Fund и аффилированные лица китайской компании Tencent совместно возглавили раунд, в котором также приняли участие различные инвесторы, в том числе те, кто уже финансировал проект. Основатель и генеральный директор компании Пьерпаоло Барбери, уроженец Буэнос-Айреса и выпускник Гарвардского университета, заявил, что его целью было создание платформы, которая объединила бы все финансовые услуги в одном приложении, привязанном к одной карте. По заявлениям менеджмента, команде Ualá удалось создать «полноценную финансовую экосистему», интегрирующую универсальные счета и глобальную платежную систему MasterCard. Платформа позволяет оплачивать счета, проводить операции с инвестиционными и страховыми продуктами, получать и погашать персональные кредиты, рассрочку. Компания также запустила торговый эквайринг Ualá Bis. Это решение для предпринимателей и продавцов, позволяющее осуществлять торговые операции, используя платежную ссылку или мобильную точку продаж. Компания выпустила более 3,5 млн карт в Аргентине и Мексике, где она начала свою деятельность в прошлом году. По заявлениям руководства, более 22% молодых людей в возрасте от 18 до 25 лет в Аргентине имеют карту Ualá.



### Talkdesk

Компания Talkdesk, поставщик облачного программного обеспечения для контакт-центров, объявила о привлечении \$230 млн в рамках инвестраунда серии D, после проведения которого оценка стартапа увеличилась более чем втрое, до \$10 млрд. В финансировании приняли участие как новые (Whale Rock Capital Management, TI Platform Management и Alpha Square Group), так и прежние инвесторы (Amity Ventures, Franklin Templeton, Top Tier Capital Partners, Viking Global Investors и Willoughby Capital). Talkdesk использует искусственный интеллект и машинное обучение для повышения качества обслуживания. Клиентами Talkdesk являются более 1800 компаний, включая IBM, Acxiom, Trivago и Fujitsu. Половина сотрудников Talkdesk работает в сфере разработки продуктов и инжиниринга. Привлеченные средства компания намерена направить на расширение бизнеса в Латинской Америке, Европе, Азии и Австралии, а также на увеличение численности персонала, обеспечивающего поддержку клиентов.



### BrainQ

BrainQ разработала устройство, которое стимулирует поврежденные участки головного мозга и способствует его самовосстановлению. В рамках проведенных исследований продукту удалось продемонстрировать значительное позитивное влияние на пациентов, после чего разработка получила сертификат Breakthrough Device от FDA. Компания привлекла \$40 млн, чтобы вывести новый продукт на рынок. «Мы составляем карту каналов здорового и поврежденного мозга и сравниваем их. После этого мы используем низкоинтенсивное магнитное поле для создания резонанса в мозге и стимулирования эндогенного восстановления, – объясняет механизм работы один из основателей стартапа. – Ранее было доказано, что такое воздействие может повысить нейропластичность – способность центральной нервной системы к «перепрограммированию». Наше устройство направляет электромагнитные волны на пораженные инсультом участки мозга, что способствует ускоренному восстановлению тканей». Следующим шагом компании станет более масштабное исследование, на которое BrainQ намерена направить значительную часть средств, полученных от инвесторов Hanaco Ventures, Dexcel Pharma и Peregrine Ventures.



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# IPO The Fresh Market Holdings

## Свежий взгляд на продуктовый ретейл

16 июля заявку на IPO подала розничная сеть The Fresh Market Holdings. Андеррайтеры размещения – Credit Suisse, BofA Securities, Deutsche Bank Securities, RBC Capital Markets, BMO Capital Markets, Guggenheim Securities

### Чем интересна компания?

**1. О компании.** The Fresh Market Holdings специализируется на розничной торговле, предлагая широкий выбор различных продуктов питания, включая готовые блюда ресторанного качества, выпечку премиум-класса, собранные вручную фермерские овощи и фрукты, мясо на заказ и тщательно подобранные наборы продуктов для праздников и особых случаев. Компания управляет 159 магазинами в 22 штатах США. В марте 2016 года Fresh Market была выкуплена за \$1,36 млрд у частной инвестиционной компании Apollo Global (по состоянию на 31 марта 2021 года под управлением Apollo находились активы на сумму около \$461 млрд). В то время Fresh Market испытывала конкурентное давление со стороны Whole Foods, Kroger и Publix. Как частная компания The Fresh Market сосредоточила свои усилия на реструктуризации бизнеса. В планах ретейлера возобновить открытие новых магазинов после перерыва, продолжавшегося последние три финансовых года. Что касается электронной коммерции, то онлайн-заказы Fresh Market доставляет через Instacart во всех своих магазинах. Компания была названа лучшим супермаркетом текущего года по результатам USA Today 10Best Reader's Choice.

**2. Финансовые показатели.** В 2020 финансовом году (ФГ) выручка Fresh Market упала на 5% – с \$1,595 млрд до \$1,522 млрд. В 2021 ФГ показатель увеличился до 24%, достигнув \$1,887 млрд. По итогам 13 недель текущего, 2022 ФГ выручка повысилась на 9%. EBIT маржа выросла с 0% в 2019 ФГ до 2% в 2020 ФГ, 7% в 2021-м и до 8% по итогам 13 недель текущего финансового года. На балансе ретейлера за отчетный период 2022 ФГ было \$189,807 млн наличных средств. Долг на балансе составлял \$920,701 млн, что эквивалентно 62,5% совокупных активов компании.



### Обзор перед IPO

Эмитент: **The Fresh Market Holdings**

Тикер: **TFM**

Биржа: **NASDAQ**

Диапазон на IPO: **\$-**

Объем к размещению: **\$100 млн**

Андеррайтеры: **Credit Suisse**

**BofA Securities**

**Deutsche Bank Securities**

**RBC Capital Markets**

**BMO Capital Markets**

**Guggenheim Securities**



# Российский рынок

## Коррекция позади

Индекс Мосбиржи вновь приблизился к абсолютным максимумам, но шансы на дальнейший рост уменьшаются

**Российский фондовый рынок следовал за динамикой американских площадок, где царил оптимизм. Индекс Московской биржи вновь в полушаге от обновления исторического максимума, прежде достигнутого чуть более месяца назад. Рубль не демонстрирует ни заметного укрепления, ни резкого ослабления.**

Улучшается макроэкономический фон. Сальдо торгового баланса впервые с 2019 года превысило \$18 млрд в месяц. Показатели промышленного производства и розничных продаж восстановились к допандемийным уровням. Безработица опустилась ниже 5%. ВВП способен повыситься на 4%. Однако экономика растет на фоне высокой инфляции. В Банке России ожидают достижения ею целевого уровня

только к концу 2022 года. В связи с этим в инвестсообществе предполагают, что цикл ужесточения монетарной политики закончится только в декабре.

В США завершается сезон квартальной отчетности, который в России в самом разгаре. В то же время можно считать, что сильные результаты многих компаний уже отыграны и потенциал роста реализован досрочно. Кроме релизов корпоративных результатов важных событий на локальном рынке в ближайшие недели не ожидается. По всей видимости, динамику на отечественных площадках будет определять внешний фон.

### Ожидаем

До конца августа наиболее вероятен переход к нейтральной динамике, также возможна коррекция к отметке 3600 пунктов по индексу Мосбиржи. Лучше рынка могут торговаться бумаги ФСК, Россетей, Мосэнерго, Интер РАО, а также акции МТС, Mail.Ru, HeadHunter. Динамика котировок нефтяников и металлургов будет определяться изменениями цен на сырьевые активы. Аутсайдерами могут стать бумаги банковского сектора. Прогноз для пары USD/RUB: рост в диапазоне 73-77.

### Наша стратегия

Рекомендуем спекулятивно покупать бумаги Башнефти и Интер РАО, удерживать длинные позиции в акциях Ozon, М.видео, Fix Price, Mail.Ru, Яндексa и Русала. Для открытия коротких позиций подойдут бумаги Сбербанка, ВТБ, Алросы и НЛМК.



