

# Инвестиционный обзор



**FREEDOM**  
finance



№235  
28 октября 2021

Фондовый рынок США:

## Байден отсрочил дефолт

Байден одобрил временное повышение госдолга на \$480 млрд для финансирования работы госорганов и выплат по обязательствам США

Российский рынок: Ни шагу назад

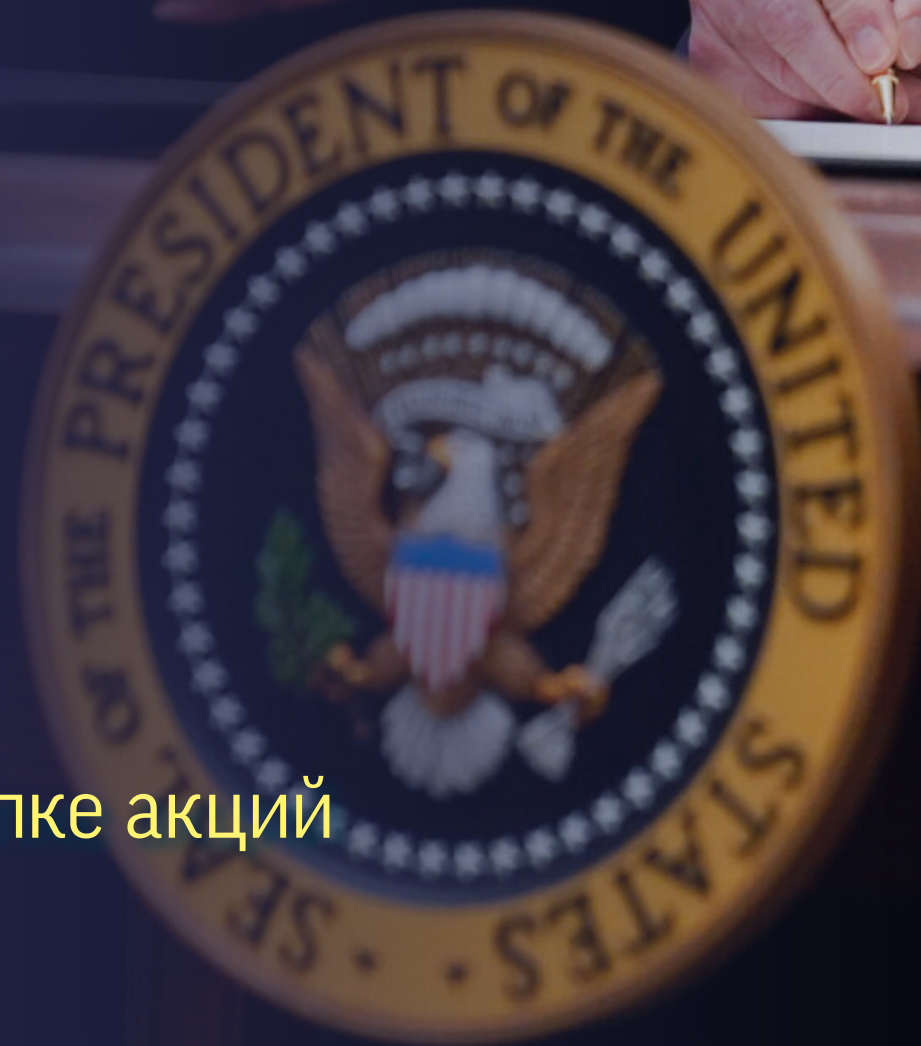
Рынок Украины: В фокусе новые корпоративные бонды

Рынок Казахстана: У KASE открылось второе дыхание

Рынок Узбекистана: Ставка на зеленое сыграла

Рынок Германии: Время обновлять рекорды

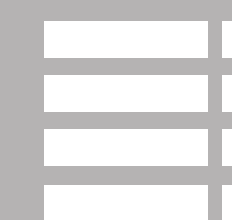
Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций





