

Инвестиционный обзор



FREEDOM
finance



№231
2 сентября 2021

Фондовый рынок США:

Пауэлл вернул инвесторам ОПТИМИЗМ

Выступая на симпозиуме в Джексон-Хоуле, глава ФРС вопреки ожиданиям инвесторов не раскрыл деталей сокращения QE. В результате американские фондовые индексы обновляют максимумы, а доллар слабеет

Российский рынок: Тактическое отступление

Рынок Украины: Сезонный спад

Рынок Казахстана: Откуп летней просадки

Рынок Узбекистана: Время получать дивиденды

Рынок Германии: Адаптация к новым высотам

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



Содержание:

Рынок США. Пауэлл вернул инвесторам оптимизм.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Пора активировать драйверы роста.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 31 августа.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. Netflix. Ставка на бенефициара пандемии.....	11-12
Оptionная идея. IRON CONDOR ON DG.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. Freshworks. Свежее SaaS-решение.....	15
Российский рынок. Тактическое отступление.....	16-18
Инвестиционная идея. ЛУКОЙЛ. Актив на все случаи жизни.....	19-20
Рынок Украины. Сезонный спад.....	21-22
Рынок Казахстана. Откуп летней просадки.....	23-24
Инвестиционная идея. Kaspi.kz. Инвестируем в перспективный финтех.....	25
Рынок Узбекистана. Время получать дивиденды.....	26-27
Рынок Германии. Адаптация к новым высотам.....	28-29
Среднесрочная идея. Borussia Dortmund. Трибуны возвращаются в игру.....	30
Новости ИК «Фридом Финанс».....	31
Контакты.....	32



Фондовый рынок США

Пауэлл вернул инвесторам оптимизм

Выступая на симпозиуме в Джексон-Хоуле, глава ФРС вопреки ожиданиям инвесторов не раскрыл деталей сокращения QE. В результате американские фондовые индексы обновляют максимумы, а доллар слабеет



Новости одной строкой:

18.08.2021 Рейтинг одобрения деятельности президента Байдена обвалился до 46% на фоне событий в Афганистане

23.08.2021 Вакцина Pfizer-BioNTech от COVID-19 получила полное одобрение американского FDA

27.08.2021 Потребительская инфляция PCE, один из ориентиров ФРС, за июль ускорилась до 4,2% г/г

27.08.2021 Председатель ФРС не обозначил параметры и сроки сокращения QE на симпозиуме в Джексон-Хоуле

По состоянию на 31.08.2021

Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	0,80%	2,98%
QQQ	Индекс NASDAQ100	1,49%	4,22%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,05%	1,27%
UUP	Доллар	-0,24%	0,48%
FXE	Евро	0,42%	-0,54%
XLF	Финансовый сектор	0,44%	5,15%
XLE	Энергетический сектор	0,00%	-2,00%
XLI	Промышленный сектор	0,50%	1,11%
XLK	Технологический сектор	0,82%	3,56%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-0,06%	3,90%
XLV	Сектор здравоохранения	-0,35%	2,32%
SLV	Серебро	0,27%	-6,31%
GLD	Золото	0,62%	-0,08%
UNG	Газ	12,07%	11,34%
USO	Нефть	1,41%	-5,17%
VXX	Индекс страха	-4,57%	-15,62%
EWJ	Япония	0,38%	1,92%
EWU	Великобритания	0,15%	0,67%
EWG	Германия	-0,11%	1,25%
EWQ	Франция	1,07%	0,86%
EWI	Италия	0,18%	1,42%
GREK	Греция	3,16%	4,98%
EEM	Страны БРИК	1,98%	1,57%
EWZ	Бразилия	0,30%	-2,67%
RSX	Россия	0,34%	1,77%
INDA	Индия	4,20%	8,75%
FXI	Китай	0,34%	0,99%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (18.08.2021 – 27.08.2021)



18.08.2021

Рейтинг одобрения действий президента США за неделю обрушился с 53% до 46% после захвата власти в Афганистане террористическим движением «Талибан», запрещенным в РФ



23.08.2021

Вакцина Pfizer-BioNTech от COVID-19 была полностью одобрена FDA, что должно активизировать прививочную кампанию. В сентябре ожидается аналогичное решение по вакцине Moderna



27.08.2021

Индекс потребительских цен ПСЕ в июле повысился с 4,1% до 4,2%. Рост цен месяц к месяцу замедлился с 0,53% до 0,41%



19.08.2021

Microsoft (MSFT) с 1 марта 2022 года повысит цены на ряд продуктовых планов в сегменте коммерческих офисных SaaS-продуктов Office 365 в диапазоне 9-25%



24.08.2021

Walmart (WMT) в конце года запустит службу доставки с использованием беспилотных автомобилей и дронов. Сервис предназначен как для самого ретейлера, так и для других продавцов



27.08.2021

Выступление Джерома Пауэлла на симпозиуме в Джексон-Хоуле вернуло позитив на рынки. Глава ФРС не обозначил параметры сокращения QE, хотя допустил, что этот процесс может начаться к концу года



Самое главное

Пора активировать драйверы роста

В прошедшую пятницу, 27 августа, произошло самое ожидаемое событие с участием ФРС – состоялся ежегодный симпозиум финансистов в Джексон-Хоуле. Инвесторы ожидали, что, выступая на нем, Джером Пауэлл даст точные ориентиры относительно сроков начала сворачивания покупки активов. На мой взгляд, председатель совета управляющих ФРС проделал отличную работу, пройдя по тонкой линии между опасениями инвесторов по поводу ужесточения монетарной политики и начала охлаждения экономики.

Важная часть текущей стратегии регулятора – это forward guidance, то есть понятное объяснение монетарной политики всем участникам рынка. Следование этому курсу приводит к тому, что рыночные ожидания формируются задолго до наступления события, а изменения этих ожиданий происходят плавно. Это минимизирует волатильность, а также позитивно влияет на рынки акций и облигаций. Именно поэтому я не ожидаю повторения в базовом сценарии taper tantrum 2013 года – резкого роста ставок по облигациям на фоне сокращения их покупок регулятором. Более того, позитивный спред доходностей в «десятилетках» по отношению к американским гособлигациям демонстрируют только бонды Южной Кореи, Сингапура и Польши. Однако долговые рынки этих стран несравнимы с американским, поэтому спрос на трежерис остается высоким. Это сохраняет среднесрочную привлекательность инвестиций в технологический сектор, поскольку будущие доходы его представителей дисконтируются по более низкой ставке, а доходность десятилетних облигаций США служит одним из компонентов этого дисконтирования.

В результате на фондовом рынке остается два риска – снижение темпов восстановления экономики и более сильное, чем прогнозировалось, замедление роста корпоративной выручки и прибыли. Реализация первого из этих рисков приведет к

Тимур Турлов,
глава инвестиционного
комитета ИК «Фридом Финанс»



угасанию инфляции, что позитивно скажется на котировках акций в США, поскольку подтвердится установка Федрезерва о временном характере роста цен. В то же время есть немалая вероятность, что при снижении темпов восстановления экономики в целом замедлится и восстановление рынка труда. Джером Пауэлл в этой связи указывает, что среди безработных есть те, кто не спешит трудоустроиться, опасаясь заразиться коронавирусом. При этом кое-кто по-прежнему получает более высокое пособие по безработице, чем была его зарплата до пандемии. Впрочем, у этой категории граждан такая «сладкая жизнь» закончится уже 5 сентября.

В результате часть трудоспособного населения снова выйдет на работу, а безработица пойдет на спад. Ее текущий уровень 5,4% соответствует показателю за второй квартал 2015 года. На тот момент с пика финансового кризиса прошло более шести лет, а рынок труда продолжал восстанавливаться, медленно, но верно приближаясь к полной занятости. Повторение этого процесса вполне вероятно и на этот раз. А более осторожные, чем в предыдущий период посткризисного восстановления, действия регулятора обеспечат фондовые площадки драйвером роста. Перспективы замедления корпоративных прибылей мы обсудили в предыдущем инвестиционном обзоре. Но, резюмируя, отмечу, что рыночные ожидания снижают этот риск, а исторические результаты американских компаний сигнализируют о том, что чаще всего им удается превосходить ожидания.

Отсутствие вероятных рисков позволяет утверждать, что мы стоим на пороге «бычьего» среднесрочного тренда, который продлится до конца года. Статистика за последние 10 лет подтверждает этот тезис: ноябрь – самый доходный месяц в году, а октябрь – четвертый по доходности. В итоге, даже вкладываясь в широкий рынок, до конца года инвестор сможет получить хорошую доходность.

Важные новости

18 августа были опубликованы результаты опроса, проведенного агентством Reuters и социологической службой Ipsos, свидетельствующие, что рейтинг одобрения действий президента США упал до 46% – минимума с момента прихода Байдена к власти. Снижение на 7 п.п. всего за неделю произошло из-за захвата власти в Афганистане движением «Талибан» (запрещенная в РФ террористическая организация).

23 августа вакцина Pfizer-BioNTech от COVID-19 получила полное одобрение Управления по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов США (FDA). Это решение регулятора способно активизировать прививочную кампанию и развеять сомнения населения относительно эффективности и безопасности вакцины. Полное одобрение аналога от Moderna ожидается в сентябре.

27 августа вышли июльские данные по индексу потребительских цен PCE, на который ориентируется ФРС при определении параметров денежно-кредитной политики. Показатель вырос на 4,2% год к году при консенсусе 4,1% после июньских 4%. Тем не менее рост цен в сопоставлении месяц к месяцу замедлился с 0,53% до 0,41%.

27 августа на симпозиуме в Джексон-Хоуле председатель ФРС Джером Пауэлл не обозначил параметры сокращения QE, хотя именно этого от его выступления ждали участники рынка. Глава регулятора отметил, что условия для сокращения объема покупки активов с точки зрения инфляции выполнены. Фокус внимания инвесторов смещается на состояние рынка труда, которое является одним из двух важнейших факторов, определяющих параметры программы количественного смягчения.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 между уровнями 4450 и 4600 пунктов

Актуальные тренды

Обзор на 31 августа

Глобальная картина

В последние две недели S&P 500 демонстрировал высокую волатильность, но в итоге сохранил склонность к росту. После достижения исторического максимума в середине августа произошла краткосрочная коррекция на 2,5%, которая была обусловлена опасениями по поводу роста заболеваемости штаммом COVID-19 «дельта» в США, ухудшением макроэкономических показателей и рисками, связанными с приближением сроков сворачивания монетарного стимулирования. Однако эти негативные факторы лишь временно снизили аппетит инвесторов к риску. От локальной низшей точки, достигнутой 19 августа, индекс S&P 500 отскочил уже на 3,5%. Поддержку рынку оказывают по-прежнему сильные перспективы роста прибыли компаний, масштабные программы обратного выкупа акций, совокупный объем которых находится на многолетнем максимуме, а также убежденность участников рынка в том, что монетарные решения ФРС будут носить предсказуемый характер. Значительную роль в снижении неопределенности сыграли комментарии Джерома Пауэлла на симпозиуме в Джексон-Хоуле. Еще одним позитивным фактором, подстегивающим активность «быков», являются признаки того, что заболеваемость COVID-19 в США достигла пиковых значений и в ближайшее время начнет снижаться. Уверенности инвесторов в скором улучшении эпидемической ситуации также способствует новость об окончательном одобрении вакцины от Pfizer-BioNTech. Опережающую динамику на фоне повышенного аппетита к риску продемонстрировали акции компаний малой капитализации: индекс Russell 2000 за последние пять торговых дней прибавил 5%, что стало лучшим недельным приростом начиная с марта.

Макроэкономическая статистика

Опубликованная в течение последних двух недель макростатистика носила преимущественно негативный характер. Объем розничных продаж в июле упал на 1,1% м/м (консенсус: -0,3%). Индекс деловой активности в производственном секторе от Markit снизился до четырехмесячного минимума, а аналогичный индекс по сфере услуг упал до минимума за восемь месяцев, отражая негативное влияние эпидемической ситуации на экономику. Впрочем, мы полагаем, что ухудшение макростатистики будет носить кратковременный характер. В настоящий момент в фокусе внимания инвесторов августовский отчет по занятости, который может повлиять на политику ФРС. Консенсус ожиданий предполагает, что темпы найма в последнем месяце лета замедлились по сравнению с июлем, а вне сельского хозяйства было создано около 750 тыс. рабочих мест. Уровень безработицы на этом фоне может снизиться с 5,4% до 5,2%. Кроме того, интерес инвесторов вызывают данные по динамике доли экономически активного населения, которая практически не меняется в течение года.