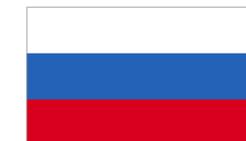
Георгий Ващенко,  
заместитель  
директора департамента  
торговых операций  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

### Ключевые индикаторы по рынку

Акция	Значение на 2.08.2021	Значение на 16.08.2021	Изменение
MOEX	3 788	3 891	2,72%
PTC	1 635	1 672	2,26%
Золото	1 819	1 785	-1,87%
BRENT	72,90	69,92	-4,09%
EUR/RUB	86,61	86,32	-0,32%
USD/RUB	72,98	73,28	0,41%
EUR/USD	1,1868	1,1779	-0,75%

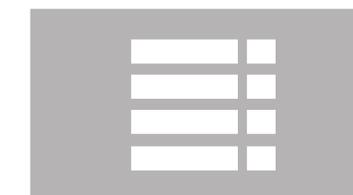


16

### Индекс Мосбиржи



Начавшаяся в середине июля коррекция отыграна, индекс Московской биржи вновь подошел к отметке 3900 пунктов. Пара USD/RUB в последние две недели торговалась преимущественно в диапазоне 73-74.



# Российский рынок

## Основные новости. Отчетность по МСФО



**X5 Group** отчиталась за второй квартал ростом выручки на 10,7% г/г, до 546,5 млрд руб., и увеличением EBITDA на 13% г/г, до 71,7 млрд руб. Прибыль ретейлера осталась на прошлогоднем уровне 14,9 млрд руб., а чистая маржа снизилась до 2,7%. Долговая нагрузка торговой сети составила 3,2x EBITDA.



**Роснефть** за апрель-июнь нарастила выручку на 24,8%, до 2 167 млрд руб. EBITDA компании увеличилась на 28,3% г/г и составила 571 млрд руб. Прибыль повысилась на 56% г/г, достигнув 233 млрд руб. Долговая нагрузка корпорации сократилась до 1,7x EBITDA. Добыча углеводородов выросла на 5,6%, до 452,6 млн баррелей нефтяного эквивалента.



**Ростелеком** во втором квартале текущего года зафиксировал выручку на уровне 138,6 млрд руб., увеличив ее на 9% г/г. OIBDA оператора связи повысилась на 15%, до 55,9 млрд руб., что соответствует рентабельности 40%. Чистая прибыль выросла на 46%, до 11,2 млрд руб. Свободный денежный поток оказался равен 1,1 млрд руб. Долговая нагрузка составила 2,4x OIBDA.

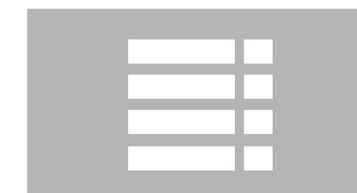
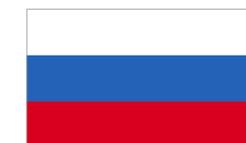


**ГМК Норникель** отчитался за первое полугодие ростом выручки на 33% г/г, до \$8,9 млрд, утроением EBITDA, достигшей \$5,7 млрд, и прибылью на уровне \$4,3 млрд. Компания увеличила объем капитальных инвестиций на 80%, до \$1 млрд. На этом фоне и под влиянием повышения разовых расходов свободный денежный поток сократился до \$1,4 млрд. Чистый долг увеличился на 64%, до \$7,7 млрд, долговая нагрузка составила 0,7x EBITDA.



Акция	Значение на 02.08.2021	Значение на 16.08.2021	Изменение, %
<b>Фонды</b>			
FINEX CHINA UCITS ETF	3362	3228	-3,99%
FINEX GERMANY UCITS ETF	3072,5	3145,5	2,38%
FinEx Gold ETF USD	893,4	881,2	-1,37%
FinEx USA IT UCITS ETF	11248	11361	1,00%
FinEx FFIN KZT UCITS ETF	278,3	279	0,25%
FinEx CASH EQUIVALENTS ETF	1685,4	1688,4	0,18%
FinEx Rus Eurobonds ETF (RUB)	1891	1899	0,42%
FinEx RTS UCITS ETF USD	4109	4240,5	3,20%
FinEx Rus Eurobonds ETF	949,3	952,8	0,37%
FinEx RUB GLOBAL EQUITY UC ETF	1,2769	1,2928	1,25%
FinEx USD CASH EQUIVALENTS ETF	742,5	745,1	0,35%
FinEx USA UCITS ETF	5911	6009	1,66%
БПИФ Фридом-Лидеры технологий	2282	2278	-0,18%
ITI FUNDS RUSSIA-FOCUSED USD	2143,5	2165	1,00%
ITI FUNDS RTS EQUITY ETF	2997	2887,5	-3,65%
БПИФ Сбер Индекс Еврооблигаций	1266,2	1275,8	0,76%
БПИФ Сбербанк Индекс Мосбиржи	19,068	19,612	2,85%
Сбер Рублевые Корп Облигации	11,255	11,304	0,44%
БПИФ Сбербанк - Эс энд Пи 500	1709	1733,6	1,44%
БПИФ ТИНЬКОФФ ВЕЧНЫЙ ПОРТФ РУБ	6,123	6,154	0,51%
БПИФ ВТБ Акции компаний США	111,03	112,52	1,34%
БПИФ ВТБ Корпоративные облигации	121,78	122,22	0,36%
БПИФ ВТБ Акции разв-ся рынков	93,52	92,09	-1,53%
БПИФ ВТБ Корп облигации США	80,89	81	0,14%
БПИФ ВТБ Ликвидность	1,0677	1,07	0,22%
БПИФ ВТБ Корп рос еврооблигац	101,38	101,96	0,57%
БПИФ ВТБ-Индекс Мосбиржи	148,9	153,25	2,92%

Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

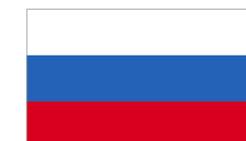


# Российский рынок

Акция	Значение на 02.08.2021	Значение на 16.08.2021	Изменение, %
<b>Металлургический и горнодобывающий сектор</b>			
Северсталь	1787,2	1758	-1,63%
НЛМК	256,5	250,86	-2,20%
ММК	69,015	68,1	-1,33%
ГМК Норникель	25298	24362	-3,70%
Распадская	262,7	263,28	0,22%
АЛРОСА	130,72	133,5	2,13%
Полюс	13922	13382	-3,88%
Мечел - ао	81,55	81,14	-0,50%
Мечел - ап	133,7	143,7	7,48%
Русал	52,55	52	-1,05%
Polymetal	1584,9	1527,7	-3,61%
<b>Финансовый сектор</b>			
Сбербанк-ао	307,03	329,16	7,21%
Сбербанк-ап	287,41	304,49	5,94%
ВТБ	0,04892	0,05238	7,07%
АФК Система	29,906	29,455	-1,51%
Мосбиржа	174,16	175,5	0,77%
Сафмар	457,8	453,8	-0,87%
TCS-гдр	6216,4	7200	15,82%
<b>Нефтегазовый сектор</b>			
Газпром	286,51	294,64	2,84%
НОВАТЭК	1624,6	1771,2	9,02%
Роснефть	549,3	561,95	2,30%
Сургут-ао	32,6	33,66	3,25%
Сургут-ап	37,94	37,72	-0,58%
ЛУКОЙЛ	6314,5	6487,5	2,74%
Башнефть - ао	1400	1415	1,07%
Башнефть - ап	998	1086	8,82%
Газпром нефть	422,35	428,8	1,53%
Татнефть - ао	492,9	497,2	0,87%
Татнефть - ап	459,5	462,9	0,74%

Акция	Значение на 02.08.2021	Значение на 16.08.2021	Изменение, %
<b>Электроэнергетический сектор</b>			
ИнтерРАО	4,3795	4,307	-1,66%
РусГидро	0,8227	0,8305	0,95%
ОГК-2	0,68	0,6991	2,81%
Юнипро	2,741	2,832	3,32%
ТГК-1	0,011476	0,011624	1,29%
Энел	0,8302	0,839	1,06%
Мосэнерго	2,2065	2,2125	0,27%
ФСК ЕЭС	0,2004	0,19472	-2,83%
Россети - ао	1,3048	1,2512	-4,11%
<b>Потребительский сектор</b>			
Магнит	5339,5	5487	2,76%
X 5	2392	2436	1,84%
Лента	233,6	224,3	-3,98%
Детский Мир	137,92	137,9	-0,01%
М.видео	640,1	641	0,14%
OZON-адр	3845	3852	0,18%
Fix Price	550,5	642,2	16,66%
<b>Телекоммуникационный сектор</b>			
МТС	316,6	319,35	0,87%
Ростелеком - ао	93,15	94,36	1,30%
Ростелеком - ап	84,6	86,7	2,48%
<b>Транспортный сектор</b>			
Аэрофлот	66,6	66,86	0,39%
НМТП	7,315	7,515	2,73%
ДВМП	17,86	18	0,78%
GLTR-гдр	582	561	-3,61%
Совкомфлот	87,06	86,3	-0,87%

Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.fff.ru](http://www.fff.ru)



18



## Динамика котировок акций

Аутсайдерами стали акции компаний металлургического сектора. Лучше рынка торговались бумаги банков и нефтегазовых компаний. Абсолютные лидеры – акции Fix Price.