# Содержание:

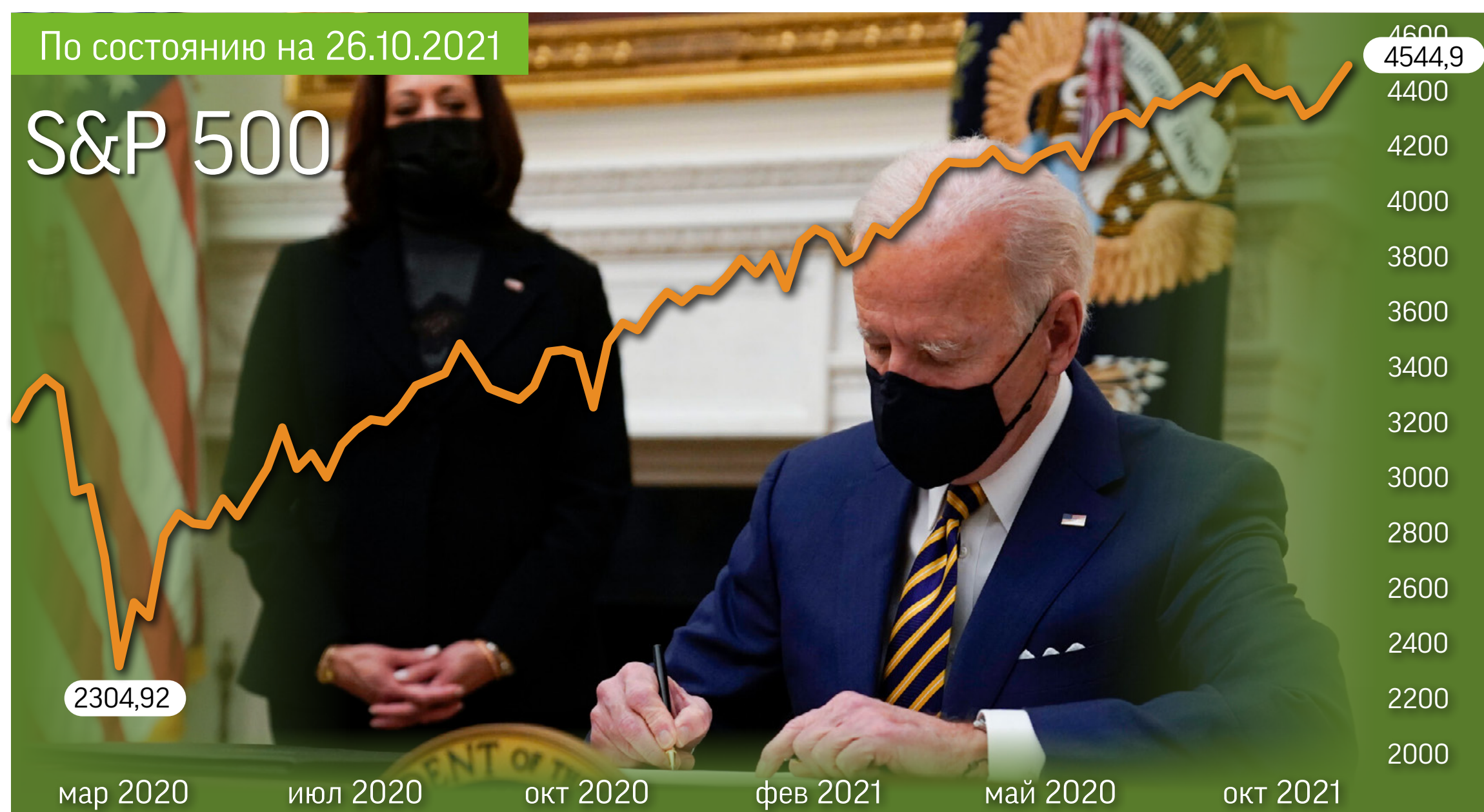
Рынок США. Байден отсрочил дефолт.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Как заработать на неопределенности.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 25 октября.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. Philip Morris. С прибылью в бездымное будущее.....	11-12
Инвестиционная идея. Хедж в виде длинного спреда путов на SPY.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. AirSculpt Technologies. Скульптор твоего тела.....	15
Российский рынок. Ни шагу назад.....	16-18
Инвестиционная идея. М.Видео. Дело техники.....	19-20
Рынок Украины. В фокусе новые корпоративные бонды.....	21-22
Рынок Казахстана. У KASE открылось второе дыхание.....	23-24
Инвестиционная идея. Kaspi.kz. Превосходя ожидания.....	25
Рынок Узбекистана. Ставка на зеленое сыграла.....	26-27
Инвестиционная идея. Ипотека-банк. Перемены к лучшему.....	28
Рынок Германии. Время обновлять рекорды.....	29-30
Среднесрочная идея. Covestro AG. Сила в адаптивности.....	31
Новости ИК «Фридом Финанс».....	32
Контакты.....	33



# Фондовый рынок США

## Байден отсрочил дефолт

Президент подписал закон о временном повышении госдолга на \$480 млрд, чтобы США смогли расплачиваться по своим обязательствам и финансировать работу госорганов до начала декабря