Монетарная политика ФРС

На прошедшей неделе состоялся ежегодный экономический симпозиум в Джексон-Хоуле, на котором председатель ФРС Джером Пауэлл предположил, что сокращение программы покупки активов (в настоящий момент составляет \$120 млрд в месяц) может начаться до конца текущего года. Впрочем, такой ориентир не стал сюрпризом для инвестсообщества. Более важную роль сыграл комментарий о том, что полное сворачивание программы QE в 2022 году автоматически не приведет к повышению ключевой ставки. Инвесторы оценили настрой главы монетарного регулятора как достаточно мягкий. ФРС продолжает демонстрировать взвешенный подход к проведению денежно-кредитной политики, который позволяет избежать резкого ужесточения финансовых условий для рынка.

Техническая картина

После тестирования уровня поддержки 4370 пунктов 19 августа котировки S&P 500 развили сильный отскок и продолжают уверенный подъем. Техническая картина по индексу широкого рынка указывает на сохранение потенциала роста, так как индикатор RSI пока не достиг зоны перекупленности, MACD находится на положительной территории, а разворотные фигуры и дивергенции не сформированы. Ближайшими целями для «быков» выступают уровни 4560 и 4600 пунктов. Ключевой поддержкой в настоящий момент выступает зона 4370–4400 пунктов: в случае ее нисходящего пробоя инициатива временно может перейти к «медведям». Впрочем, реализация такого сценария маловероятна.



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

VIACOMCBS

18.08.2021

ViacomCBS (VIAC) объявила о партнерстве с телекомгигантом Comcast (CMCSA) в сфере видеостриминга. Компании планируют совместно создать и запустить новый стриминг-сервис SkyShowtime в 2022 году в рамках совместного предприятия (СП) с равными инвестициями и совместным контролем.

Проект SkyShowtime объединит в себе тысячи развлекательных программ, фильмов и оригинальных сериалов из видеотек NBCUniversal, Sky и ViacomCBS, включая контент от Showtime, Nickelodeon, Paramount Pictures, Paramount+ Originals, Sky Studios, Universal Pictures и Peacock. Запуск нового сервиса ожидается в 2022 году, но он состоится лишь при условии одобрения регулирующими органами. Сервис будет доступен пользователям в Дании, Финляндии, Венгрии, Нидерландах, Испании, Норвегии, Швеции и ряде других стран – в общей сложности 90 млн домохозяйств, что дает представление о потенциальном объеме рынка. Полагаем, что при базе подписчиков в 9-10 млн СП сможет генерировать около \$850–950 млн выручки в год. Отмечаем, что на рынке Европы конкуренция среди стриминг-игроков слабее, чем в США, поэтому выбор региона для запуска вполне обоснован.

Ранее ViacomCBS уже объявила о том, что ее собственный стриминг-сервис Paramount+ будет запущен в Европе в партнерстве со Sky, европейским подразделением Comcast. В США Paramount+ начал работать 4 марта 2021 года, а в августе сервис стал доступен в Австралии и Новой Зеландии.

Мы позитивно оцениваем стратегическое партнерство ViacomCBS и Comcast, так как оно позволит обеим компаниям сохранить конкурентоспособность при дальнейшей консолидации индустрии. Целевая цена по акциям VIAC – \$60 за бумагу.



illumina®

18.08.2021

Компания **Illumina (ILMN)** объявила о закрытии сделки по приобретению своего спин-аута GRAIL, анонсированной в сентябре 2020 года. GRAIL специализируется на раннем выявлении множества видов рака. Ранее Еврокомиссия приостановила процедуру поглощения по причине антимонопольного расследования, в ходе которого уточнялись вопросы, связанные с возможностью ценового манипулирования, поскольку и Illumina, и GRAIL являются крупными игроками на рынке генетического секвенирования. Illumina пытается обойти это решение следующим образом: после поглощения GRAIL будет функционировать как отдельная компания, пока Еврокомиссия рассматривает правомерность соглашения с точки зрения антимонопольного законодательства. Сделка была проведена в срочном порядке из-за истечения сроков поглощения, оговоренных с GRAIL.

Важно отметить, что GRAIL не ведет бизнес в ЕС, поэтому менеджмент Illumina считает, что полномочия европейского регулятора не распространяются на заключаемое между компаниями соглашение. Суд ЕС рассмотрит юрисдикционный спор между Illumina и регулятором позднее в этом году. Выделив GRAIL на время разбирательства в отдельную структуру, Illumina сможет подчиниться любому окончательному решению суда без ущерба для своей деятельности. Однако такой шаг повышает регуляторные риски для компаний, поскольку Еврокомиссия может наложить штраф за нарушение Illumina требования дождаться окончательного решения комиссии. Величина штрафа может составить 10% от годовой выручки компании.

На данный момент нет никаких юридических препятствий для приобретения GRAIL в США, однако FTC может поддержать европейский регулятор и заблокировать сделку до окончания расследования. Пока американский регулятор не предпринимал никаких действий, но это могло быть связано с тем, что сделка уже была отложена Еврокомиссией. Illumina заявила, что намерена работать в рамках текущих правил FTC и подчиниться любому решению, которое будет принято в американских судах.

Рынок отреагировал на новость негативно: по итогам торгов 19 августа акции ILMN потеряли 7,88%, а некоторые аналитики понизили целевые цены по бумаге компании и пересмотрели рекомендации в сторону ухудшения.

Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



19.08.2021

Менеджмент **Microsoft (MSFT)** объявил о повышении цен на ряд продуктов Office 365 (облачный офисный пакет). С 1 марта 2022 года ряд решений в сегменте коммерческих офисных SaaS-продуктов Office 365 подорожает на 9–25%. Наиболее значительно повысятся цены на более бюджетные пакеты. Основным аргументом в пользу такого решения является тот факт, что тарифы оставались неизменными фактически с момента запуска сервисов в 2011 году. При этом с тех пор они получили ряд дополнительных функций.

По нашим оценкам, выручка направления Office 365 по итогам последних четырех кварталов составила \$26,89–30,25 млрд, или 16–18% от общих продаж компании. Мы ожидаем, что повышение цен обусловит увеличение чистой выручки подсегмента коммерческих офисных продуктов на 13,5%, или примерно на \$3,5 млрд, в течение двух лет. Это будет связано как непосредственно с повышением цен, так и с переходом пользователей на более дорогие тарифные планы.

Мы полагаем, что такое решение отражает крайне сильные позиции продуктов Microsoft на рынке, где компания занимает около 87% в денежном выражении (согласно оценкам Gartner). Как следствие, мы считаем, что офисная выручка (включая продукты on-premise) эмитента продолжит расти на 10–12% до 2025-го, а впоследствии темпы замедлятся. Интересно отметить, что, несмотря на повышение цен, стоимость решений MSFT в нижнем ценовом сегменте близка к уровню ее главного конкурента Google Workspace (базовый и стандартный тарифные планы для бизнеса у этих компаний отличаются не более чем на \$0,5), что отражает стремление Microsoft удерживать рыночную долю во всех нишах присутствия.

Полагаем, что чистое повышение операционной прибыли может составить около \$3,15 млрд, или примерно 90% от прироста выручки, что увеличит операционную маржу дополнительно на 0,3–0,4%. При этом во время конференс-колла по итогам 2-го квартала 2021 года менеджмент отмечал эффект невозобновляемых драйверов роста операционной маржи в течение последних 12 месяцев и указывал, что в условиях нормализации некоторых затрат компании будет сложнее наращивать маржу в текущем году.

Мы повышаем прогноз финансовых показателей эмитента и пересматриваем вверх целевую цену по акциям MSFT до \$286 за бумагу. Рекомендация – «держаться».



24.08.2021

Крупнейший американский ретейлер **Walmart (WMT)** объявил о запуске службы доставки GoLocal, которая, помимо самой компании, будет обслуживать также и других продавцов. По заявлениям менеджмента, проект начнет работу уже к концу 2021 года. В настоящий момент эмитент ведет подготовку парка беспилотных автомобилей и дронов, за счет которых планируется осуществлять доставку.

Руководство сообщило, что компания будет направлять в магазины продавцов контрактных работников из своей сети доставки Spark, запущенной в 2018 году, чтобы те забирали товары и затем привозили их клиентам. Планируется, что услуга будет предоставляться по принципу white label, то есть на средствах доставки не будет логотипа Walmart. Сама доставка будет осуществляться в течение двух часов. Предусмотрен также двухдневный вариант.

Важным моментом является то, что компания готова возить любой ассортимент – от хлеба из местных пекарен до автозапчастей. Walmart GoLocal позволяет настраивать сервис для продавцов всех размеров и категорий.

Всего за три года Walmart запустил и увеличил масштабы доставки и экспресс-доставки для своих клиентов до более чем 160 тыс. единиц товаров из более чем 3 тыс. торговых точек, охватив почти 70% населения США. В логистическую сеть ретейлера входят дроны, автономные транспортные средства и дарксторы. Таким образом Walmart стремится расширить свое влияние за пределы основного розничного бизнеса, что делает компанию конкурентом служб доставки Uber и DoorDash.

Walmart намерен диверсифицировать потоки доходов, защищая себя от потенциального спада розничных продаж за счет партнерства с другими предприятиями (в их числе много локальных игроков небольшого размера) в рамках логистических проектов. Кроме того, новое направление деятельности дает возможность представителям малого и среднего бизнеса пользоваться технологиями Walmart в сфере электронной коммерции, позволяющими покупателям приобретать товары онлайн и забирать их в магазинах.

Подобный подход к диверсификации доходов не уникален для американских ретейлеров. Главный конкурент Walmart – Amazon.com имеет свое подразделение облачных вычислений Amazon Web Services, изначально созданное для собственных нужд, а теперь предоставляющее услуги другим компаниям.

Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



28.08.2021

28 августа были опубликованы судебные материалы в рамках дела о недобросовестных методах ведения бизнеса компанией **Google (GOOGL)**. Согласно этим данным, в 2019 году магазин приложений Google Play обеспечил технологическому гиганту выручку и операционную прибыль в объеме \$11,2 млрд и \$7 млрд соответственно (6,9% и 20,4% консолидированных показателей за 2019-й).

Выручка сервиса складывается из 30%-й комиссии от доходов разработчиков, а также из поступлений от рекламы. Платформенная бизнес-модель подобного рода предполагает высокую операционную маржинальность, поэтому нас не удивляет, что в 2019 году этот показатель у Google Play составил 62%. Мы полагаем, что аналогичная метрика магазина приложений App Store на iOS может достигать 70–80%, что, в частности, совпадает с мнением эксперта Eric Games: он полагает, что в 2019-м этот показатель App Store составил 78%.

Поскольку выручку Google Play можно было оценить и ранее, используя данные по загрузке приложений, основную ценность для инвесторов представляет информация о прибыльности направления. Впрочем, данные за 2019 год уже нерелевантны, но их можно рассматривать в качестве отправной точки: за два года маржинальность почти наверняка увеличилась, но точно оценить ее не представляется возможным ввиду отсутствия необходимой детализации в официальной отчетности GOOGL.

Компания также сообщила, что в конце 2022 года возможно судебное разбирательство по вопросу о том, злоупотребляет ли она своей монополией на продажу приложений для устройств Android. Мы полагаем, что значительных рисков судебные разбирательства в США не несут, а вероятность давления этого фактора на показатели компании невелика, хотя судебный процесс может продлиться несколько лет.

Согласно консенсус-прогнозу, операционная прибыль корпорации в 2021 году может составить \$73 млрд, что более чем вдвое превышает результат 2019 года (\$34,2 млрд). Наша целевая цена по бумагам GOOGL – \$3100 за акцию.