# Инвестиционная идея

## ОГК-2: выбор дальновидных инвесторов

Акции ОГК-2 интересны для покупки с таргетом около 0,89 руб. на горизонте года

ПАО «ОГК-2»	
Тикер	OGKB
Текущая цена акций	0,71 руб.
Целевая цена акций	0,90 руб.
Потенциал роста	26,64%
Стоп-аут	0,67 руб.

### Операционные показатели

По итогам первого полугодия совокупная выработка электроэнергии в России увеличилась на 6% г/г, достигнув 564,5 млрд кВт/ч. ОГК-2 (МОЕХ: OGKB) в первом полугодии выработала 22,5 млрд кВт/ч электроэнергии, превысив прошлогодний показатель на 0,4%. Расхождение между общероссийскими темпами роста и результатами «дочки» Газпром энергохолдинга обусловлено эффектом высокой базой у последней.

Производство теплотенергии, доля которой в выручке компании составляет лишь 3%, сократилось на 11,7% г/г, до 3 млн Гкал, ввиду более высокой, чем в среднем, температуры наружного воздуха в регионах присутствия компании. Компания также отмечает, что на ее операционные показатели повлияло усиление спроса на генерирующее оборудование на оптовом рынке электроэнергии и мощности.

### Финансовые результаты

Чистая прибыль ОГК-2 по МСФО за первое полугодие увеличилась на 10% г/г, до 11,3 млрд руб., а выручка выросла на 10,2% г/г, до 66,5 млрд руб., при повышении EBITDA на 8,6%, до 22,3 млрд руб. Позитивная динамика этих показателей была обусловлена главным образом ростом цен реализации электроэнергии и мощности на оптовом рынке, в том числе в отношении объектов, введенных в рамках программы договоров о предоставлении мощности (ДПМ). Свободный денежный поток у компании составил 12,2 млрд руб.

### Наши ожидания

Официальный прогноз Минэкономразвития предполагает рост ВВП в 2021-м, 2022-м и 2023 году на 4%, 3,4% и 3% год к году соответственно. Мы ожидаем, что в 2025-2026 годах экономика вырастет на 3%.

Учитывая корреляцию между спросом в экономике и динамикой производственных показателей ОГК-2, в базово-оптимистичный прогноз закладываем их средний рост за 2021-2026 годы в пределах 1%. Реализация этого прогноза, несмотря на возможные шоки, вполне вероятна, так как рынок находится на начальной стадии восстановления.

В 2007-2012-м и 2013-2020 годах выработка электроэнергии в России в среднем увеличивалась на 2% и 1% в год, а у ОГК-2 снижалась в среднем на 5% г/г. Компания объясняет эту динамику оптимизацией производственной деятельности, в частности реализацией стратегии, предполагающей сокращение выработки электроэнергии неэффективным оборудованием. В прошлом году производство на площадках ОГК-2 уменьшилось в связи с падением потребления электроэнергии.

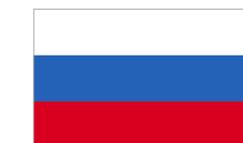
За 2013-2020 годы выручка ОГК-2 в среднем росла на 2% г/г, а в 2005-2012 годах (за исключением периодов существенного увеличения активов) – на 12% г/г. В базово-консервативный прогноз выручки компании на 2022-2026 годы мы закладываем ее повышение в среднем на 6% г/г.

Минэкономразвития анонсировало повышение тарифов на газ для всех групп потребителей в 2021 году и в период 2022-2024-го не более чем на 3%. При этом тарифы на электроэнергию для населения, по плану МЭР, в ближайшие три года будут повышаться на 5%. Сопоставимые оценки роста цены на электроэнергию в мае обнародовал Совет рынка. Однако ускорение инфляции может привести к повышению этих прогнозов. Для сравнения: в 2013-2020 годах электроэнергия дорожала в среднем на 6%, в 2007-2012-м – на 12%, а в 2002-2006 годах – на 20%.

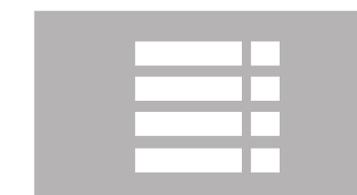
Александр Осин,  
аналитик управления операций  
на российском фондовом рынке  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



19



	Current	Market's Median
EV/Revenue	0,99	0,88
EV/EBITDA	3,74	4,70
P/E	5,99	8,37
P/Revenue	0,68	0,50
P/CF	3,05	2,80
P/FCF	4,82	5,95

	1Q2021	2021
Долг к активам	0,3	0,3
Долг к акционерному капиталу	0,4	0,4
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,3	0,4
Текущая ликвидность	2,1	4,6
Быстрая ликвидность	0,01	0,02
Коэффициент Альтмана	2,0	2,3

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
OGKB:RX	1,26%	1,30%	1,72%	-14,81%	-6,92%
IMOEX	1,22%	2,09%	4,58%	6,92%	29,25%
RTS	0,94%	2,63%	5,41%	7,33%	28,84%
Russell 2000	-0,03%	-2,78%	0,69%	-2,24%	37,32%
S&P 500	-0,11%	0,26%	2,78%	6,84%	31,52%
NASDAQ Composite	-0,93%	-0,89%	1,64%	9,55%	31,68%



# Инвестиционная идея



В ближайшие несколько лет в рамках тенденции широкого рынка прогнозируем CAPEX ОГК-2 на уровне 13 млрд руб. без учета затрат на модернизацию и с поправкой на темпы инфляции в России. В текущем году менеджмент ОГК-2 сохранил капзатраты на уровне прошлого года 6,9 млрд руб.

Учитывая стабильность выработки и цен реализации электроэнергии, а также взаимозависимость между динамикой капзатрат и отношения чистого денежного потока к выручке, среднее значение коэффициента денежный поток / выручка на 2022-2026 годы закладываем в размере 6% против 10% в 2016-2020 годах и 1% в 2013-2020-м. В период активного роста бизнеса, пришедшийся на 2005-2012 годы, это соотношение равнялось -10%.

Риски для реализации нашего прогноза связаны с тем, что при ускорении роста ВВП генерирующим компаниям потребуется существенно увеличить CAPEX. Долгосрочный прогноз Совета рынка предполагает увеличение потребления электроэнергии в среднем на 0,3% в год, что не соответствует цели правительства, согласно которой годовой рост ВВП должен превышать 3%.

Экономика России в 2000-2012 годы росла в среднем на 5-9% г/г, а потребление электроэнергии повышалось на 2-4% г/г при доле CAPEX в выручке генерирующих компаний около 7%. В 2013-2020 годах рост

Финансовые показатели	2019	2020	2021	2022
Выручка, млн. руб.	134 579,00	120 687,00	138 790,05	157 514,72
ЕБИТДА	35 687,00	30 285,00	36 400,00	41 310,86
Чистый доход, млн. руб.	12 022,00	13 264,00	16 654,81	18 901,77
Доход на акцию	0,11	0,12	0,15	37,43
Операционная маржинальность	27%	25%	26%	26%
Чистая маржа	9%	11%	12%	12%

экономики замедлился примерно до 1% в год, приблизительно на столько же увеличивалось и потребление электроэнергии, а доля CAPEX в выручке генкомпаний в среднем составляла около 4%.

Для возвращения темпов роста производства электроэнергии к значениям 2000-2012 годов генерирующим компаниям потребуется увеличение капитальных инвестиций в два-три раза.