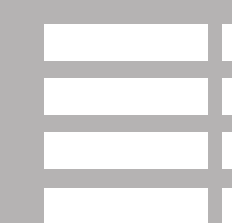
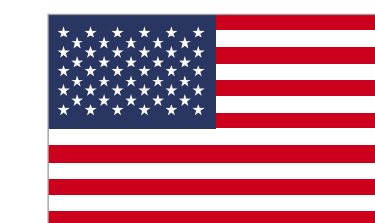


### Новости одной строкой:

- 13.10.2021** Индекс потребительских цен в сентябре вырос на 5,4% после 5,3% в августе
- 14.10.2021** Президент США подписал указ о временном повышении потолка госдолга до \$28,9 трлн
- 15.10.2021** Розничные продажи в сентябре увеличились на 0,7% м/м при прогнозе снижения на 0,2%
- 22.10.2021** По предварительной оценке, индекс менеджеров по закупкам (PMI) в октябре вырос до 57,3 пункта

### По состоянию на 26.10.2021

Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	1,87%	2,62%
QQQ	Индекс NASDAQ100	1,42%	1,23%
DIA	Dow Jones Industrial 30	1,43%	2,78%
UUP	Доллар	-0,20%	0,44%
FXE	Евро	0,01%	-0,99%
XLF	Финансовый сектор	2,66%	6,15%
XLE	Энергетический сектор	2,49%	15,52%
XLI	Промышленный сектор	2,02%	4,15%
XLK	Технологический сектор	1,08%	1,42%
XLU	Сектор коммунальных услуг	2,94%	2,79%
XLV	Сектор здравоохранения	3,72%	-0,11%
SLV	Серебро	5,82%	9,80%
GLD	Золото	2,43%	3,45%
UNG	Газ	16,91%	12,83%
USO	Нефть	1,53%	11,60%
VXX	Индекс страха	-5,86%	-14,32%
EWJ	Япония	-0,36%	-5,79%
EWU	Великобритания	0,66%	3,65%
EWG	Германия	1,08%	-0,47%
EWQ	Франция	0,57%	0,60%
EWI	Италия	2,31%	3,32%
GREK	Греция	0,61%	2,95%
EEM	Страны БРИК	0,97%	3,01%
EWZ	Бразилия	-5,05%	-6,67%
RSX	Россия	2,33%	10,65%
INDA	Индия	-2,30%	-1,08%
FXI	Китай	3,40%	10,70%





# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (13.10.2021 – 22.10.2021)



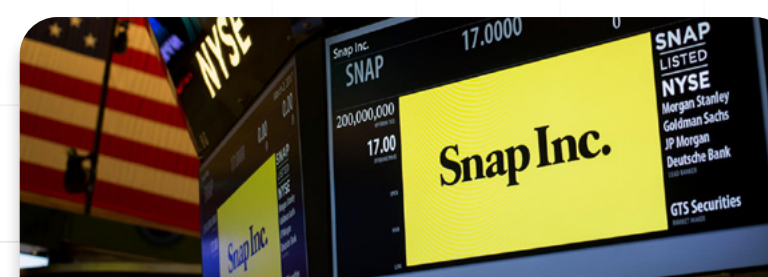
13.10.2021

Индекс потребительских цен в сентябре повысился на 5,4% г/г и на 0,4% м/м, что на 0,1% превысило консенсус и показатель за август



14.10.2021

Байден вслед за Конгрессом утвердил временное увеличение потолка госдолга США до \$28,9 трлн, что позволит обеспечить работу госорганов до начала декабря