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



9



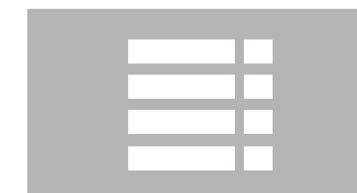
Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки

Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, млн \$	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал %	Рекомендация
NFLX	NETFLIX	Развлечения	250 589	2021-08-31	566,2	650,0	2022-08-31	15%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	564 485	2021-08-17	119,0	136,0	2022-08-17	14%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	17 426	2021-08-03	14,4	17,6	2022-08-03	22%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	34 213	2021-07-20	40,1	49,7	2022-07-20	24%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	9 199	2021-07-06	44,7	71,0	2022-07-06	59%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	25 283	2021-06-22	154,2	185,5	2022-06-17	20%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	327 047	2021-06-08	180,0	215,5	2022-06-03	20%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	24 187	2021-04-29	203,5	187,0	2022-04-24	-8%	Продавать
FANG	DIAMONDBACK ENERGY INC	Добыча нефти и газа	13 811	2021-08-03	76,3	102,8	2022-05-06	35%	Покупать
ENPH	ENPHASE ENERGY INC	Производство полупроводников	23 933	2021-06-08	177,8	173,7	2022-03-24	-2%	Продавать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	40 177	2021-04-08	211,8	290,0	2022-04-03	37%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	30 525	2021-06-08	101,5	134,0	2022-03-24	32%	Покупать
NLOK	NORTONLIFELOCK INC	Производство программного обеспечения	15 572	2021-07-23	26,8	30,6	2022-03-10	14%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	18 426	2021-03-01	158,1	226,0	2022-02-24	43%	Покупать
PFE	PFIZER INC	Производство фармацевтической продукции	262 169	2021-05-04	46,8	44,0	2022-04-29	-6%	Продавать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	5 789	2021-01-25	55,9	60,0	2022-01-20	7%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	12 031	2021-05-05	83,2	112,9	2022-04-30	36%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	13 882	2021-07-05	98,1	113,7	2022-04-21	16%	Покупать
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACH.	Услуги в сфере информационных технологий	124 562	2021-07-19	139,0	152,2	2022-03-24	10%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	22 858	2021-04-30	43,3	50,0	2022-04-25	15%	Покупать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	46 744	2021-04-30	232,6	245,0	2022-04-25	5%	Покупать
CSCO	CISCO SYS INC	Производство оборудования для связи	249 186	2021-06-08	59,1	55,2	2022-03-06	-7%	Продавать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	18 403	2021-03-29	113,0	120,0	2022-03-24	6%	Покупать
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	6 674	2021-05-10	120,0	125,0	2022-05-05	4%	Держать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	117 808	2021-04-23	74,5	75,0	2022-04-18	1%	Держать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	439 988	2021-02-02	162,3	290,0	2022-01-28	79%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	181 588	2021-04-30	58,6	62,0	2022-04-25	6%	Покупать
SLB	SCHLUMBERGER LTD	Нефтесервисные услуги	39 548	2021-07-23	28,3	33,0	2022-04-18	17%	Покупать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	44 684	2021-06-22	458,8	443,5	2022-03-24	-3%	Продавать
PPC	PILGRIMS PRIDE CORP	Производство продуктов питания	6 760	2021-03-29	27,7	24,0	2022-03-24	-13%	Продавать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	14 762	2021-05-05	41,6	48,0	2022-04-30	15%	Покупать
ASML	ASML HOLDING N V	Производство полупроводников	349 701	2021-04-26	839,6	490,0	2022-08-11	-42%	Продавать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	164 620	2021-04-28	145,9	172,5	2022-04-23	18%	Покупать
CRM	SALESFORCE COM INC	Производство программного обеспечения	257 426	2021-02-26	265,0	243,2	2022-02-21	-8%	Продавать
VZ	VERIZON COMMUNICATIONS INC	Услуги связи	226 754	2021-04-21	54,8	62,0	2022-04-16	13%	Покупать
DOCU	DOCUSIGN INC	Производство программного обеспечения	59 160	2021-03-29	303,6	150,1	2022-03-24	-51%	Продавать
PWR	QUANTA SVCS INC	Строительство и монтаж инженерного оборудования	14 390	2021-04-26	103,4	60,0	2022-04-21	-42%	Продавать
FB	FACEBOOK INC	Цифровые средства информации	1 073 249	2021-01-28	380,7	360,0	2022-01-23	-5%	Продавать
ZEN	ZENDESK INC	Производство программного обеспечения	14 767	2021-04-29	123,0	158,0	2022-04-24	28%	Покупать
BK	BANK NEW YORK MELLON CORP	Деятельность на рынках капитала	47 630	2021-04-16	55,2	75,0	2022-04-11	36%	Покупать

**Инвестиционный
обзор №231**
2 сентября 2021
www.ffin.ru



10



Инвестиционная идея

Netflix. Ставка на бенефициара пандемии

Бумаги Netflix – привлекательный инструмент для инвестиций в растущий сегмент цифровых развлечений

Тикер	NFLX
Цена акций на момент анализа	\$566,18
Текущая цена акций	\$566,18
Целевая цена акций	\$650,00
Текущий потенциал роста	14,80%
Текущая дивидендная доходность	0,0%

Netflix (NFLX) – крупнейший в мире стриминг-сервис, которым пользуется 209,2 млн подписчиков. Примерно 44% выручки компания генерирует в США и Канаде.

Netflix стал одним из бенефициаров пандемии COVID-19. За 2020 год база подписчиков продемонстрировала рекордный рост со 167,1 млн до 203,7 млн. Однако затем отмечалось замедление темпов расширения аудитории: за первое полугодие 2021-го она увеличилась лишь на 5,5 млн, что можно объяснить высокой базой 2020-го, поскольку во время острой фазы пандемии основная доля потенциальной аудитории уже стала подписчиками, а для привлечения новых зрителей компании требуется пополнение библиотеки контента. В настоящее время съемочный процесс идет в штатном режиме, но из-за приостановок в кинопроизводстве в 2020 году многие значимые релизы сериалов и фильмов были перенесены, что и оказало негативное влияние на темпы расширения аудитории. В результате бумаги компании уже больше года торгуются в широком диапазоне от \$460 до \$590. Однако, на наш взгляд, новую волну повышения котировок можно будет наблюдать уже осенью. Катализатором роста базы подписчиков и акций станут долгожданные релизы популяр-

ных сериалов, запланированные на ближайшие шесть месяцев. Так, уже 3 сентября состоится премьера первой части нового сезона «Бумажного дома», особенно популярного в Европе и испаноговорящих странах, а 17 сентября выйдет продолжение британского проекта «Сексуальное просвещение». Полагаем, что за счет этих релизов основной прирост аудитории Netflix в краткосрочной перспективе обеспечит европейский сегмент бизнеса.

По нашему мнению, консенсус ожиданий по увеличению количества подписчиков в третьем квартале на 3,8–3,9 млн выглядит излишне консервативным, поскольку это сезонно сильный период. За последние три года прирост аудитории в июле-сентябре в среднем достигал 5 млн. Если рассматривать соответствующий период 2018-2019-го, то этот показатель в среднем составит 6,5 млн.

В четвертом квартале 2021-го рост аудитории будет поддержан сезонными факторами и продолжением сериалов «Ты» и «Ведьмак». Кроме того, на стриминг-сервисе состоятся премьеры фильмов, характеризующихся высокими зрительскими ожиданиями. Среди них «Красное уведомление» с Райаном Рейнольдсом, Дуэйном Джонсоном и Галь Гадот в главных ролях, а также «Не смотри вверх» с участием Леонардо

Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.fff.ru



11



NETFLIX

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
NFLX	1,3%	2,3%	9,4%	12,6%	8,1%
S&P 500	0,4%	1,1%	3,0%	7,7%	29,1%
Russell 2000	(0,4%)	2,6%	1,8%	(0,1%)	43,6%
DJ Industrial Average	(0,2%)	0,2%	1,3%	2,5%	23,5%
NASDAQ Composite Index	0,9%	2,2%	4,0%	11,0%	30,5%



Инвестиционная идея

Ди Каприо и Дженнифер Лоуренс. Инвесторы рассчитывают, что компания сможет привлечь около 8,5 млн подписчиков за октябрь-декабрь. Таким образом, к концу 2021 года аудитория Netflix может превысить 221 млн. В последние несколько месяцев инвесторы активно обсуждают планы Netflix по разработке собственных мобильных игр. Согласно комментариям менеджмента, это направление будет включено в стоимость подписки, поэтому дополнительных доходов от данного сегмента пока не ожидается. Игры будут использоваться в основном для удержания аудитории, но мы не исключаем возможности их прямой монетизации в будущем. Резкий рост числа подписчиков в 2020-м привел к улучшению финансовых показателей стриминг-сервиса. В течение многих лет компания генерировала отрицательный свободный денежный поток (FCF) из-за инвестиций в съемки и покупку контента, что вынуждало Netflix выпускать облигации. Однако в прошлом году ситуация резко улучшилась. По итогам 2021-го ожидается околонулевой FCF,

а начиная с 2022 года он будет устойчиво положительным и потребность компании в дополнительном заемном финансировании отпадет. Более того, по итогам первого квартала 2021-го менеджмент объявил о запуске программы обратного выкупа акций на \$5 млрд. По словам руководства Netflix, аудитория сервиса продолжает демонстрировать высокую вовлеченность. Отток пользователей сохраняется на низком уровне, несмотря на недавнее повышение стоимости подписки в ряде стран. Спрос на стриминг-сервисы остается очень сильным, что подтверждают представители Disney+, HBO Max, Paramount+ и других конкурентов Netflix. На наш взгляд, в течение следующих нескольких лет сразу у ряда крупных игроков сектора будет возможность стабильно развиваться, следуя параллельными курсами, так как домохозяйства в среднем склонны приобретать одновременно от двух до четырех подписок на разные стриминг-сервисы. Целевая цена по акциям NFLX на горизонте года – \$650 за бумагу.

Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



Финансовые показатели, \$ млн	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	15 794	20 156	24 996	29 650	33 908	38 897	44 110	49 793	55 769
Основные расходы	9 968	12 440	15 276	17 938	20 345	23 144	26 025	29 129	32 346
Валовая прибыль	5 827	7 716	9 720	11 712	13 563	15 753	18 085	20 664	23 423
SG&A	4 222	5 112	5 134	5 634	6 069	6 535	6 925	7 768	8 644
EBITDA	9 262	11 924	15 508	17 921	20 843	23 942	27 162	30 330	34 155
Амортизация	7 656	9 320	10 923	11 843	13 350	14 723	16 002	17 433	19 377
EBIT	1 605	2 604	4 585	6 078	7 494	9 219	11 160	12 896	14 779
Процентные выплаты (доходы)	420	626	767	731	720	720	720	720	720
EBT	1 226	2 062	3 199	5 348	6 773	8 498	10 439	12 176	14 058
Налоги	15	195	438	1 123	1 422	1 785	2 192	2 557	2 952
Чистая прибыль	1 211	1 867	2 761	4 225	5 351	6 714	8 247	9 619	11 106
Diluted EPS	\$2,68	\$4,13	\$6,08	\$9,24	\$11,64	\$14,51	\$17,72	\$20,54	\$23,57
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-

NETFLIX

Анализ коэффициентов	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Маржинальность, в %	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	30%	32%	29%	27%	25%	23%	21%	Валовая маржа	37%	38%	39%	40%	40%	41%	41%	42%	42%
ROA	8%	10%	12%	13%	14%	14%	14%	Маржа по EBITDA	59%	59%	62%	60%	61%	62%	62%	61%	61%
ROCE	16%	18%	20%	21%	21%	21%	20%	Маржа по чистой прибыли	8%	9%	11%	14%	16%	17%	19%	19%	20%
Выручка/Активы (x)	0,64x	0,68x	0,69x	0,69x	0,68x	0,66x	0,64x										
Козф. покрытия процентов (x)	5,97x	8,32x	10,40x	12,80x	15,49x	17,90x	20,51x										



Опционная идея

IRON CONDOR ON DG

Инвестиционный тезис

Dollar General Corporation (DG: NYSE) – американская сеть недорогих универсальных магазинов, торгующая товарами повседневного спроса. Главный офис компании находится в Гудлетсвилле, штат Теннесси. На начало 2021 года ритейлер был представлен более чем 17 тыс. магазинами почти во всех штатах США. В последние годы стратегия корпорации заключается в создании автономных магазинов в пределах нескольких городских блоков, где нет других пунктов розничной торговли. В Северной Америке сеть генерирует 100% выручки. За второй квартал текущего года прибыль и выручка компании оказались немного выше прогнозов. В то же время руководство Dollar General снизило прогноз прибыли, объяснив это решение инфляционным давлением из-за роста расходов на транспортировку и фрахт. Модель бизнеса компании оцениваем как успешную, так как у сети есть конкурентное преимущество перед другими ритейлерами. В этой связи считаем, что глубокой коррекции в акциях DG не будет. Отметим, что в распоряжении компании \$1 млрд, предназначенных для проведения обратного выкупа. Мы ожидаем, что акции DG не выйдут из диапазона \$210–240 до 15 октября 2021 года.

Управление позицией

Если в день экспирации 15.10.2021 цена базового актива будет между проданными опционами колл и пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$205. В случае если цена базового актива окажется в пределах \$200–210 или \$240–250, убыток будет варьироваться. При этом необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) DG для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет выше купленного опциона колл или ниже купленного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$795.

Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



Идея с повышенным инвестиционным риском

Параметры сделки

Продажа	Bear Iron Condor on DG
Страйки	Long Call \$250; Short Call \$240; Long Put \$200; Short Put \$210
Покупка	+DG^BAF250;+DG*BAF200
Продажа	+DG^BAF240;+DG*BAF210
Дата экспирации	15 октября 2021 г.
Маржинальное обеспечение	\$1000
Максимальная прибыль	\$205
Максимальный убыток	\$795,0
Ожидаемая прибыль	21%
Точка безубыточности	\$242,05 \$197,95

Инвестиционный обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



Стратегия	Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и Инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность				
							Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М	
Bear Iron Condor	DG	Покупать	Call@\$250	20211015	0,575	\$(205,00)	0,080	0,009	0,145	-0,025	19,51%	17,64%	14,82%	21,58%	21,87%	
		Продавать	Call@\$240	20211015	1,650		0,196	0,018	0,212	-0,044						18,83%
		Покупать	Put@\$200	20211015	0,925		-0,090	0,008	0,139	-0,034						25,12%
		Продавать	Put@\$210	20211015	1,900		-0,181	0,014	0,230	-0,049						22,26%

Apeel Sciences

Стартап Apeel Sciences, разработавший специальную оболочку, которая позволяет сохранять продукты свежими дольше, чем обычно, привлек \$250 млн в рамках нового раунда финансирования. Средства будут направлены на дальнейшую экспансию Apeel в континентальной Европе, США и Великобритании, а также на развитие проектов по снижению объема пищевых отходов. Основная разработка компании – съедобная и не имеющая вкуса оболочка из растительного сырья, которая увеличивает сроки хранения продуктов и тем самым позволяет снизить количество пищевых отходов (в настоящее время, по оценкам Министерства сельского хозяйства США, около 30–40% продуктов питания идет на выброс). С 2019 года стартап Apeel предотвратил утилизацию 42 млн фруктов и овощей в магазинах; в частности, компании удалось сократить пищевые отходы от авокадо на 50%. Этот проект позволил сэкономить почти 4,7 млрд л воды. К настоящему моменту стартап совокупно привлек более \$635 млн, а его рыночная оценка достигает \$2 млрд.



ICON

Стройтех-стартап ICON привлек \$207 млн в инвестраунде серии B. Компания планирует потратить эти средства на расширение деятельности по строительству домов, напечатанных на 3D-принтере. ICON является разработчиком передовых строительных технологий, включая робототехнику, программное обеспечение и строительные материалы. В портфеле компании такие проекты, как возведение частных домов для бездомных с помощью 3D-печати, а также разработка строительных систем для создания инфраструктуры и среды обитания на Луне и Марсе совместно с NASA. Кроме того, ICON создала самое большое сооружение в Северной Америке, напечатанное на 3D-принтере, – казарму для военного департамента Техаса. С момента основания в 2017 году стартап построил в США и Мексике более двух десятков зданий, напечатанных на 3D-принтере. На основной рынок жилья ICON начала проникать в начале 2021 года, выставив на продажу первые четыре дома, напечатанные на 3D-принтере. Этот проект был сделан в Остине, штат Техас, в партнерстве с застройщиком 3Strands. За последние 12 месяцев выручка компании выросла на значительные 400% г/г.



OPay

SoftBank возглавил очередной инвестраунд нигерийской финтех-компании OPay, в рамках которого было привлечено \$400 млн. В настоящий момент капитализация стартапа превышает \$2 млрд, а ежемесячный объем транзакций составляет более \$3 млрд. Благодаря привлеченным средствам компания планирует расширение в ближневосточном и африканском регионах, включая Египет и Нигерию. Последняя из упомянутых стран является самой густонаселенной в Африке. При этом основная часть нигерийцев не имеет доступа к банковским услугам. Как следствие, финтех является наиболее многообещающим цифровым сектором в стране. Ранее стартап предоставлял клиентам широкий спектр услуг (от мобильной связи и логистики до электронной коммерции), но позднее сосредоточился на финтех-направлении и сейчас специализируется на услугах мобильного банкинга. Изменение бизнес-модели позволило компании продемонстрировать экспоненциальный рост: в настоящее время клиенты из Нигерии отправляют и получают деньги, а также оплачивают счета благодаря широкой агентской сети OPay (7 тыс. агентов). С момента запуска в 2018 году пользовательская база стартапа в Африке увеличилась до 160 млн.



Nuvemshop

После привлечения \$500 млн в рамках последнего раунда финансирования бразильская платформа электронной коммерции Nuvemshop из Сан-Паулу получила статус «единорога»: в настоящий момент компания оценивается в \$3,1 млрд, при этом объем инвестиций в стартап за последние десять месяцев превысил \$620 млн. Nuvemshop предоставляет предпринимателям возможность создавать и развивать онлайн-бизнес. Платформа обслуживает более 90 тыс. продавцов в Бразилии, Мексике и Аргентине, начиная от новичков, работающих напрямую с потребителями по модели D2C, и заканчивая такими брендами, как PlayMobil, Billabong, Colombraro, Zaira Beauty. Латинская Америка – это 650 млн потребителей и самый быстрорастущий рынок электронной коммерции в мире, что дает Nuvemshop отличную возможность для дальнейшего развития. За счет средств, привлеченных в последнем инвестраунде, компания планирует расширить свою деятельность в Колумбии, Чили и Перу.



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



IPO Freshworks

Свежее SaaS-решение

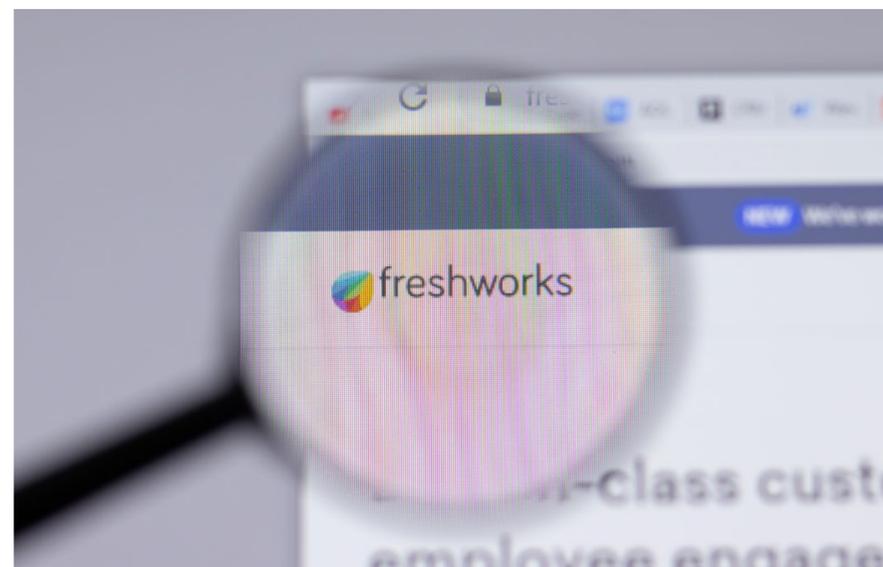
27 августа заявку на IPO подала компания Freshworks, занимающаяся разработкой ПО, обеспечивающего эффективное взаимодействие как с клиентами, так и с сотрудниками внутри организации. Андеррайтеры размещения – Morgan Stanley, JP Morgan, BofA Securities, Jefferies, Barclays

Чем интересна компания?

1. О компании. Freshworks была основана в 2010 году в Индии под названием Freshdesk, после чего штаб-квартира компании мигрировала в США, поскольку клиентская база стартапа была преимущественно сосредоточена в этой стране. Изначально организация специализировалась на разработке программного обеспечения для службы поддержки клиентов. В 2017 году было принято решение изменить название на Freshworks, поскольку компания начала расширять ассортиментную линейку и на текущий момент предлагает набор продуктов, позволяющих организациям эффективнее взаимодействовать с клиентами. В число решений Freshwork входит платформа для обмена сообщениями, чат-бот на базе искусственного интеллекта для поддержки клиентов, а также приложения для колл-центров, позволяющие сократить время ожидания ответа оператора. Решения Freshworks также позволяют автоматизировать рутинные, повторяющиеся задачи, включая различные HR-функции, такие как прием на работу и отслеживание изменений в данных о сотрудниках. Платформу разработчика используют 52,5 тыс. компаний, среди которых есть и крупные организации (например, Cisco и General Electric). Всего Freshworks привлекла \$484 млн от таких финансовых организаций, как CapitalG LP, Tiger Global PIP, Sequoia Capital Global Growth Fund III и Accel India III.

2. В последний раз компания была оценена в \$3,5 млрд, а на IPO ее рыночная капитализация может составить \$10 млрд.

3. Финансовые показатели. В 2020 году выручка Freshworks увеличилась на 45%, а за первое полугодие 2021-го ее рост ускорился до 53%. При этом EBIT-маржа повысилась с -17% в 2019 году до -5% по итогам шести месяцев 2021-го. По состоянию на конец 2-го квартала текущего года денежные средства на балансе разработчика составляли \$240,617 млн при нулевом долге.



Обзор перед IPO

Эмитент:	Freshworks
Тикер:	FRSH
Биржа:	NASDAQ
Диапазон на IPO:	\$-
Объем к размещению:	\$100 млн
Андеррайтеры:	Morgan Stanley, JP Morgan, BofA Securities, Jefferies, Barclays



Российский рынок

Тактическое отступление

В первой половине сентября на отечественных фондовых площадках вероятно возобновление нисходящей коррекции

Индекс Мосбиржи по итогам недели вырос на 1,4%. Ввиду усиления спроса на рубль подорожал к доллару на 1,3%, но практически не изменился по отношению к евро.

В преддверии симпозиума финансистов в Джексон-Хоуле 27 августа активность покупок снизилась. Выступление главы ФРС Джерома Пауэлла поддержало рынки, так как он признал, что преждевременное сворачивание стимулирующих программ нецелесообразно. На этом фоне ухудшения ситуации с ликвидностью на рынках не ожидается. Ведущие центробанки мира продолжают обеспечивать эластичность спроса на фондовых площадках за счет большого объема предложения денежных ресурсов. В частности, ФРБ Нью-Йорка продолжает ежедневно проводить операции репо с американскими банками и зарубежными ЦБ.

Результаты российских компаний за первое полугодие в основном оказались лучше общерыночных прогнозов. В этой связи мы видим основания для повышения базовой оценки среднего роста чистой прибыли российских эмитентов на 2021 год с 30% до 40%. Макростатистика улучшилась под влиянием сезонных факторов и отложенного эффекта стимулирующей политики ЦБ в 2020 году. Мы прогнозируем ускорение роста ВВП по итогам года до 4%. В то же время в последнем обзоре МВФ констатирует усиление социально-политической напряженности, которая создает риски для роста мировой экономики, что создает поддержку для акций «качества». Политика ослабления активности вложений в риск для сдерживания инфляционных угроз по-прежнему актуальна для финансовых властей ведущих стран.

Ожидаем

При повышенных рисках прогноза рассчитываем на возобновление коррекции на российском фондовом рынке до середины сентября. Также ожидаем ослабление рубля к доллару США и евро. Лучше рынка будут торговаться бумаги представителей химической и нефтехимической отраслей, металлургических и добычных компаний, финансового и потребительского секторов. Аутсайдерами могут стать компании из электроэнергетической и телекоммуникационной отраслей. Ориентир для пары USD/RUB: диапазон 73,45-74,90.

Наша стратегия

Делаем ставку на защитные активы, способные продемонстрировать активный рост и в периоды снижения рисков.



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



Ключевые индикаторы по рынку

Акция	Значение на 16.08.2021	Значение на 31.08.2021	Изменение
MOEX	3 891	3 918	0,69%
PTC	1 672	1 684	0,72%
Золото	1 785	1 817	1,79%
Brent	69,92	71,51	2,27%
EUR/RUB	86,32	86,48	0,18%
USD/RUB	73,28	73,24	-0,05%
EUR/USD	1,1779	1,181	0,26%

Индекс Мосбиржи



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



16



Российский рынок в августе консолидировался. Оттолкнувшись от поддержки на уровне 3830 пунктов, индекс Мосбиржи приблизился к зоне сопротивления в районе 3940 пунктов. Пара USD/RUB торговалась в диапазоне 73,5-74,25.

Российский рынок

Основные новости



НМТП отчитался за первое полугодие по российским стандартам бухучета. Выручка компании увеличилась на 1,6% г/г, до 12,2 млрд руб., чистая прибыль выросла в 1,9 раза по сравнению с прошлогодним результатом и достигла 12,8 млрд руб. Отмеченная в первом квартале тенденция к превышению прибылью НМТП общерыночных ожиданий активно развивается.



Абонентская база **МТС** в России во втором квартале 2021 года выросла до 78,6 млн и вернулась на докризисный уровень. Средний минимальный тариф на услуги сотовой связи в России в первом полугодии увеличился на 16%, до 326 руб. в месяц. Это предопределило рост квартальной выручки МТС на высокие для средне- и долгосрочного периода 9,2% г/г. Чистая прибыль за апрель-июнь превысила 17 млрд руб. Компания увеличила прогноз выручки на текущий год с «не менее 4%» до «высокого, выражаемого однозначным числом показателя».