Эта ситуация формирует оценочные риски для компаний сектора, из-за чего приток инвестиций в их акции за последние годы уменьшился.

Долговая нагрузка по соотношению NetDebt/ЕБИТДА у ОГК-2 составляет высокие для отрасли 1,4х. Однако на конец июня на балансе компании было 38 млрд руб. в виде кредитов и займов, на ее счетах находилось 86 млн руб., 20,35 млрд руб. классифицированы как финансовые активы.

Учитывая наличие этих средств, считаем несущественной вероятностью снижения справедливой оценки стоимости акций ОГК-2 в случае значительного усиления нагрузки на бизнес в связи с увеличением CAPEX. Компания способна без серьезного повышения кредитных рисков профинансировать двукратное увеличение CAPEX относительно запланированного на текущий момент объема и поддерживать их на этом уровне в течение пяти лет.

Мы прогнозируем выручку, ЕБИТДА, чистую прибыль

и чистый денежный поток ОГК-2 по итогам 2021 года на уровне 138,8 млрд, 36,5 млрд, 16,7 млрд и 21,3 млрд руб. соответственно.

Совет директоров ОГК-2 рекомендовал годовому общему собранию акционеров утвердить годовой дивиденд за 2020 год в размере 50% чистой прибыли по МСФО, что соответствует 0,06 руб. на обыкновенную акцию. По итогам 2021 года мы прогнозируем дивиденд в размере 0,075 руб. на акцию. Причем данный позитивный фактор еще не учтен в нашей оценке справедливой стоимости компании. Бумаги ОГК-2 на текущий момент недооценены к аналогам на российском рынке. Наша целевая цена по акции компании на конец первого полугодия 2022 года – 0,8938 руб.



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Заграница нам поможет

Улучшение долгосрочных прогнозов рейтинга от Fitch и новый транш от МВФ стабилизируют ситуацию на рынках страны

**Ведущий индекс украинского фондового рынка UX за прошедшие две недели опустился на 0,55% под влиянием слабонегативной динамики всех входящих в него акций за исключением МНР S.E. Последние прибавили в цене из-за оптимистичных ожиданий, связанных с финансовым отчетом компании за первое полугодие, который будет опубликован 7 сентября. Акции Ferrhexro на Лондонской бирже после ретеста отметки 500 фунтов скорректировались на 25%. Рекомендуем инвесторам пока занимать нейтральную позицию в отношении этой бумаги.**

Появились предпосылки для снижения доходности украинских еврооблигаций. Международное агентство Fitch пересмотрело прогноз долгосрочного кредитного рейтинга дефолта нашей страны в валюте с нейтрального на позитивный с сохранением самого рейтинга на уровне В. Среди причин для этого шага Fitch называет:

- относительную устойчивость экономики Украины в условиях пандемии,
- ожидание сокращения доли госдолга по отношению к ВВП до 57% в текущем году,
- продолжение наращивания золотовалютных резервов.

По мнению агентства, у Украины также не возникнет проблем с выплатой внешних долгов в сентябре 2021 года. Гривна прошедшие две недели торговалась в паре с долларом США в диапазоне 26,9-26,7, демонстрируя тенденцию к укреплению. Вероятность реализации нашего

прогноза, предполагающего уверенный рост курса нацвалюты, усилилась после выделения МВФ транша финансовой помощи Украине на сумму \$2,7 млрд. В этой связи предстоящее в сентябре погашение внешнего долга в объеме около \$3 млрд, на наш взгляд, не окажет значительного давления на курс гривны. Возможная политическая спекуляция на тему долговой нагрузки осенью может привести к краткосрочной коррекции пары USD/UAH на 50-60 коп. Эту перспективу стоит иметь в виду при открытии краткосрочных позиций по инструментам в гривне.



Денис Белый,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Украина



### Динамика наиболее интересных акций

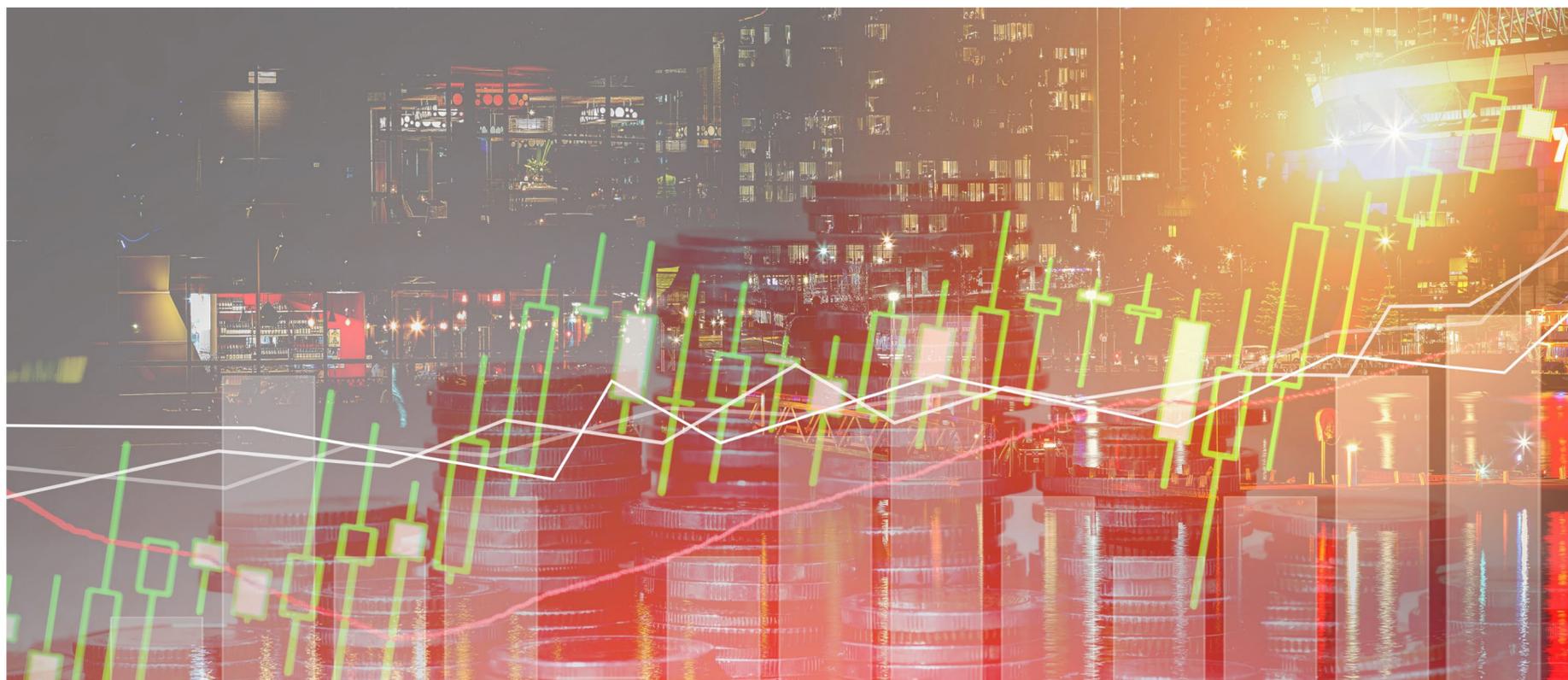
Инструмент	Значение на 02.08.2021	Значение на 17.08.2021	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1 915,18	1 904,70	-0,55
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,45	0,45	0,00
Укрнафта, (UNAF)	275,00	270,00	-1,82
Центрэнерго, (CEEN)	10,00	9,90	-1,00
Ferrhexro (FXPO), GBp	488,00	394,00	-19,26
Донбассэнерго, (DOEN)	19,00	19,00	0,00
Турбоатом, (TATM)	7,50	7,40	-1,33
МНР S.E., (MHR)	162,00	171,00	5,56
USD/UAH	26,82	26,65	-0,63

### Ожидания

По-прежнему прогнозируем повышение котировок акций Мироновского хлебопродукта до \$7,3 до конца текущего года



- **Укрнафта получила 2,3 млрд гривен в качестве оплаты за проданную в 2015 году нефть.** Компания реструктурировала более 7 млрд гривен дебиторской задолженности. Частично эта задолженность, по заявлению руководства Укрнафты, погашается по запланированному графику.
- **Комиссия по ценным бумагам Украины зарегистрировала спецификацию фьючерса на иностранные ценные бумаги.** Уникальность контракта для локального рынка в том, что базовый актив – это отдельно взятая бумага, а не индекс. Новый инструмент получил статус поставочного.
- **Центрэнерго оштрафовали за нарушение антимонопольного законодательства.** Антимонопольный комитет наложил на компанию взыскание в объеме 216 тыс. гривен из-за предоставления неполной информации.
- **К торгам в Украине допустили еврооблигации Укрзалізниця.** Комиссия по ценным бумагам разрешила обращение на внутреннем рынке бумаг Rail Capital Markets Plc (ISIN XS2365120885). Доходность этих облигаций в моменте составляла 7,15%.