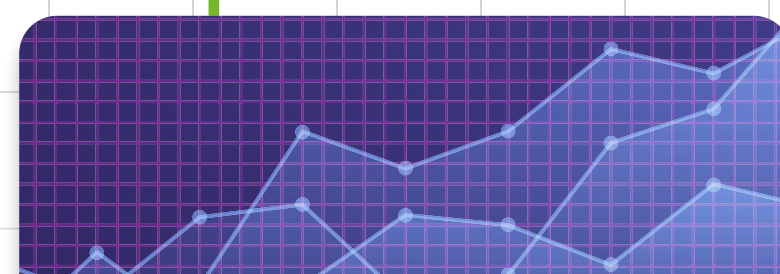
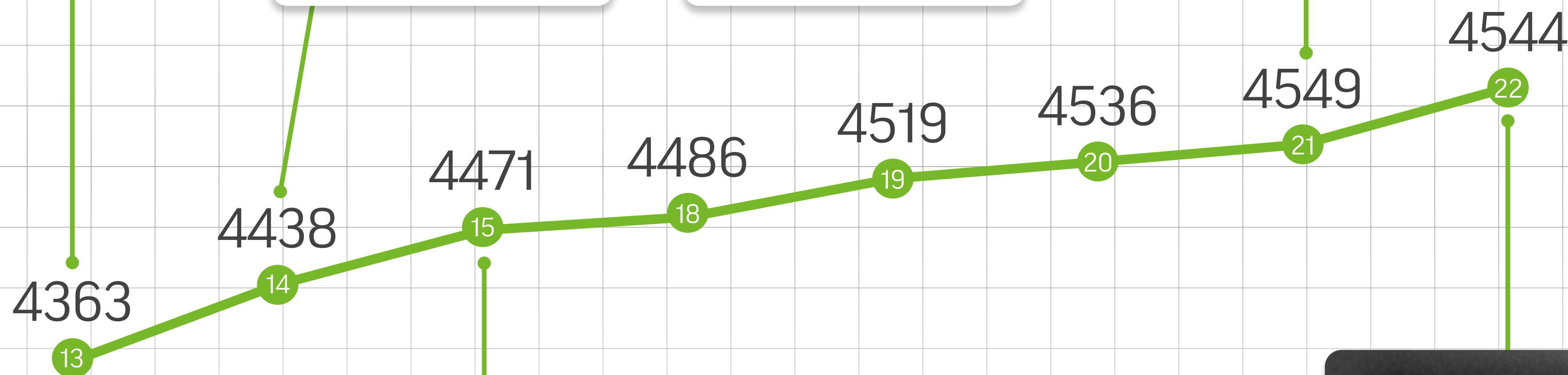
21.10.2021

Отчетность Snap за третий квартал и комментарии менеджмента отразили масштаб давления новой политики приватности в iOS на рынок диджитал-рекламы



21.10.2021

Tesla в третьем квартале зафиксировала рекордную прибыль и продажи, несмотря на перебои с поставками чипов. Завод в Шанхае обогнал флагманскую площадку в Калифорнии по объему производства



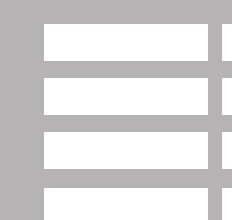
15.10.2021

Розничные продажи в сентябре поднялись на 0,7% при прогнозе снижения на 0,2%. Рост показателя за август пересмотрен с 0,7% до 0,9%



22.10.2021

По предварительным данным, индекс PMI в октябре вырос с 55 до 57,3 пункта при консенсусе 55,9. PMI в сфере услуг повысился до 58,2, промышленный PMI снизился до 59,2 пункта





# Самое главное

## Как заработать на неопределенности

Рынок обновляет исторические максимумы в ожидании ужесточения монетарной политики и в условиях затянувшегося согласования новых мер фискального стимулирования. В такой ситуации инвестору лучше всего сделать паузу и внимательно изучить положение дел на рынке и в экономике. Для этого нужно получить представления об ожиданиях инвесторов и технических факторах, также необходимо отслеживать макроэкономическую статистику и фундаментальные параметры S&P 500.

- AAI Sentiment Survey – индекс, который отражает еженедельные настроения инвесторов на предстоящие шесть месяцев, находится выше среднеисторических значений. В то же время краткосрочные индикаторы, например индекс относительной силы (RSI) в S&P 500, указывают на краткосрочную перекупленность. Показатель достиг 85 пунктов при норме в диапазоне от 30 до 70. Индекс «жадности и страха» достиг 70.
- Разнонаправленное движение демонстрируют не только технические, но макроэкономические индикаторы. Потребительская уверенность за октябрь составила 113,8 пункта, откатившись от рекордных 128,9, достигнутых в июне текущего года. Безработица за сентябрь, продолжая тренд, снизилась до 4,8% при консенсусе 5,1%. Индекс производственной активности (PMI от ISM) находится выше среднеисторических значений на уровне 61,1. Инфляция (CPI) выросла до 5,4% г/г, подойдя к уровням, на которых держалась в период кризиса 2008 года.
- Фундаментальные показатели S&P500 складываются в схожую картинку: P/E выше среднеисторических значений (25,6), как и рост прибыли крупнейших американских

Тимур Турлов,  
глава инвестиционного  
комитета ИК «Фридом Финанс»



компаний (+37,8%). Долговая нагрузка корпораций подошла к историческому пику: соотношение долгосрочных обязательств и капитала достигло 89%. В то же время обслуживание долга исторически соответствует текущим значениям: коэффициент «чистый долг / операционная прибыль» равняется 1,7.