Выручка и чистая прибыль группы **Черкизово** по МСФО во втором квартале составили рекордные 39,77 млрд и 6,7 млрд руб. Компания планирует вложить более 80 млрд руб. в расширение своих мощностей по производству продукции из свинины и мяса птицы. Это обеспечит рост активов приблизительно на 50%, а соотношение между чистым долгом и EBITDA в период инвестиций поднимется выше 3х. На фоне активизации продаж рынок воспринял подобные масштабные планы настороженно.



Чистая выручка и чистая прибыль **Мосбиржи** за второй квартал поднялись на 2,1% и 9,7% г/г, до 13,20 млрд и 6,96 млрд руб. соответственно. Эти результаты совпали с консенсус-прогнозом. В то же время с учетом роста оборота торгов на 15% г/г эти прогнозы выглядели сравнительно консервативными. Отчет за первое полугодие не формирует потенциала для позитивной переоценки справедливой стоимости бумаг Мосбиржи. Однако стабильность доходов вне зависимости от рыночных шоков обеспечила ее бумагам статус защитного актива.



«Дочка» **АФК Система** Sitronics Group приобрела 71,06% производителя микроспутников «Спутник». На эту новость рынок отреагировал положительно. В условиях приближения периода сворачивания стимулирующих программ ФРС и рисков сокращения ликвидности АФК может активизировать вывод своих активов на IPO.



Наблюдательный совет **Алросы** рекомендовал выплатить в виде дивиденда за первое полугодие текущего года 8,79 руб. на акцию. В случае утверждения этой рекомендации оценку справедливой стоимости компании можно повысить на 8-13%.



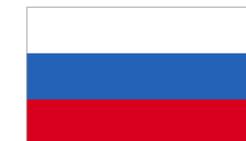
Чистая прибыль **Petropavlovsk** с учетом доли миноритариев в первом полугодии существенно превысила свои среднесрочные трендовые значения, достигнув \$49,9 млн. Одна из ключевых причин этого результата – снижение расходов на обслуживание долга.



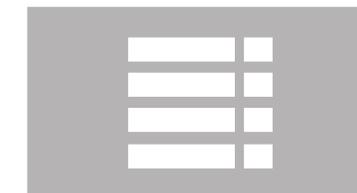
Акция	Значение на 16.08.2021	Значение на 31.08.2021	Изменение, %
-------	------------------------	------------------------	--------------

Фонды			
FINEX CHINA UCITS ETF	3228	3269,5	1,29%
FINEX GERMANY UCITS ETF	3145,5	3119	-0,84%
FinEx Gold ETF USD	881,2	895,8	1,66%
FinEx USA IT UCITS ETF	11361	11774	3,64%
FinEx FFIN KZT UCITS ETF	279	281	0,72%
FinEx CASH EQUIVALENTS ETF	1688,4	1691,8	0,20%
FinEx Rus Eurobonds ETF (RUB)	1899	1907	0,42%
FinEx RTS UCITS ETF USD	4240,5	4261	0,48%
FinEx Rus Eurobonds ETF	952,8	951,2	-0,17%
FinEx RUB GLOBAL EQUITY UC ETF	1,2928	1,2952	0,19%
FinEx USD CASH EQUIVALENTS ETF	745,1	744,7	-0,05%
FinEx USA UCITS ETF	6009	6104	1,58%
БПИФ Фридом-Лидеры технологий	2278	2422	6,32%
ITI FUNDS RUSSIA-FOCUSED USD	2165	2168,5	0,16%
ITI FUNDS RTS EQUITY ETF	2887,5	2573,5	-10,87%
БПИФ Сбер Индекс Еврооблигаций	1275,8	1274,4	-0,11%
БПИФ Сбербанк Индекс Мосбиржи	19,612	19,726	0,58%
Сбер Рублевые Корп Облигации	11,304	11,322	0,16%
БПИФ Сбербанк - Эс энд Пи 500	1733,6	1766	1,87%
БПИФ ТИнькофф Вечный Портф Руб	6,154	6,1775	0,38%
БПИФ ВТБ Акции компаний США	112,52	114,68	1,92%
БПИФ ВТБ Корпоративные облигации	122,22	122,76	0,44%
БПИФ ВТБ Акции разв-ся рынков	92,09	94,31	2,41%
БПИФ ВТБ Корп облигации США	81	81,5	0,62%
БПИФ ВТБ Ликвидность	1,07	1,0728	0,26%
БПИФ ВТБ Корп рос еврооблигац	101,96	101,92	-0,04%
БПИФ ВТБ-Индекс Мосбиржи	153,25	153,95	0,46%

Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



17



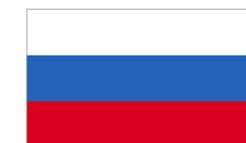
Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

Российский рынок

Акция	Значение на 16.08.2021	Значение на 31.08.2021	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1758	1723,8	-1,95%
НЛМК	250,86	247,52	-1,33%
ММК	68,1	73,71	8,24%
ГМК Норникель	24362	24046	-1,30%
Распадская	263,28	384	45,85%
Алроса	133,5	145,44	8,94%
Полюс	13382	13258	-0,93%
Мечел - ао	81,14	114,48	41,09%
Мечел - ап	143,7	236	64,23%
Русал	52	53,08	2,08%
Polymetal	1527,7	1473,3	-3,56%
Финансовый сектор			
Сбербанк-ао	329,16	327,5	-0,50%
Сбербанк-ап	304,49	308,38	1,28%
ВТБ	0,05238	0,05256	0,34%
АФК Система	29,455	30,373	3,12%
Мосбиржа	175,5	183,73	4,69%
Саффмар	453,8	443,2	-2,34%
TCS-гдр	7200	6450,8	-10,41%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	294,64	305,65	3,74%
НОВАТЭК	1771,2	1726,6	-2,52%
Роснефть	561,95	533,4	-5,08%
Сургут-ао	33,66	33,65	-0,03%
Сургут-ап	37,72	38,63	2,41%
ЛУКОЙЛ	6487,5	6278,5	-3,22%
Башнефть - ао	1415	1445	2,12%
Башнефть - ап	1086	1073	-1,20%
Газпром нефть	428,8	426,1	-0,63%
Татнефть - ао	497,2	485,7	-2,31%
Татнефть - ап	462,9	457,9	-1,08%

Акция	Значение на 16.08.2021	Значение на 31.08.2021	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,307	4,5985	6,77%
Русгидро	0,8305	0,8219	-1,04%
ОГК-2	0,6991	0,71	1,56%
Юнипро	2,832	2,816	-0,56%
ТГК-1	0,011624	0,01148	-1,24%
Энел	0,839	0,8574	2,19%
Мосэнерго	2,2125	2,5	12,99%
ФСК ЕЭС	0,19472	0,1964	0,86%
Россети - ао	1,2512	1,3102	4,72%
Потребительский сектор			
Магнит	5487	5534,5	0,87%
X 5	2436	2424	-0,49%
Лента	224,3	231,4	3,17%
Детский мир	137,9	138,56	0,48%
М.видео	641	624,9	-2,51%
OZON-адр	3852	3826	-0,67%
Fix Price	642,2	672,9	4,78%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	319,35	329,95	3,32%
Ростелеком - ао	94,36	94,38	0,02%
Ростелеком - ап	86,7	85,45	-1,44%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	66,86	69,44	3,86%
НМТП	7,515	8,04	6,99%
ДВМП	18	20,54	14,11%
GLTR-гдр	561	613,6	9,38%
Совкомфлот	86,3	88	1,97%

Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



18



Динамика котировок акций

Хуже рынка выглядели бумаги нефтегазового и финансового сегментов. В лидеры роста вышли акции представителей транспортной, металлургической и добычной отрасли, секторов химии и нефтехимии, электроэнергетики. Динамику значительно сильнее рынка продемонстрировали котировки Мечела.

Инвестиционная идея

ЛУКОЙЛ: актив на все случаи жизни

Таргет по обыкновенной акции ЛУКОЙЛа на конец первого полугодия 2022 года – 8214,46 руб.

ПАО «ЛУКОЙЛ»

Тикер	ЛКОН
Текущая цена акций	6439 руб.
Целевая цена акций	8214,46 руб.
Потенциал роста	27,57%
Стоп-аут	6183 руб.

Операционные показатели

В первом полугодии совокупная добыча ЛУКОЙЛа без учета проекта Западная Курна-2 составила 2,109 млн баррелей нефтяного эквивалента в сутки, снизившись на 2,1% г/г, а за второй квартал выросла на 4,2% г/г. Добыча жидких углеводородов без учета проекта Западная Курна-2 сократилась на 5% г/г, до 1 593 тыс. баррелей в сутки. Снижение объемов производства обусловлено необходимостью соблюдать условия соглашения ОПЕК+.

В то же время добычу газа в среднесуточном выражении компания нарастила на 7,7% г/г, до 15,9 млрд куб. м, за счет восстановления эксплуатации месторождений в Узбекистане. Производство нефтепродуктов составило 28,7 млн тонн, увеличившись на 1,1% г/г в среднесуточном выражении. Добыча нефти и газового конденсата на приоритетных для ЛУКОЙЛа месторождениях им. В. Виноградова, Имилорском, Средне-Назымском и Пякяхинском в январе-июне выросла на 7,3% г/г, до 2,2 млн тонн. Добыча высоковязкой нефти на Ярегском и Усинском месторождениях повысилась на 5,1% г/г, до 2,6 млн тонн, на месторождениях в Каспийском море показатель увеличился на 1,7% г/г, до 3,7 млн тонн.

Исходя из принятых на июльском заседании ОПЕК+ решений, ожидаем роста добычи нефти в РФ на 6% по итогам 2022 года, что обеспечит ее восстановление к уровню 2019 года. Принимая во внимание долгосрочную корреляцию операционных результатов ЛУКОЙЛа с динамикой широкого рынка, мы считаем, что для компании это транслируется в оценочный рост добычи на 4% в 2021-2022 годах и на 3% в среднем с 2023-го

по 2026 год. В периоды восстановления спроса в 2010-2013-м и 2017-2018 годах ЛУКОЙЛ увеличивал производство на 3% и 10% соответственно.

Финансовые результаты

Выручка ЛУКОЙЛа в первом полугодии составила 3949,3 млрд руб., EBITDA оказалась равна 655,3 млрд руб., а чистая прибыль, относящаяся к акционерам, достигла 347,2 млрд руб. при 2768,9 млрд, 393,9 млрд и 79,9 млрд руб. соответственно по итогам второго полугодия 2020-го. Улучшение финансовых показателей компании обусловлено стабилизацией ситуации на рынке, восстановлением спроса на нефть и нефтепродукты, ростом цен на энергоносители и увеличением добычи благодаря смягчению ограничений в рамках соглашения ОПЕК+.

Оценка капитальных вложений ЛУКОЙЛа на 2021 год повышена с 460–480 млрд до 470–490 млрд руб. без учета проекта Западная Курна-2. В 2019-м и 2020-м CAPEX составляли 450 млрд и 495 млрд руб. соответственно. Ориентир по ним на 2022 год – 500 млрд руб.

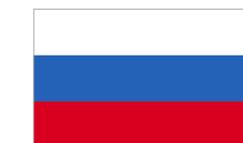
Наши прогнозы

Решение о продлении сделки ОПЕК+ до конца 2022 года позволяет ее участникам контролировать ситуацию на рынке. В соответствии с рыночной ситуацией параметры этой сделки будут и далее пересматриваться. На июльском заседании участники соглашения увеличили лимит добычи на 400 тыс. баррелей в сутки в августе, чтобы вернуть на рынок сокращенный с октября 2018 года на 5,8 млн баррелей в сутки объем к концу сентября 2022-го. Это решение соответствует

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



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



19





апрельским договоренностям по ограничению добычи и не предполагает поступления на рынок дополнительных объемов нефти.

Утвержденные ОПЕК+ темпы восстановления добычи с учетом повышения в мае ее референтных уровней и июльских прогнозов спроса / предложения нефти, сделанных картелем на 2022 год, приведут в следующем году к профициту в пределах 2–2,5 млн баррелей в сутки. Негативное влияние этого фактора на нефтяные цены нивелируется способностью ОПЕК поддерживать спрос на рынке и позитивным для сырья эффектом сворачивания монетарных стимулов вкуче с повышением спроса на риск. В то же время возрастет зависимость динамики цен на нефть от воздействия на них элементов нерыночного регулирования. В этой связи в ближайшие кварталы наиболее вероятно консолидация цен на нефть на уровне \$60–80 за баррель.