Динамика индекса UX, 1 год



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Динамика USD/UAH, 1 год



## На корпоративном позитиве

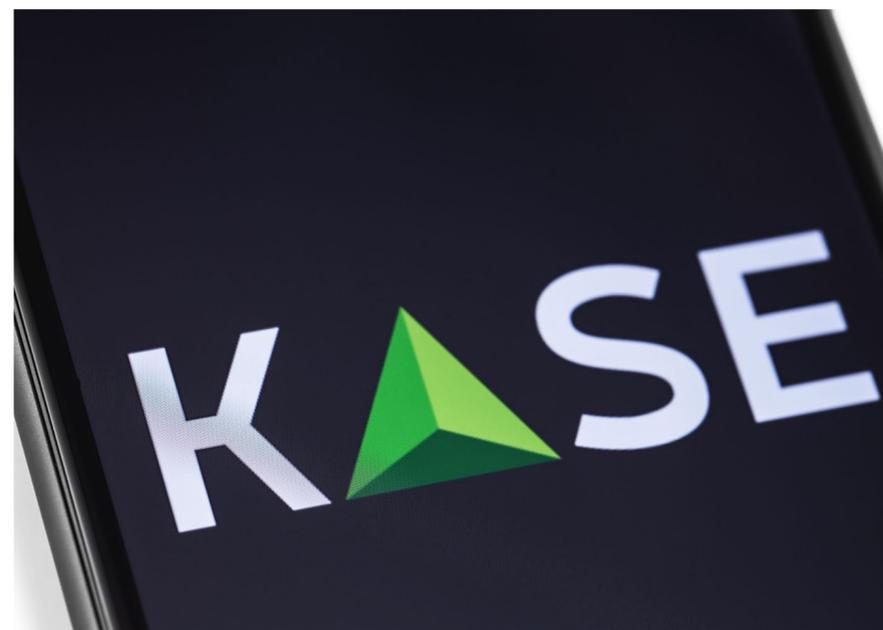
Сильные результаты компаний за полугодие и благоприятная техническая картина обеспечат индекс KASE свежим драйвером роста

После июльской коррекции индекс KASE перешел к локальной консолидации, но к концу первой декады августа не удержался в выбранном диапазоне и за две торговые сессии опустился до 3032 пунктов. Однако затем котировкам удалось сформировать восходящую дневную дивергенцию, которая сигнализирует о возможности долгожданного разворота вверх.

Внешний фон в последние две недели был смешанным. Из неблагоприятных факторов отметим уход нефтяных цен в начале августа под отметку \$70 с максимумов на уровне \$76. Тем не менее KASE, как и российские биржевые индексы, сумел удержаться от падения. Поддержкой для него стал удачный старт сезона отчетности. Котировки Казахтелекома в первый день после публикации отчетности заметно выросли, следом за ними двигались и акции Kcell, которые, впрочем, вскоре скорректировались. В свою очередь, Казахтелеком приблизился к максимумам за два с половиной года. Позитивную динамику продемонстрировали и акции банковского сектора. Котировки Банка ЦентрКредит резко вышли из затянувшегося бокового тренда, достигнув трехлетних максимумов. Драйвером их роста могли стать ожидания в отношении дивидендных выплат в 2022 году. Акции Сбербанка и ВТБ дорожали и на казахстанской, и на российской фондовых площадках. Мы делали локальную ставку на бумаги Bank of America и Народного банка, которые демонстрировали

позитивную динамику на зарубежных биржах. На основе этого мы прогнозировали и рост этих активов на KASE.

Аутсайдером в банковском секторе стал Kaspi. Повышение его котировок на LSE сменилось боковым, перешедшим в небольшое снижение. Однако на KASE ключевым оказался отрицательный эффект курсовой разницы, поскольку на казахстанском рынке акции Kaspi были дороже. Без поддержки новых покупателей ГДР котировки акций опустились на 4,9%.



### Ожидания и стратегия

Дневная восходящая дивергенция сигнализирует о вероятности разворота индекса KASE вверх. Активизировались покупки бумаг БЦК, Казахтелекома и Народного банка. Сезон отчетов начался удачно. Мы ожидаем продолжения данной тенденции, которое окажет фондовому рынку фундаментальную поддержку.

### Динамика акций и ГДР

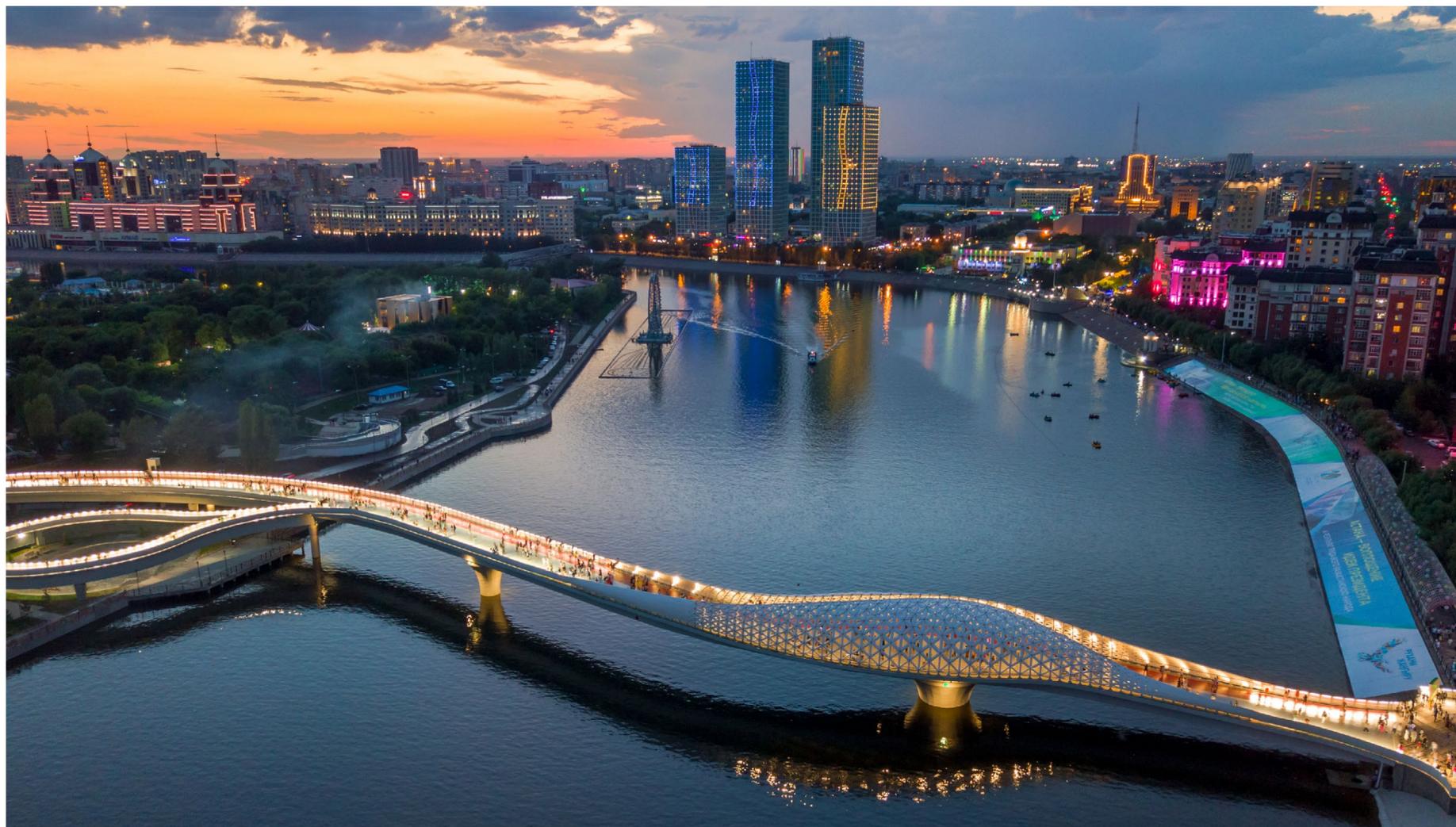
Акция	значение на 03.08.2021	значение на 16.08.2021	изменение, %
Индекс KASE	3 082,31	3 111,54	0,9%
Банк ЦентрКредит (KASE)	252,00	277,07	9,9%
Bank of America (KASE)	16 376,99	17 583,01	7,4%
Казахтелеком (KASE)	30 250,00	32 342,00	6,9%
Халык Банк (ADR)	15,08	16,10	6,8%
Халык Банк (KASE)	160,90	169,73	5,5%
KEGOC (KASE)	1 785,56	1 800,00	0,8%
Казтрансойл (KASE)	1 078,00	1 062,00	-1,5%
Казатомпром (KASE)	11 648,00	11 155,00	-4,2%
Kaspi (KASE)	49 786,08	47 330,40	-4,9%
Kcell (KASE)	1 561,00	1 438,30	-7,9%

Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Важные новости

- **Казахтелеком отчитался за первое полугодие.** Финансовые результаты группы компаний продолжают демонстрировать стабильный рост. Выручка за отчетный период увеличилась на 15% г/г, достигнув 282,5 млрд тенге, EBITDA повысилась на 18% г/г.
- **Moody's пересмотрело рейтинг Казахстана.** Долгосрочный рейтинг эмитента правительства Казахстана в национальной и иностранной валютах был повышен с Ваа2 до Ваа3, а прогноз снижен с позитивного до стабильного. Кроме того, Moody's повысило рейтинги квазигосударственных компаний КазМунайГаз, Казатомпром и КЕГОС.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Устойчивая связь с финансовым успехом

Инвестиционную привлекательность акциям Казахтелекома обеспечивают сильные финансовые результаты и перспективы повышения дивиденда

### Причины для покупки:

- **Сильная отчетность за второй квартал.** Выручка Казахтелекома за апрель-июнь увеличилась на 6,3% кв/кв и 18,3% г/г, достигнув рекордных 146 млрд тенге. Скорректированная маржа EBITDA остается на высоком уровне второй квартал подряд и составляет 51,7%, что всего на 30 б.п. ниже результата за первые три месяца текущего года. Валовая маржа выросла с 38% по итогам первого квартала и 36,3% за второй квартал 2020-го почти до 40% благодаря менее активному повышению себестоимости. Этот результат стал одним из самых высоких в истории компании. Чистая прибыль оператора связи за первое полугодие поднялась на 85% г/г, достигнув 58 млрд тенге, или 5 050,09 тенге на акцию.
- **Продолжение улучшения ситуации с денежными потоками.** Свободный денежный поток Казахтелекома благодаря росту операционных доходов с параллельным снижением капитальных расходов во втором квартале увеличился до 53,5 млрд тенге с 11,5 млрд в предыдущем квартале и 24,6 млрд в прошлом году. Это позволило сократить чистый долг с 328 млрд тенге на начало 2021 года и 299 млрд на конец марта до 279 млрд тенге, несмотря на выплату в виде дивиденда за второй квартал 17,6 млрд тенге. Казахтелеком располагает 114,3 млрд тенге в виде денежных средств. Это дает основание ожидать более щедрых дивидендов по итогам 2021 года.

- **Перспективы повышения дивидендных выплат.** Казахтелеком продолжает улучшать финансовые показатели и выходит на очень высокие для сектора уровни рентабельности. Учитывая большие возможности компании для генерирования свободных денежных средств, мы ожидаем значительного повышения дивидендов в следующем году. По итогам года прибыль на акцию прогнозируем в диапазоне 8-9 тыс. тенге, а дивиденд на акцию – как минимум на уровне 3 тыс. тенге.



### АО Казахтелеком

Тикер на KASE: KZTK

Текущая цена: 32 500 тг

Целевая цена: 42 900 тг

Потенциал роста: 32%



### Динамика акций на KASE



## Балансирование в боковике

Котировки Кизилкумцемента, Кварца и Средаэнергопроект оказались под давлением в связи с решениями крупных акционеров, но рынок поддерживают на плаву УзПСБ, Узметкомбинат и УзРТСБ

Со 2 по 6 августа узбекистанский фондовый рынок продолжал двигаться в боковике: индекс ликвидных акций **EqRe** прибавил **0,43%**. Бенчмарк поддержали на плаву котировки УзПСБ (SQBN) и Узметкомбината (UZMK): акции последнего из указанных эмитентов взлетели после публикации сильного финансового отчета и новых планов по развитию. Мы ожидаем, что бумаги UZMK продолжат рост как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе.

Акции УзРТСБ (URTS) также демонстрируют позитивную динамику на фоне недавно выпущенного неплохого финансового отчета.

В аутсайдерах оказались бумаги Кварца (KVTS), потерявшие сразу 8% и показавшие движение к локальным минимумам на новости о несостоявшемся собрании акционеров, на котором должен был обсуждаться вопрос о дивидендных выплатах. Причиной срыва заседания стало отсутствие кворума. Ранее собрание уже переносилось, поскольку не

было подготовлено аудиторское заключение за 2020 год и, как следствие, решение о распределении прибыли не было принято.

За торговую неделю, завершившуюся 13 августа, рынок прибавил **0,62%**. Драйверами роста его обеспечило ралли в акциях Узметкомбината (UZMK), которые подорожали более чем на 19% благодаря позитивному новостному фону. Котировки Кизилкумцемента (QZSM) находятся под давлением ввиду намерения руководства направить значительные денежные потоки на выплату дивидендов на фоне проведения масштабной инвестиционной программы. Это решение планировалось пересмотреть на собрании акционеров, которое, однако, не состоялось ввиду отсутствия кворума.

Акции Средаэнергопроект (SAEP) теряют в цене из-за возможного делистинга с биржи «Тошкент».

Бехрузбек Очиллов,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Узбекистан

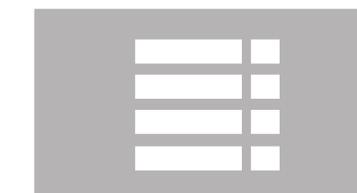


### Статистика по ликвидным бумагам

Акция	Значение на 30.07.2021	Значение на 13.08.2021	изменение, %
KVTS	4380	3894	-11,10%
QZSM	6700	6300	-5,97%
SQBN	15	15,07	0,47%
URTS	16800	16750	-0,30%
UZMK	69999	93000	32,86%
KSCM	725000	750000	3,45%
HMKB	39,00	38,01	-2,54%
SAEP	17101	16500	-3,51%
KUMZ	1000	950	-5,00%
A028090	60000	60000	0,00%
A016460	17000	17100	0,59%

### Текущие рекомендации по акциям

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



### Макроэкономические

- Узбекский сум подешевел на 4,63% г/г, спред между депозитами в национальной валюте и долларах достиг 16-17%.
- Средняя ставка по размещениям гособлигаций составила 13,63–13,99%.
- Евробонды Узбекистана на Лондонской бирже подешевели из-за событий в Афганистане: крупные фонды начали снижать свою долю в узбекистанском госдолге на фоне возросших геополитических рисков.
- Биржа «Тошкент» изменила правила размещения бумаг: добавлена категория листинга Transit, а также скорректирован механизм определения котировок для средне- и низколиквидных акций.