За текущий год S&P500 вырос на 21,8%, а «индекс страха» VIX находится на минимумах с начала пандемии и равняется 15,65, что дополняет обрисованную нами выше общерыночную ситуацию. Поводы для роста мы уже обсуждали в прошлых обзорах. Среди них сезон отчетов, восстановление экономики, рекордные вливания ликвидности на фондовые площадки, стремление инвесторов получить максимум доходности и т.д. В то же время любой начинающий инвестор, изучивший сложившуюся картинку, поневоле усомнится в правильности собственных действий на этом бесконечном «бычьем» рынке. Впрочем, если вы выбрали долгосрочную стратегию, сильно переживать из-за возможных всплесков волатильности вам ни к чему.

Желающим все же подстраховать свои рыночные позиции, предлагаю рассмотреть опционы пут, покупку обратного ETF на S&P500 или ETF на VIX и другие подобные идеи, в отношении которых инвестор выработал понимание. Важно помнить, что эффективный период владения упомянутыми инструментами составляет не более месяца, а то и меньше. Чем дольше период удержания хеджа, тем он дороже для инвестора. Безусловно, за страховку придется платить, но это позволяет сохранять рыночные позиции и зарабатывать даже испытывая серьезные сомнения насчет продолжения «бычьего» тренда.

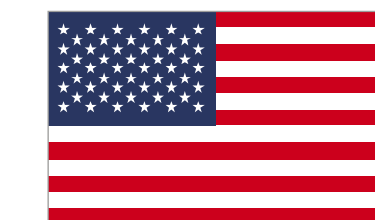
### Важные новости

13 октября вышли данные по динамике потребительской инфляции в США за сентябрь. Показатель повысился на 5,4% г/г, притом что консенсус предполагал сохранение августовского темпа 5,3%. В сопоставлении месяц к месяцу рост цен ускорился до 0,4% при прогнозе 0,3% и таком же темпе, зафиксированном месяцем ранее. Индекс потребительских цен за исключением волатильных компонентов (продовольствие и энергоносители) так же, как в августе, поднялся на 4%.

14 октября президент США Джозеф Байден подписал указ о временном увеличении потолка госдолга Штатов на \$480 млрд, до \$28,9 трлн, чтобы обеспечить полноценное функционирование госорганов до начала декабря. В августе в США начало действовать ограничение лимита заимствований, приостановленное Конгрессом два года назад.

15 октября была опубликована статистика по розничным продажам в сентябре. Показатель неожиданно увеличился на 0,7% м/м, тогда как консенсус предполагал снижение на 0,2%. Рост розничных продаж за август был пересмотрен с +0,7% до +0,9%. Ускорение инфляции и перебои в цепочке поставок побуждают потребителей не откладывать предпраздничный шопинг. Сильного спроса со стороны покупателей можно ожидать и в октябре.

22 октября были выпущены предварительные данные композитного индекса менеджеров по закупкам (PMI) на октябрь. Согласно первой оценке, в текущем месяце индикатор повысился с сентябрьских 55 пунктов до 57,3 пункта при консенсусе 55,9. PMI в сфере услуг взлетел с 54,9 до 58,2 пункта, а промышленный индекс снизился с 60,7 до 59,2 пункта.



### Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 между уровнями 4450 и 4650 пунктов



# Актуальные тренды

## Обзор на 25 октября

### Глобальная картина

За последние две недели индекс S&P 500 вырос на 3,5%, до 4544,9 пункта. Страхи, связанные с инфляционным давлением и предстоящим повышением процентных ставок, ближе к середине октября отошли на второй план благодаря сильному старту сезона отчетности, тон которому задали компании из финансового, промышленного и потребительского секторов. Замедление роста индекса цен производителей охладило инфляционные риски, сокращение числа первичных заявок на получение пособия по безработице ниже 300 тыс. повысило уверенность участников рынка.

По состоянию на 25 октября 119 компаний из списка S&P 500 отчитались за третий квартал 2021 года. Выручка этих эмитентов выросла на 16%, прибыль – на 45,7%, превзойдя консенсус-прогноз Bloomberg на 2% и 13% соответственно. Лучше ожиданий были результаты JPMorgan (JPM), Bank of America (BAC), UnitedHealth (UNH), J&J (JNJ), Philip Morris (PM), Abbott Labs (ABT). EPS перечисленных компаний превысила консенсус на 24,7%, 20%, 2,3%, 10,6%, 1,3% и 48,2% соответственно. Разочаровали лишь показатели Progressive (PGR), Kinder Morgan (KMI), Globe Life (GL), EPS которых недотянула до ожидаемых уровней 38,9%, 7,2% и 5,8% соответственно.