Оценочный дефицит на рынке до конца текущего года будет сохраняться в диапазоне 0,5–0,7 млн баррелей в сутки. Цену на нефть на 2021-й прогнозируем в \$75,5, в 2022-м – на уровне \$80 за баррель. Наш прогноз роста цен на нефть на период с 2022-го по 2026 год – 8% (6м/6м).

Повышение выручки ЛУКОЙЛа на этот период мы закладываем на среднем уровне 7% при +7% в 2010-2013 годах и +13% в 2017-2018-м. Соотношение

между свободным денежным потоком (FCF) и выручкой оцениваем в 5% против 6% и 9% за 2010–2013-й и 2017-2018-й соответственно.

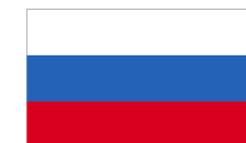
На дивиденды по размещенным акциям ЛУКОЙЛа за вычетом принадлежащих организациям группы направляется не менее 100% его скорректированного FCF. За 2020 год компания в совокупности выплатила в виде дивиденда 259 руб. на акцию.

Выручку ЛУКОЙЛа по итогам текущего года мы прогнозируем на уровне 8 411,9 млрд руб. при чистой прибыли 614,2 млрд и дивиденде в размере 644 руб. на акцию. Ожидаемый объем дивидендных выплат за 2021 год пока не учтен в нашей расчетной модели справедливой стоимости эмитента.

Компания недооценена к российским аналогам по финансовым мультипликаторам, однако с точки зрения соотношения оценок операционных мультипликаторов и статистики запасов выглядит несколько перекупленной. Бумаги ЛУКОЙЛа обладают защитными свойствами и одновременно способны активно отыгрывать рост широкого рынка.

С учетом представленных средне- и долгосрочных оценок и расчетов справедливую стоимость обыкновенной акции ЛУКОЙЛа на конец первого полугодия 2022 года устанавливаем на отметке 8214,46 руб.

Инвестиционный обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru

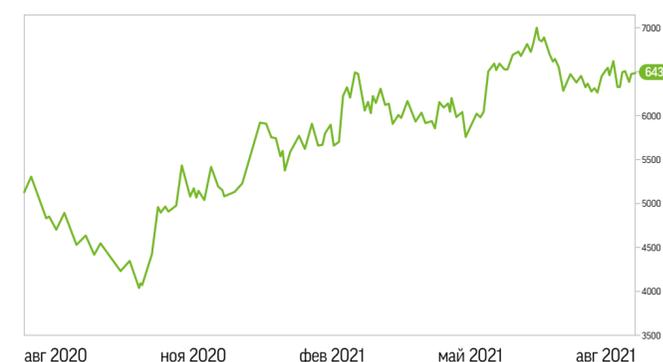


Финансовые показатели	2019	2020	2021	2022
Выручка, млн руб.	7 415 483,00	5 195 101,00	8 411 977,50	9 050 267,60
ЕБИТДА, млн руб.	1 251 446,00	691 519,00	1 345 916,40	1 357 540,14
Чистый доход, млн руб.	640 178,00	15 175,00	614 253,47	633 518,73
Доход на акцию	923,96	21,90	886,54	914,35
Операционная маржинальность	17%	13%	16%	15%
Чистая маржа	9%	0,3%	7%	7%

	Current	Market's Median
EV/Revenue	0,67	1,35
EV/EBITDA	4,27	5,57
P/E	9,54	9,74
P/Revenue	0,66	0,88
P/CF	4,90	4,56
P/FCF	10,03	12,05
EV to Daily Production	1741,8	1635,1
EV to Total Reserves	239,7	192,3

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
LKOH:RX	0,09%	-0,48%	2,50%	7,37%	28,99%
IMOEX	1,06%	1,17%	4,16%	5,56%	32,44%
RTS	1,23%	2,11%	3,63%	5,46%	33,86%
Russell 2000	0,11%	2,61%	2,14%	-0,13%	43,57%
S&P 500	0,08%	1,10%	3,17%	7,72%	29,10%
NASDAQ Composite	0,90%	2,16%	4,08%	11,03%	30,53%

	1Q2021	Q12022
Долг к активам	0,2	0,1
Долг к акционерному капиталу	0,3	0,2
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,2	0,2
Текущая ликвидность	1,4	80,8
Быстрая ликвидность	0,88	0,78
Коэффициент Альтмана	3,2	3,8



Рынок Украины

Сезонный спад

Снижение котировок украинских эмитентов обусловлено низкой активностью «быков» в отсутствие драйверов для покупок

Ведущий индекс украинского фондового рынка **UX** за прошедшие две недели потерял **2,93%** под влиянием негативной динамики всех входящих в него акций за исключением Турбоатома, котировки которого выросли на **9,46%**. Особенно значительным падением отметились бумаги Донбассэнерго (-21,05%), что мы связываем с отсутствием ликвидности в биржевом стакане по инструменту. Также на **UX** просели в цене акции МНР S.E. (-1,75%), в то время как на Лондонской бирже (LSE) за тот же период стоимость бумаг не изменилась. Котировки Ferrexpo на LSE продолжили снижение (-1,88%). Как следствие, мы рекомендуем рассмотреть возможность частичного закрытия длинной позиции по этой бумаге с фиксацией прибыли.

Укравтодор привлек пятилетний синдицированный кредит от шести банков на общую сумму \$376 млн для финансирования программы «Большое строительство». Ставка по займу составляет 4,9% годовых в иностранной валюте, банком-координатором, который будет вести работу по обслуживанию кредита с заемщиком напрямую, выбран Укрэксимбанк, предоставивший

\$165 млн. В финансировании проекта также приняли участие Ощадбанк (\$150 млн), Укргазбанк (\$50 млн), Банк Кредит Днепр (\$13 млн), ПУМБ (\$10 млн), ТАСКОМБАНК (\$14 млн).

Напомним, что в июне Укравтодор уже привлекал долговые средства, разместив выпуск еврооблигаций (XS2357277149) на \$700 млн с погашением 24 июня 2028 года и ставкой купона 6,25%. По состоянию на 31.08.2021 данные бумаги торговались с доходностью 6,47%. Премия к государственным еврооблигациям Украины со схожей дюрацией составляет 0,4 п.п.

Пара UAH/USD в прошедшие две недели вплотную приблизилась к целевой отметке 26,5, после чего гривна откатилась к 26,95. На валютный рынок оказывают давление компании-импортеры, а также сокращение портфеля ОВГЗ, номинированных в национальной валюте, в собственности нерезидентов на 2,4 млрд грн за две недели. Мы ожидаем возвращения курса UAH/USD в диапазон 27-27,5 в среднесрочной перспективе. В частности, уже в начале сентября вероятен ретест отметки 27 с последующим ее пробоем.

Денис Белый,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»
Украина



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru

Динамика наиболее интересных акций

Инструмент	Значение на 17.08.2021	Значение на 31.08.2021	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1 904,70	1 848,86	-2,93
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,45	0,45	0,00
Укрнафта, (UNAF)	270,00	250,00	-7,41
Центрэнерго, (CEEN)	9,90	9,50	-4,04
Ferrexpo (FXPO), GBp	394,00	386,60	-1,88
Донбассэнерго, (DOEN)	19,00	15,00	-21,05
Турбоатом, (TATM)	7,40	8,10	9,46
МНР S.E., (MHP)	171,00	168,00	-1,75
USD/UAH	26,65	26,93	1,05

Ожидания

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



- **Метинвест частично выкупил собственные еврооблигации с погашением в 2026 году.** В ходе тендера компанией были приобретены бумаги в объеме \$142,5 млн из запланированных \$200 млн. Напомним, что в настоящее время в обращении находятся облигации Метинвеста на сумму \$648 млн.
- **Истек срок обжалования процедуры bail-in по еврооблигациям Приватбанка.** Руководство кредитной организации обращает внимание на то, что у всех держателей данных бумаг было три месяца для судебного пересмотра решения. Поскольку ни одного обращения в суд не поступило, процедура bail-in признана Банком Англии законной.
- **Центрэнерго обратилось к госбанкам с просьбой профинансировать закупку угля.** В компании настаивают на том, что для урегулирования критической ситуации с запасами топлива на складах, а также для стабильного проведения отопительного сезона необходима слаженная работа всех госструктур.
- **Morgan Stanley ухудшил прогноз роста ВВП Украины в 2021 году.** В компании сообщили, что пересмотрели данный показатель вниз на 0,9 п.п., до 3,4%.



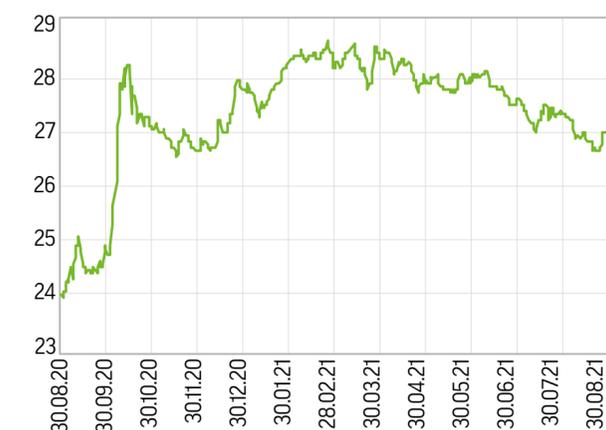
Динамика индекса UX, 1 год



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



Динамика USD/UAH, 1 год



Откуп летней просадки

Мощный отскок после двух августовских коррекций индекса KASE позволяет прогнозировать продолжение роста

В результате динамики, продемонстрированной KASE на торгах 10 и 20 августа, на его графике сформировалась фигура «двойное дно», затем сработал классический «бычий» сигнал, и при поддержке отскочившей нефти индекс взлетел на 4,8% от уровня поддержки 3024 пунктов. На момент написания обзора KASE завершил в плюсе шесть сессий подряд, и это самая длительная серия с момента ралли в марте-апреле.

В лидеры роста вышли акции Казатомпрома. Активному повышению котировок не помешали, казалось бы, неоднозначные новости об уходе председателя правления Галымжана Пирматова с его поста, а также небезупречный квартальный отчет. Тем не менее внешний фон для бумаг в целом позитивен, поскольку на рынке урана сохраняется дефицит предложения. Согласно расчетам UxC, в 2021 году при спросе 181 млн унций дефицит составит 27 млн унций. К тому же фонды проявляют высокий инвестиционный спрос на уран. Фонд Sprout за последние две недели закупил 2,1 млн унций этого металла,

а британская Yellow Cake договорилась с Казатомпромом о закупке того же объема с поставкой в четвертом квартале.

На 5,1% выросли акции Народного банка. После публикации сильных результатов за квартал ралли продолжилось, однако встало на паузу в районе 180 тенге (\$17). Интересная картина выстраивается на графике Казахтелекома. Котировки находятся на максимумах с января 2019 года, однако в то же время упираются в верхнюю границу восходящего тренда, что создает препятствие для дальнейшего роста. Тем временем Kcell периодически пытается развить восходящий тренд, успев показать самый сильный однодневный отскок за последние два года (+7,8%).

В аутсайдерах оказались бумаги Казтрансойла. Квартальный отчет компании мы оцениваем как нейтральный. Снижение выручки в годовом выражении было вполне закономерным, учитывая падение объема транспортировки нефти на 6,1% в годовом выражении.