### По отдельным компаниям

- **Узметкомбинат** выпустил финансовую отчетность за второй квартал 2021-го, в которой отразил рост выручки на 71% при увеличении чистой прибыли в 26 раз. Эмитент также погасил значительную часть краткосрочных кредитов и займов. Кроме того, были опубликованы планы по развитию компании: руководство намерено до конца года получить кредитный рейтинг по международной шкале, а затем выпустить евробонды и провести IPO.
- Собрание акционеров **Кизилкумцемента**, где планировалось пересмотреть ранее принятое решение о выплате дивидендов, не состоялось ввиду отсутствия кворума: госакционер **UzAssets** не был представлен на заседании. По той же причине не состоялось собрание **Кварца**, где также должен был обсуждаться вопрос о выплате дивидендов.
- 9 сентября **Средазэнергосетьпроект (SAEP)** проведет ГОСА с целью обсудить возможный делистинг акций с биржи «Тошкент». Целесообразность подобного решения вызывает вопросы, поскольку при продаже бумаг SAEP на внебиржевом рынке с прибыли будет удерживаться налог в размере 12%. Это связано с тем, что основная доля в капитале эмитента (более 55%) принадлежит иностранным компаниям.
- **Узбекнефтегаз** планирует получить листинг на бирже «Тошкент», а затем провести IPO.
- **Freedom Finance Uzbekistan** выступит андеррайтером размещения облигаций **Узметкомбината** на сумму 50 млрд сумов.

### Динамика USD/UZS, 1 год



### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Рынок Германии

## Есть 16 000!

В первой половине августа индекс DAX прибавлял примерно по 1,4% в неделю, что позволило ему обновить исторический максимум

**Торговая неделя со 2 по 6 августа для немецких рынков оказалась лучшей с начала мая.** Индекс DAX закрыл этот период ростом на 1,4%, поднявшись до 15 761 пункта. Начало пятидневки прошло спокойно, несмотря на публикацию слабых данных по промышленному PMI и инфляции в еврозоне: первый из упомянутых показателей снизился с 63,4 до 62,8 пункта, а рост цен производителей в июле составил 1,4% м/м и 10,2% г/г. Однако в среду DAX продемонстрировал самый значительный рост в течение недели (+0,88%), несмотря на негативную реакцию инвесторов на выход отчетов Commerzbank (-5,8%) и Siemens Energy (-2,8%). По всей видимости, это повышение обусловлено ростом общеевропейского PMI, а также прочих индексов еврозоны на фоне сезона отчетности. В Германии квартальные результаты, помимо указанных выше эмитентов, опубликовали Adidas, Hugo Boss, Allianz, Rational, Bayer и Siemens. Особо отметим акции Allianz, которые прибавили 2,5% после того, как компания превзошла ожидания рынка по чистой прибыли, повысила прогнозы, а также объявила о программе обратного выкупа акций на сумму 750 млн евро. Котировки Adidas, напротив, потеряли 6% после публикации отчета, хотя компания улучшила прогноз на полный 2021 год,

даже несмотря на падение продаж в Китае из-за бойкота со стороны местных покупателей.

**Вторая неделя августа на немецком рынке была похожа на предыдущую.** С девятого по 13-е число DAX прибавил 1,37%, закрыв неделю на отметке 15 977 пунктов. Кроме того, за этот период был обновлен исторический максимум, который теперь составляет 16 030 пунктов. Понедельник и вторник прошли достаточно спокойно, а в последние три дня недели бенчмарк показал неплохой рост. В фокусе внимания инвесторов в это время были данные по инфляции в США, которая достигла 0,5% в месячном и 5,4% в годовом выражении. В Германии темпы роста цен в июле составили 3,8% г/г и 0,9% м/м. Еще одной важной новостью с внешних рынков стало согласование Сенатом США инфраструктурного плана в объеме \$1 трлн, что обеспечило фондовые площадки серьезным драйвером роста. В Великобритании ВВП повысился на 1% в июне, но все еще остается на 2,2% ниже допандемического уровня. Немецкая Delivery Hero приобрела 5,9-процентную долю в британской Deliveroo. Adidas продала Reebok за \$2,5 млрд компании Authentic Brands, чтобы сфокусироваться на своем главном бренде.

### Ожидания и стратегия

Индекс DAX после коррекции в середине июля вновь демонстрирует позитивную динамику. В настоящий момент вероятность дальнейшего роста повышается, поскольку был обновлен исторический максимум. Возможно продолжение движения к отметке 16200, где расположена верхняя граница трендового сопротивления. Важная поддержка находится примерно на уровне 15450 пунктов.

### Динамика акций и индекса DAX

Акция	значение на 30.07.2021	значение на 13.08.2021	изменение, %
DAX Index	15 544,39	15 977,44	2,8%
MRK GR Equity	172,35	193,95	12,5%
MUV2 GR Equity	226,70	251,35	10,9%
VOW GR Equity	279,40	308,80	10,5%
HNR1 GR Equity	142,25	153,95	8,2%
SIE GR Equity	131,62	142,22	8,1%
SHL GR Equity	55,48	59,40	7,1%
IFX GR Equity	32,21	34,44	6,9%
BEI GR Equity	99,96	106,05	6,1%
DTE GR Equity	17,49	18,51	5,8%
SRT3 GR Equity	508,20	536,00	5,5%
AT1 GR Equity	6,57	6,93	5,4%
PUM GR Equity	102,80	108,25	5,3%
VNA GR Equity	56,08	58,88	5,0%



# Рынок Германии

## Важные новости

- **Adidas продала свою дочернюю компанию Reebok за \$2,5 млрд американской Authentic Brands Group.** В настоящий момент немецкий эмитент намерен придерживаться стратегии Own the Game, в рамках которой планируется наращивать объемы бизнеса и размер рыночной доли компании.
- **Индекс ZEW зафиксировал резкое ухудшение экономических настроений в Германии.** В июле этот показатель составлял 63,3 пункта, а в августе снизился до 40,4 пункта при прогнозе 56,7 пункта.
- **BMW представит отчетность за второй квартал.** Чистая прибыль автоконцерна, по расчетам руководства, составит 4,8 млрд евро при росте выручки на 43% за счет увеличения продаж в Китае и США. Однако менеджмент заявляет, что нехватка полупроводников обусловит сокращение объемов производства в текущем году на 90 тыс. автомобилей.



Динамика индекса DAX



Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Динамика EUR/USD



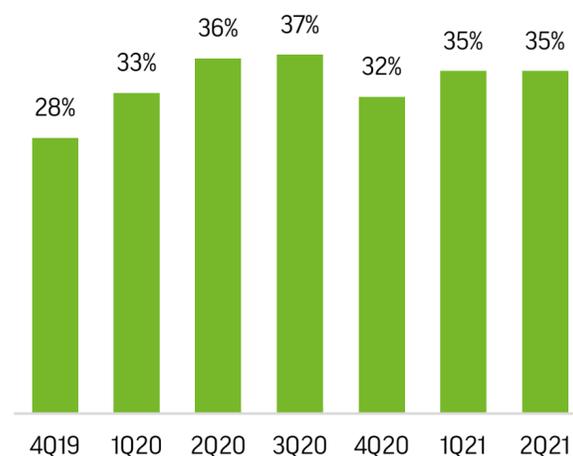
## Мобильность и прибыльность

Позитивная динамика финансовых показателей во втором квартале, а также оптимистичные прогнозы руководства на полный 2021 год поддержат котировки телекоммуникационного оператора

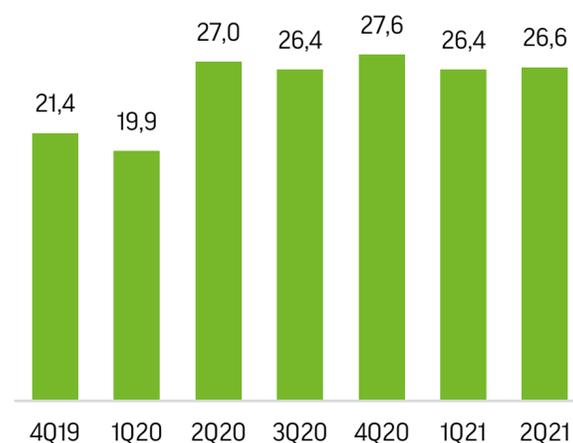
### Причины для покупки:

- 1. Сильный отчет за второй квартал 2021-го.** 11 августа Deutsche Telekom опубликовал результаты за апрель-июнь текущего года, продемонстрировав рост скорректированной выручки на 6,8% г/г, хотя ослабление доллара к евро обусловило снижение этого показателя на 1,7%. Скорректированная EBITDA при этом увеличилась на 1,1%, до 9,4 млрд евро. T-Mobile, американская дочерняя компания немецкого эмитента, за указанный период нарастила абонентскую базу на 627 тыс. клиентов. Чистая прибыль, отраженная в консолидированной отчетности, составила 2,1 млрд евро, показав рост на 65,3% г/г.
- 2. Улучшение прогнозов на текущий год и возможная продажа нидерландского подразделения.** Менеджмент компании уже второй раз в 2021-м повысил ожидания в отношении показателей на текущий год. В частности, оценки по EBITDA были пересмотрены вверх на 200 млн евро по сравнению с прошлым прогнозом. Кроме того, на конференц-звонке руководство подтвердило, что переговоры по продаже T-mobile Netherlands продолжаются. По данным Bloomberg, этот актив может быть приобретен индийской Reliance за 5 млрд евро.
- 3. Последние обновления инвестдомов.** Консенсус целевой цены, рассчитанный на основе наиболее актуальных прогнозов от 21 аналитика, составляет 21,9 евро. Из 28 аналитиков 25 дают рекомендацию «покупать», и остальные трое – «держаться». Самый высокий таргет установлен экспертами из J.P. Morgan на уровне 29 евро. Инвестдома Barclays, Morgan Stanley и DZ Bank дают целевые цены от 22,5 евро и выше.
- 4. Техническая картина.** После выхода квартального отчета акции Deutsche Telekom обновили максимумы с 2002 года, преодолев горизонтальное сопротивление на уровне 18,1 евро. Вероятнее всего, в среднесрочной перспективе мы увидим продолжение роста к отметке 21 евро за счет фундаментальных и технических факторов.

### EBITDA маржа



### Квартальная выручка, млрд евро



## Среднесрочная идея

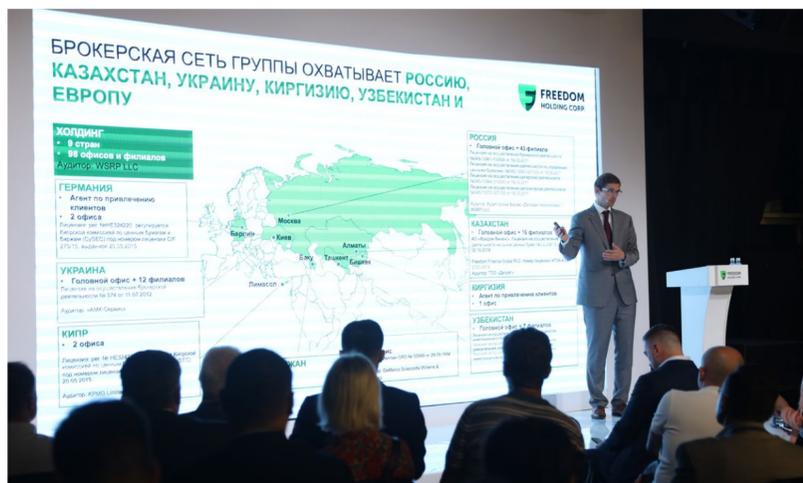
### Deutsche Telekom

Тикер на Xetra:	DTE
Текущая цена:	18,6 евро
Целевая цена:	21 евро
Потенциал роста:	13%
Дивидендная доходность:	6,3%

### Динамика акций DTE на XETR



## Freedom Holding Corp. отчитался за первый квартал двукратным ростом чистой прибыли



В первом квартале 2022 фискального года, который совпадает со вторым календарным кварталом 2021-го (апрель-июнь), выручка Freedom Holding Corp. увеличилась на 120%, достигнув \$124 млн.

Рост показателя был обусловлен повышением комиссионных доходов на 125% кв/кв, до \$97 млн, а также увеличением процентных доходов на 325%, до \$18 млн. Чистая прибыль Freedom Holding Corp. за отчетный квартал по сравнению с результатом за аналогичный период прошлого года повысилась с \$24 млн до \$52 млн.

Прибыль на акцию, рассчитанная исходя из средневзвешенного количества бумаг, равного 59 млн штук, выросла на \$0,45, достигнув \$0,87.

Прочий совокупный доход увеличился с \$33 млн до \$55 млн. Активы и обязательства холдинга повысились на \$109 млн и \$52 млн соответственно.

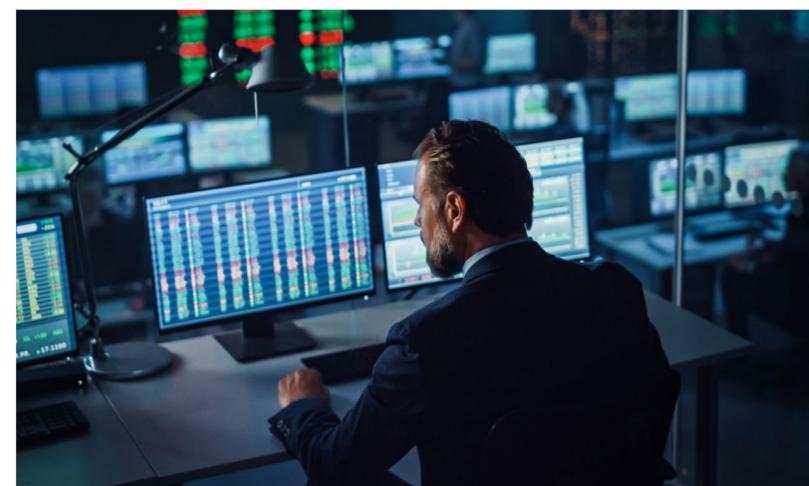
Совокупные расходы холдинга за апрель-июнь 2021-го выросли на \$39 млн, или на 142%. Увеличение комиссионных, процентных и операционных расходов составило

\$12 млн, \$11 млн и \$16 млн соответственно. Указанное повышение затрат было во многом обусловлено расширением бизнеса.

По состоянию на 30 июня 2021 года в холдинге открыто более 330 тыс. клиентских счетов, что на 40 тыс., то есть на 14%, больше, чем по состоянию на 31 марта 2021 года.

## ООО ИК «Фридом Финанс» – организатор и андеррайтер дебютного выпуска облигаций ООО «АйДи Коллект»

10 августа 2021 года ООО «АйДи Коллект» разместило на Мосбирже дебютный выпуск облигаций серии 01 объемом 400 млн руб. Данные облигации предназначены только для квалифицированных инвесторов, в соответствии с законодательством РФ оборот таких бумаг ограничен. Организатором и андеррайтером выпуска (регистрационный номер: 4-01-00597-R от 15.04.2021) стало ООО ИК «Фридом Финанс». Ставка купона определена на все



купонные периоды в размере 12,0% годовых. Продолжительность купонного периода составляет 30 дней, количество купонных периодов – 36.

ООО «АйДи Коллект» – российская коллекторская ком-

пания, предоставляющая комплекс услуг по возврату просроченной задолженности физических лиц. Одним из приоритетных направлений деятельности эмитента является организация и проведение сделок по приобретению проблемных активов на основании договоров цессии (переуступка прав требования).

## ИК «Фридом Финанс» заняла пятое место в рейтинге крупнейших брокеров РФ по версии «Коммерсантъ»



Инвестиционная компания «Фридом Финанс» по итогам 1-го полугодия 2021-го заняла пятое место в рейтинге крупнейших брокерских компаний, подготовленном «Коммерсантом». Эксперты издательского дома проанализировали финансовую отчетность брокеров за шесть месяцев 2021-го, ранжировав компании по величине выручки от оказания услуг на фондовом рынке.

ИК «Фридом Финанс» продолжает оставаться одним из самых быстрорастущих брокеров в России.

Компания входит в топ-10 ведущих операторов Московской биржи по числу зарегистрированных клиентов: в июле этот показатель достиг 123,9 тыс. (+2,1% м/м).

Инвестиционный  
обзор №230  
19 августа 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Центральный офис

### 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



## Офисы

### 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

### Белгород

+7 (472) 277-77-31  
ул. Князя Трубецкого, д. 24,  
офис 305  
belgorod@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»  
izhevsk@ffin.ru

### Иркутск

+7 (3952) 79-99-02  
ул. Киевская, д.2  
irkutsk@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

### Курск

+7 (4712) 90-01-90  
ул. Радищева, д. 87/7  
kursk@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

### Саратов

+7 (845) 275-44-40  
ул. им. Вавилова Н.И., д.28/34  
saratov@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