В ближайшие две недели в фокусе рынка будут отчеты Facebook (FB), Visa A (V), United Parcel Service (UPS), 3M (MMM), General Electric (GE), Thermo Fisher Scientific (TMO), Coca-Cola (KO), Apple (AAPL), Amazon.com (AMZN). Их публикация способна оказать заметное влияние на динамику рынков.

### Макроэкономическая статистика

Вышедшие за последние две недели макроданные оказались неоднородными. Базовый индекс цен производителей замедлился в сентябре до 0,2% м/м (ожидался рост на 0,5%), сентябрьские розничные продажи выросли на 0,7% м/м (ожидалось сокращение на 0,2%), число первичных заявок на получение пособий по безработице снизилось на прошлой неделе до 290 тыс. (ожидался рост до 300 тыс.). При этом предварительный октябрьский PMI в производственном секторе опустился до 59,2 пункта (ожидалось снижение до 60,3 пункта), октябрьский индекс производственной активности от ФРБ Филадельфии также упал до 23,8 пункта (ожидалось снижение до 25 пунктов).

В течение ближайших двух недель в центре внимания участников рынка будут данные по расходам физических лиц, деловой активности, потребительской уверенности и состоянию рынка труда.

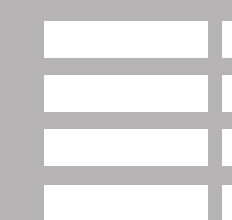
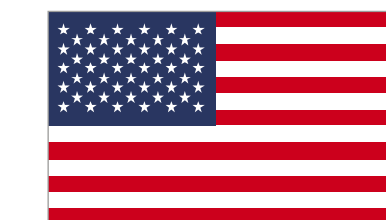
### Монетарная политика ФРС

ФРС сохраняет риторику без изменений. Согласно опубликованному 23 октября протоколу сентябрьского заседания FOMC, регулятор завершит сворачивание программы QE к середине 2022 года, ежемесячные темпы сокращения покупок активов составят \$15 млрд. Таким образом, программа будет завершена за восемь месяцев. Джером Пауэлл заявил, что повышенная инфляция сохранится в течение 2022 года, но отметил, что основанием для подъема процентных ставок в ближайшее время может стать лишь резкое ускорение роста цен.

### Техническая картина

Котировки S&P 500 смогли нащупать локальное дно в районе 4300–4350 пунктов и начали восстановление. На текущий момент индекс приблизился к максимумам начала сентября, поэтому с угасанием восходящего импульса возможна краткосрочная неглубокая коррекция. При этом в отсутствие разворотных моделей и признаков перекупленности S&P 500 способен продолжить рост.

Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



**Apple (AAPL)** представила обновленные продукты и сервисы, в том числе модифицированную версию Apple Music, который управляется только через Siri, но стоит \$4,99 при стандартном тарифе \$9,99. Apple принадлежит доля 16% на рынке музыкального стриминга, которую ей приходится защищать от агрессивно растущих Google (8% рынка), Amazon Music (13%) и Tencent Music (13%). Если новая модификация сервиса будет пользоваться достаточным спросом, Apple Music сможет привлечь часть клиентов лидера рынка Spotify (32%). Однако наш базовый сценарий не предполагает заметных изменений позиций Apple в сегменте музыкального стриминга. Также вероятно, что рост популярности нового музыкального сервиса Apple окажет поддержку продажам новых колонок HomePod mini. Впрочем, корпорации из Купертино будет очень сложно заметно потеснить с рынка Amazon, доля которого в сегменте умных колонок, по данным geekwire.com на конец июня, составляла около 70% против 5% у Apple.

Новые беспроводные наушники AirPods 3 были улучшены за счет повышения мощности заряда аккумулятора, что позволяет им работать без подзарядки до шести часов. Также они защищены от попадания воды и пота и оснащены поддержкой магнитной зарядки MagSafe. Усовершенствованное зарядное устройство защищено по стандарту IPX4. Ужесточение конкуренции в сегменте беспроводных наушников привело к существенной потере Apple своих позиций. Рыночная доля «яблочной» компании в этом сегменте по итогам второго квартала 2021 года сократилась с прошлогодних 38% до 26,5%. Вероятно, продажи AirPods 3 позволят частично компенсировать уменьшение рыночной доли.