Ожидания и стратегия

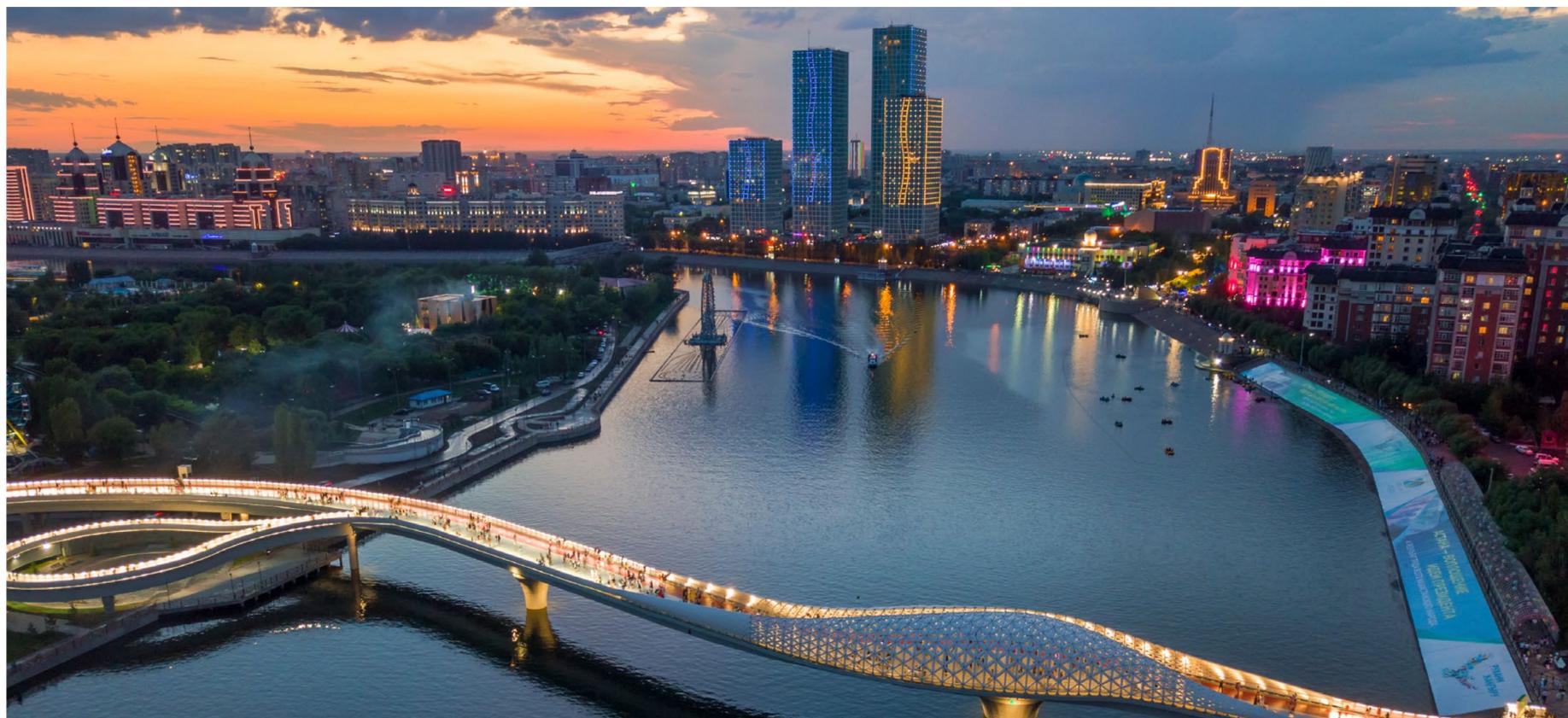
Благодаря успешным корпоративным результатам котировки ряда казахстанских компаний сумели продолжить восходящую динамику. Повышенная волатильность характерна в основном для Kcell и Казатомпрома, остальные бумаги более предсказуемы, и движения их акций соответствуют показателям, зафиксированным в квартальной отчетности. Помимо фаворитов сезона отчетов рекомендуем рассмотреть включение в осенний портфель небольших долей акций Сбербанка, Газпрома, а также ETF на индекс S&P 500 SPY.

Динамика акций и ГДР

Акция	значение на 17.08.2021	значение на 31.08.2021	изменение, %
Индекс KASE	3 088,75	3 167,29	2,5%
Казатомпром (KASE)	10 900,00	12 019,30	10,3%
Халык Банк (ADR)	16,06	17,10	6,5%
Халык Банк (KASE)	170,50	179,26	5,1%
Казахтелеком (KASE)	32 500,00	33 940,00	4,4%
Банк ЦентрКредит (KASE)	277,07	288,00	3,9%
Bank of America (KASE)	17 540,01	17 980,00	2,5%
Kaspi (KASE)	48 000,00	48 830,00	1,7%
KEGOC (KASE)	1 804,99	1 808,08	0,2%
Kcell (KASE)	1 381,50	1 340,00	-3,0%
Казтрансойл (KASE)	1 060,01	1 021,90	-3,6%



- **Глава Казатомпрома покидает свой пост.** Казатомпром сообщает, что Галымжан Пирматов завершит работу в должности председателя правления компании 2 сентября. В отставку топ-менеджер уходит по собственному желанию. Исполнять обязанности председателя правления будет главный директор по ядерно-топливному циклу Мажит Шарипов.
- **Чистая прибыль Народного банка Казахстана за первое полугодие 2021 года выросла на 44,5%.** Позитивным моментом отчетности стало активное повышение чистой прибыли, которая достигла рекордных 129 млрд тенге за счет увеличения процентных доходов на 10,5% кв/кв. Прибыль Халык Банка на акцию за первое полугодие составила 19,26 тенге. Мы рассчитываем, что по итогам текущего года прибыль банка на акцию подойдет вплотную к 35,6 тенге, что позволяет прогнозировать дивиденд в размере 21,4 тенге на акцию.
- **Kaspi выплатит дивиденды за первое полугодие.** Дивиденд на акцию составит 415 тенге. Фиксация реестра состоялась 24 августа. Решение было принято на ВОСА, прошедшем 25 августа.



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



Динамика USD/KZT, 1 год



Инвестируем в перспективный финтех

Улучшение финансовых показателей эмитента позволило его бумагам достичь предыдущего таргета через две недели после рекомендации и продолжает двигать котировки вверх

Причины для покупки:

- **Очень сильная отчетность за второй квартал 2021-го и планы по выплате дивидендов.** Финансовые результаты за апрель-июнь, опубликованные в конце июля, отразили рекордный рост выручки и прибыли, а также улучшение всех прочих ключевых метрик финтех-компании до уровней, превысивших ожидания руководства. Так, процентные доходы Kaspi.kz в апреле-июне составили 97 млрд тенге, увеличившись на 21,4% г/г и на 9,5% кв/кв. При этом комиссионные и транзакционные доходы совокупно повысились на 71,6% г/г (+25,1% кв/кв), а объем доходных транзакций в сегменте Payments вырос на 129% г/г (+28,3% кв/кв). В итоге чистая прибыль компании во втором квартале достигла 98,3 млрд тенге (+86,9% г/г, +31,7% кв/кв), а текущие темпы расширения бизнеса превысили прежний прогноз на 2021-й на уровне 95%. В то же время мы отмечаем, что текущий рост объема операций, составивший впечатляющие 253%, во многом обусловлен низкой базой прошлого года. Количество пользователей приложения в сутки увеличилось на 11% кв/кв, до 6 млн, а тот же показатель в ежемесячном исчислении достиг 10,2 млн (+2% кв/кв). Руководство компании также улучшило собственные прогнозы на 2021 год по росту указанных операционных показателей и стоимости риска. Стоит отметить, что после удачного квартала менеджмент предложил выплатить полугодовые дивиденды в размере 80 млрд тенге, или 415 тенге на акцию.
- **Техническая картина.** После публикации отчета котировки Kaspi.kz за неделю продемонстрировали рост с \$95 до

\$116, а затем перешли в боковик, в котором торговались до конца августа. Сильной стороной технического графика можно назвать движение в стабильном растущем тренде со момента IPO финтеха. В настоящее время котировки находятся выше 50-дневной скользящей средней, расположенной недалеко от нижней границы растущего тренда. В рамках консервативного сценария мы полагаем, что восходящий импульс сформируется ближе к середине сентября.



AO Kaspi.kz

Тикер на KASE и AIX:	KSPI
Текущая цена:	48 830 тг
Целевая цена:	56 000 тг
Потенциал роста:	32%

Динамика акций на LSE



Время получать дивиденды

Ведущие эмитенты узбекистанского рынка направят на выплаты акционерам минимум 50% чистой прибыли

Консолидация, продолжавшаяся на фондовом рынке Узбекистана с начала июня, подошла к концу. На неделе, завершившейся 20 августа, индекс EqRe Blue упал на 3,02%, до 2005,25 пункта. Во многом коррекция индекса была обусловлена обвалом акций Средазэнергосетьпроекта (SAEP) на 15,15%, что, впрочем, создало удобную точку для входа в позицию по этим бумагам. Котировки Узметкомбината (UZMK) также скорректировались, несмотря на позитивные новости о дальнейших планах развития бизнеса.

Индекс EqRe Blue подошел к психологически важному уровню сопротивления 2000 пунктов, которое за последние три месяца он дважды пытался пробить. Мы ожидаем, что положительный новостной фон и сильные фундаментальные показатели эмитентов будут способствовать восстановлению и дальнейшему росту рынка.

С 23-го по 27 августа индекс ликвидных акций EqRe Blue прибавил 1,03% при поддержке котировок акций Кварца (KVTS) и Кизилкумцемента (QZSM), руководство которых определилось с размером дивидендных выплат. Позитивную динамику на узбекистанских фондовых площадках стимулировали котировки Хамкорбанка (НМКВ) и Средазэнергосетьпроекта (SAEP). В то же время рынок не отреагировал на новости о дивидендах КМЗ (KUMZ) ввиду их незначительного размера. Узметкомбинат (UZMK) скорректировался после активного роста, несмотря на сохраняющийся позитивный фундаментальный потенциал. Вниз двигались также бумаги Кувасайцемента (KSCM). Падение акций Тошкентвино (A028090) соответствует нашим ожиданиям в отношении их фундаментальной переоценки.

Текущие рекомендации по акциям

- Акции Тошкентвино комбината (A028090) мы рекомендуем продавать по цене выше 50 000 UZS за акцию в связи с достижением таргета.
- Акции УзРТСБ (URTS), Кизилкумцемента (QZSM), КМЗ (KUMZ) и Узвторцветмета (A016460) стоит держать до пересмотра целевой цены нашими аналитиками.
- Акции Кварца (KVTS), УзПСБ (SQBN), Узметкомбината (UZMK), Кувасайцемента (KSCM), Хамкорбанка (НМКВ) и Средазэнергосетьпроекта (SAEP) советуем покупать по текущим ценам с целью достижения котировками сбалансированных ценовых уровней.

Бехрузбек Очиллов,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»
Узбекистан



Статистика по ликвидным бумагам

Акция	Значение на 13.08.2021	Значение на 27.08.2021	изменение, %
KVTS	3894	3990	2,47%
QZSM	6300	6200	-1,59%
SQBN	15,07	15	-0,46%
URTS	16750	16800	0,30%
UZMK	93000	86990	-6,46%
KSCM	750000	711500	-5,13%
НМКВ	38,01	38,50	1,29%
SAEP	16500	14650	-11,21%
UVCМ	17100	16500	-3,51%
KUMZ	950	950	0,00%
A028090	60000	55000	-8,33%



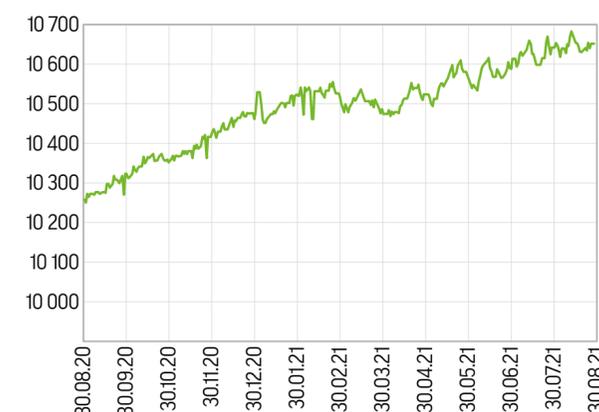
Макроэкономические

- Узбекский сум ослаб к доллару США на 3,85% г/г, спред между депозитами в USD и UZS составляет 16-17%.
- Средняя ставка по размещениям гособлигаций находится в диапазоне 13,97-14,00%.
- Узбекистан разместит евробонды на 5 трлн UZS в национальной валюте.
- Банки получают дополнительно \$600 млн в 2022 году из средств ФРРУз.

Корпоративные события

- **Узвторцветмет** провел листинг на РФБ под тикером UVCM после продажи госпакета Cell Energy Technologies, получившей контроль в компании в результате данной сделки.
- **Кварц** выплатит 244 UZS на акцию в виде дивиденда за 2020 год (50% чистой прибыли) после 105 UZS годом ранее. Кроме того, компания официально объявила об открытии новой линии по производству стекла флоат-методом.
- Акционеры **Кизилкумцемента** утвердили дивиденд в размере 660 UZS на акцию, притом что ранее ожидалась выплата 989 UZS на акцию. Таким образом, в виде дивиденда компания распределит 50% чистой прибыли за 2020 год, а не 75%. Напомним, что за 2019 год акционеры получили дивиденд в размере 460 UZS за бумагу.
- **Кокандский механический завод** направит на дивиденды 9,73 UZS на акцию, что эквивалентно 75% чистой прибыли за 2020 год.
- Исполнительный директор **Узметкомбината** утвердил CAPEX компании до 2030 года на уровне \$1,5 млрд. Текущая капитализация компании составляет \$0,36 млрд, что означает наличие четырехкратного потенциала роста в ее акциях и подтверждает прогноз развития «бычьего» тренда для их котировок.
- Ставка налога на пользование недрами для производителей стройматериалов будет снижена вдвое. Это положительно отразится на прибыли **Кварца, Кизилкумцемента, Кувасайцемента**. Поддержку за счет возможного удешевления сырья получают и финансовые показатели **Узметкомбината и Узвторцветмета**.
- **Капиталбанк** выпустил индексированные к доллару США корпоративные субординированные облигации на 150 млрд UZS с размещением по открытой подписке, без привлечения андеррайтера. Ставка купона на данный момент неизвестна.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



Рынок Германии

Адаптация к новым высотам

В ближайшие две недели DAX способен возобновить рост при пробое вверх отметки 16000 пунктов

Период с 16 по 20 августа на фондовом рынке Германии ознаменовался коррекцией после двух недель роста. Индекс DAX завершил пятидневку снижением 1,1%, до 15 808 пунктов. Основная просадка (-1,25%) случилась в четверг, 19 августа, причем в моменте DAX терял 2,2%. Падение спровоцировала публикация «минуток» ФРС. Из этого релиза стало известно об обсуждении сворачивания программы покупки активов к концу года при ускорении темпов восстановления экономики США. Впрочем, представители руководства Федерезерва уточнили, что ужесточение монетарной политики необязательно означает повышение ставки. Данные о динамике цен производителей в Германии за июль зафиксировали максимальный с 1975 года рост на 10,4% г/г при прогнозе 9,2%. Самое интенсивное повышение продемонстрировали энергетический компонент индекса цен производителей (+20,4%) и компонент промежуточных товаров (+15,6%). Акции Lufthansa упали на 3,6%, после того как государство заявило о готовности продать до четверти своего 20%-го пакета, приобретенного в 2020 году в рамках поддержки бизнеса авиаперевозчика. Планы властей ФРГ связаны с тем, что бизнес Lufthansa активно восстанавливается как за счет ослабления карантинных ограничений, так и за счет снижения расходов.

Ожидания и стратегия

Индекс DAX во второй половине августа консолидировался вблизи исторических максимумов. На текущий момент образовалась локальная трендовая поддержка, от которой в ближайшие пару недель может возобновиться рост. Вероятнее всего, при пробое вверх 16000 пунктов индекс устремится в диапазон 16400-16500.

Неделя с 23-го по 27 августа на немецких фондовых площадках завершилась ростом индекса DAX на 0,28%, до 15 852 пунктов. В течение двух первых торгов этого периода индекс восстанавливал потери, в среду-четверг опустился на 0,8%, а в ходе последней сессии пятидневки отыграл почти половину этого снижения. Предварительные данные о динамике PMI еврозоны зафиксировали падение показателя за август с июльских 60,2 пункта до 59,5. В Германии этот индикатор опустился до 62,7 пункта против 65,9 за июль, притом что консенсус предполагал снижение показателя лишь до 65 пунктов. Индекс бизнес-климата, который рассчитывает исследовательский институт Ifo, в Германии за июль составил 99,4 пункта при ожиданиях аналитиков на уровне 100,4 пункта. Среди отдельных акций отметим бумаги Deutsche Bank, которые в четверг в моменте падали на 2,3%. Причиной этого стало сообщение Wall Street Journal о том, что американские регуляторы проверяют подразделение по управлению активами DWS Group на предмет злоупотреблений при использовании ESG-критериев в инвестировании.

Динамика акций и индекса DAX

Акция	Значение на 13.08.2021	Значение на 27.08.2021	Изменение
DAX Index	15 977,44	15 851,75	-0,8%
G1A GR Equity	34,44	36,09	4,8%
DAI GR Equity	31,37	32,82	4,6%
SRT3 GR Equity	8,68	9,08	4,6%
UN01 GR Equity	35,19	36,63	4,1%
SHL GR Equity	536,00	557,40	4,0%
DBK GR Equity	32,70	33,76	3,2%
LXS GR Equity	10,75	11,06	2,8%
MTX GR Equity	38,38	39,45	2,8%
HEI GR Equity	193,95	198,75	2,5%
TKA GR Equity	58,04	59,14	1,9%
BNR GR Equity	153,95	155,80	1,2%
UTDI GR Equity	146,85	148,55	1,2%
AT1 GR Equity	85,86	86,62	0,9%



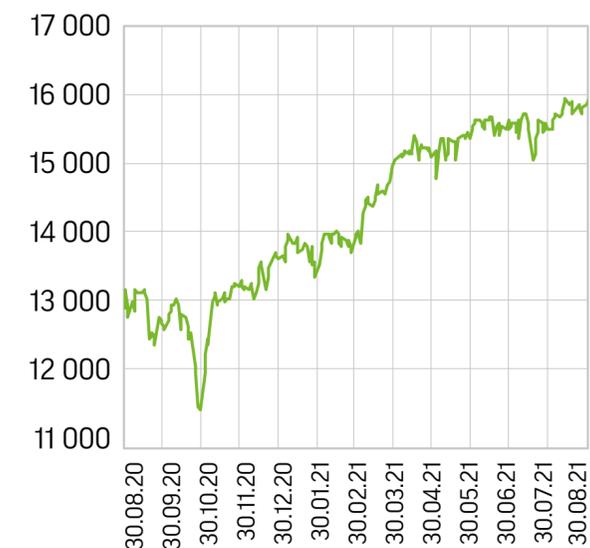
Рынок Германии

Важные новости

- **Индекс деловой активности (PMI) от IHS Markit опустился с 62,4 пункта в июле до 60,6 в августе.** Наиболее глубоким – с 65,9 до 62,7 пункта – оказалось падение производственного компонента индекса, притом что консенсус аналитиков закладывал этот показатель на уровне 65 пунктов.
- **Данные настроений потребителей Германии от GfK на сентябрь зафиксировали снижение.** Августовский показатель составлял -0,4 пункта, сентябрьский упал до -1,2 пункта при общерыночных ожиданиях на отметке -0,7.
- **Французский производитель автодеталей Faurecia заявил о достижении соглашения по покупке мажоритарной доли в немецкой Hella за 6,7 млрд евро.**



Динамика индекса DAX



Инвестиционный
обзор №231
2 сентября 2021
www.ffin.ru



Динамика EUR/USD



Borussia Dortmund

Трибуны возвращаются в игру

Драйверами роста акции дортмундского футбольного клуба обеспечат доходы от продаж билетов и ведущие позиции в ETF Roundhill Pro Sports

Причины для покупки:

- 1. Возвращение традиционных источников дохода.** В июле текущего года немецкая Бундеслига официально объявила о том, что в сезоне 2021/2022 болельщики вернутся на трибуны стадионов. Последние два домашних матча стадион Боруссии Дортмунд посетили 25 тыс. зрителей. Возобновление проведения игр в обычном формате способно увеличить как доходы, так и убытки команды. Кроме того, Боруссия выступает в Лиге чемпионов, что также способствует росту общей выручки клуба.
- 2. Ведущая доля в ETF Roundhill Pro Sports.** Недавно запущенный ETF спортивных клубов, в котором лидирующие позиции занимают Боруссия Дортмунд, Ювентус и Манчестер Юнайтед, может повысить интерес инвесторов к покупке акций футбольных команд. На текущий момент котировки ETF отскочили от поддержки в \$14,3 и движутся вверх. Общие активы фонда оцениваются в \$9,7 млн.
- 3. Последние обновления инвестдомов.** Аналитики из Nauck & Aufhaeuser начали покрытие акций Боруссии с таргетом 8 евро, Berenberg и FMR Frankfurt Main Research AG подтвердили свои целевые цены на уровне 7,2 и 6,4 евро соответственно.
- 4. Техническая картина.** Акции компании, отскочив от поддержки 5,85 евро, движутся к сопротивлению на уровне 6,5 евро. В случае его пробоя возможно движение до 7 евро.

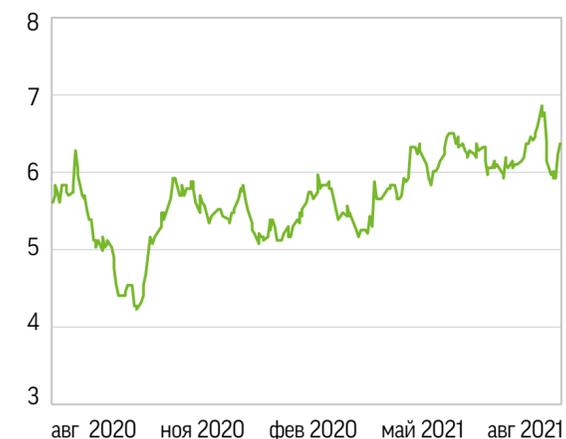


Среднесрочная идея

Borussia Dortmund

Тикер на Xetra:	BVB
Текущая цена:	6,4 евро
Целевая цена:	8 евро
Потенциал роста:	25%
Дивидендная доходность:	-%

Динамика акций BVB на Xetra





Morgan Stanley нарастил долю в капитале Freedom Holding Corp.

Международный финансовый холдинг Morgan Stanley во втором квартале 2021 года увеличил долю во Freedom Holding Corp. почти в три тысячи раз, приобретя дополнительно 204,94 тыс. акций холдинга. В первом квартале компания владела только 69 акциями.

Таким образом, Morgan Stanley стал вторым среди крупнейших институциональных держателей бумаг FRHC. Первую строчку занимает хедж-фонд Two Sigma Investments, который нарастил долю до 441,9 тыс. акций, приобретя 399,9 тыс. бумаг.

Компания по управлению активами Penserra Capital Management купила 115,6 тыс. акций. D.E.Shaw & Co. увеличила долю с 4317 до 78,26 тыс. акций. Инвесткомпания Voloridge Investment Management приобрела 35,69 тыс. акций. Также в десятку крупнейших инвесторов холдинга входят Jump Financial (+31,3 тыс. акций), Schonfeld Strategic Advisors (+29,1 тыс.), Deutsche Asset Management Americas (+27,99 тыс.), Susquehanna International Group (+25,1 тыс.), Advisor Group (+23,4 тыс., до 26,65 тыс. бумаг).

Сократили свои доли Renaissance Technologies, Citadel Advisors, BlackRock Institutional Trust, The Vanguard Group, Goldman Sachs & Company и Millennium Management. Полностью свои пакеты акций продали New Jersey Division of Investment, California Public Employees' Retirement, Jane Street Capital, SEB Investment Management.

Таким образом, за отчетный период объем покупок институциональных инвесторов превышает объем продаж. Топ-10 покупателей приобрели 967 501 акцию, а крупнейшие продавцы перестали владеть 540 243 бумагами.



Тимур Турлов презентовал премьер-министрам РФ и Казахстана цифровую ипотеку

Основатель ИК «Фридом Финанс» Тимур Турлов 18 августа 2021 года на площадке Международного финансового центра «Астана» представил главам правительств России и Казахстана Михаилу Мишустину и Аскарму Мамину цифровую ипотеку – уникальную услугу, разработанную специалистами нашего холдинга. Использование этого продукта позволяет ФФИН Банку за один рабочий день проводить для клиента полный цикл процедур, необходимых для покупки жилья в ипотеку.

Цифровая ипотека от «Фридом Финанс» была запущена в Казахстане всего два месяца назад. На текущий момент уже около 200 сделок, заключенных при помощи этого инструмента, завершено, более 1000 потенциальных клиентов находятся в процессе переговоров с продавцами.

Чтобы получить жилищный заем с помощью цифровой ипотеки, требуется минимум времени. Клиенту нужно пройти видеоидентификацию личности для вынесения банком предварительного решения, внести в электронную базу данные о приобретаемой недвижимости, оформить онлайн договор купли-продажи и заверить документы с помощью ЭЦП. Для получения ипотеки не придется посещать банк. Кроме того, ни один его сотрудник физически не задействован в процедуре. «Будущее уже наступило. От открытия счета до завершения расчетов, смены прав собственности на квартиру и оформления залога – один рабочий день. Я очень горжусь, что в Казахстане рождаются такие возможности и создана настолько качественная инфраструктура цифрового правительства, которая обеспечивает все условия для развития самых передовых технологий», – заявил CEO Freedom Holding Corp. Тимур Турлов. Алгоритм цифровой ипотеки выстроен на интеграции инструментария «Фридом Финанс» с базами данных недвижимости, физических лиц и кредитных историй. Компания работает с несколькими десятками баз, в которые направляет запросы для получения требуемой информации с согласия клиента.

«Мы делаем все проверки без участия сотрудников банка. Нам не нужны юристы, которые проверяют документы, не нужны кредитные эксперты, оценщики недвижимости. Мы построили полностью цифровую модель оценки стоимости стандартной недвижимости», – отметил Турлов.

Михаил Мишустин прибыл в Казахстан с рабочим визитом, в ходе которого были проведены переговоры с Аскарму Маминым и подписан ряд совместных документов. В Международном финансовом центре «Астана» председатель правительства РФ ознакомился с работой офиса цифрового правительства Казахстана.



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 «Кlover», 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