Главным событием презентации стала линейка обновленных ноутбуков MacBook Pro с диагональю 14 и 16 дюймов. Новинки ожидаемо укомплектованы улучшенными экранами по технологии mini-LED с поддержкой частоты до 120 Гц и увеличенной яркостью до 1600 нит. Также производитель отказался от сенсорной области и вернул некоторые привычные функциональные клавиши. Время автономной работы для 14-дюймовой модели увеличено до 17 часов, а у 16-дюймовой версии – до 21 часа, что обеспечит ей статус лидера рынка.

Наиболее важной частью новинок Apple стали улучшенные версии SoC, M1 Pro и M1 Max, с 10 ядрами и 16 ядрами видеопроцессора. Производительность новых чипов, согласно оценкам самой компании, на 70% выше, чем у предыдущей модели M1. Этого внушительного улучшения удалось добиться за счет удвоения числа транзисторов и двукратного увеличения шины памяти. Презентационные материалы Apple также демонстрируют превосходство по сравнению с моделью 8-ядерного чипа на базе архитектуры x-86 на уровне 25–30%. До появления неза-

висимых тестов рано говорить о превосходстве этих продуктов над решениями лидера сектора AMD и Intel. В то же время предыдущее поколение чипов M1 продемонстрировало очень сильные результаты в однопоточных тестах и незначительно уступает мобильным решениям от Intel в многопоточных тестах. Однако нужно отметить, что результаты тестов Cinebench R23 демонстрируют превосходство i7 над M1. Данные Geekbench и MacRumors указывают на то, что Apple M1 Pro и M1 Max лучше проявляют себя и в многопоточных тестах. Таким образом, если новые M1 Pro и M1 Max окажутся более производительными, чем аналоги от Intel, можно ожидать расширения доли рынка Apple в сегменте ноутбуков и дальнейшего усиления интереса отдельных производителей к разработке собственных чипов на базе ARM-архитектуры.

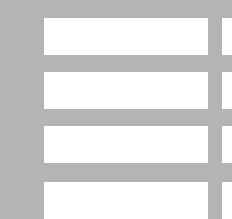
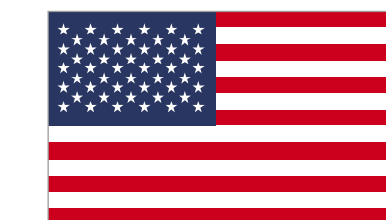


Ведущий поставщик интегрированных информационных технологий **CDW (CDW)** купит Sirius Computer Solutions у частной компании Clayton, Dubilier & Rice (CD&R) за \$2,5 млрд. денежными средствами. Ожидается, что сделка будет закрыта в декабре 2021 года.

Sirius Computer Solutions – одна из лидирующих компаний-интеграторов ИТ-решений, специализирующаяся на таких областях, как цифровая инфраструктура, безопасность, облако, управляемые услуги и бизнес-инновации. В 2020 году чистый объем продаж компании составил \$2,04 млрд. Мы положительно оцениваем данную сделку. CDW занимает лидирующие позиции на сильно фрагментированном рынке ИТ-услуг. Приобретение Sirius для нее станет стратегически важным шагом и положительно скажется на финансовых показателях CDW. Портфель услуг и решений CDW расширится примерно на 45%, улучшатся возможности для развития в ключевых для наращивания показателей областях. Выручка в результате сделки с \$900 млн. в год в 2020 году способна вырасти до \$1,3 млрд. Увеличится диверсификация портфеля услуг и, как следствие, их прибыльность. За счет оказания услуг и поставки программного обеспечения Sirius генерирует около 64% валовой прибыли. При этом интегрированные решения представляют собой продукт с более высокой маржинальностью. Положительный эффект от объединения оценивается в +1,1% к валовой марже, +0,2% к скорректированной операционной марже и +\$0,62 к скорректированной прибыли на акцию.

К закрытию сделки долговая нагрузка CDW составит около 3,3x при целевом диапазоне 2,5–3,0x. Однако увеличение свободного денежного потока компании после покупки Sirius позволит довести долю заемных средств до целевого диапазона уже к концу 2022 года. CDW продолжит реализацию программы возврата капитала акционерам и будет по-прежнему реинвестировать в развитие бизнеса.

Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

**moderna**

FDA предоставило вакцине-бустеру от **Moderna (MRNA)** разрешение на экстренное применение (EUA) для пациентов от 65 лет и старше, а также для лиц от 18 до 64 лет, находящихся в группе риска в связи с тяжелыми последствиями при заражении COVID-19 или часто контактирующих с носителями вируса. За неделю до этого консультационный комитет FDA единогласно поддержал использование третьей дозы вакцины. Также 20 октября было разрешено использование бустерной вакцины от Johnson & Johnson (JNJ), которую компания реализует на некоммерческих условиях.

На текущий момент бустеры в США сможет получить только наиболее уязвимая для вируса часть населения, о масштабной ревакцинации речи пока не идет. Тем не менее менеджмент Moderna рассчитывает произвести и поставить дополнительно 1 млрд. доз бустеров в 2022 году. Цена одной дозы вакцины Moderna по условиям действующих контрактов с правительством США составляет \$16,5, поэтому заявленный компанией объем производства может значительно увеличить ее выручку в 2022 году. Однако реальный результат будет зависеть от объема госконтрактов с США и другими странами, готовыми одобрить этот препарат для ревакцинации населения. Администрация Белого дома минувшим летом заявляла о готовности закупить дополнительно 200 млн. доз вакцин для этих целей. В случае реализации соответствующих планов государства Moderna в 2022 году может получить от такого контракта \$3,3 млрд.

Сам факт прогресса в продвижении прививок-бустеров на рынок позитивен для производителей вакцин от COVID-19. Ранее опасения у инвесторов в отношении Moderna, Pfizer (PFE), BioNTech (BNTX), AstraZeneca (AZN) и других производителей препаратов для профилактики заболевания COVID-19 вызывало то, что спрос на вакцины окажется временным. Однако перспектива регулярной ревакцинации способствует снижению этих опасений. Выход из пандемии затягивается, а появление новых штаммов коронавируса регулярно актуализирует потребность в дополнительных дозах вакцины. Связанные с этими перспективами инвестиционные ожидания будут постепенно включаться в цены недавно скорректировавшихся акций производителей вакцин.

**Snap Inc.**

Отчетность **Snap (SNAP)** за третий квартал и комментарии менеджмента компании указали на масштаб негативного влияния изменения политики приватности в операционной системе iOS на рынок диджитал-рекламы.

Выручка Snap увеличилась на 57% г/г, до \$1,07 млрд., при консенсусе \$1,10 млрд. Сооснователь и CEO Snap Эван Шпигель отметил, что квартальные результаты неожиданно отразили масштаб негативного влияния на рекламную выручку изменений политики приватности на платформе iOS, которые Apple представила в апреле этого года.

Мобильные приложения теперь требуют согласия каждого пользователя на его отслеживание (tracking), а привычная детальная статистика рекламных кампаний поступает через 72 часа. Системы iPhone и iPad получили это обновление в июне-июле, что и повлияло на результаты Snap за третий квартал. Данные компании Flurry, занимающейся исследованием мобильных приложений, показывают, что только 15% американских потребителей соглашаются на отслеживание, когда им предлагают такой выбор. Это неудивительно, ведь единственным преимуществом разрешения на отслеживание данных становится более релевантный показ рекламы. В августе Flurry отметила, что по меньшей мере 80% устройств iOS были обновлены до версий программного обеспечения с новым стандартом приватности.

Из-за того, что лишь небольшая доля пользователей дает разрешение на отслеживание, рекламодателям становится трудно таргетировать, анализировать и оптимизировать цифровую рекламу. Во время предыдущего конференс-колла для инвесторов представители руководства Snap подчеркнули, что пользователи Snapchat чаще дают разрешение на отслеживание. Это стало сигналом о способности Snap противостоять трудностям, связанным с новыми стандартами приватности.

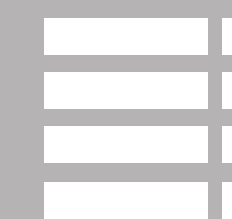
Основная доля выручки Snap приходится на «рекламу прямого отклика», которая используется для продвижения товаров с целью продажи «здесь и сейчас». Именно эта категория диджитал-рекламы ощутила наибольшее давление измененной политики приватности Apple.

Важной причиной того, почему ни менеджмент, ни инвесторы не предусмотрели последствий изменения в политике Apple, стала недостаточно эффективная работа SKAdNetwork (SKAN). Этот инструмент Apple предложила рекламодателям для альтернативного анализа эффективности рекламных кампаний. Менеджмент Snap объясняет, что многие рекламодатели не могут полностью доверять SKAN из-за его ограничений, поэтому временно сокращают рекламные бюджеты.

Прогноз Snap на следующий квартал разочаровал инвесторов. Выручка в нем заложена в диапазоне \$1,165-1,205 млрд при общерыночных ожиданиях на уровне \$1,36 млрд. Консенсус по выручке компании ухудшен на ближайшие несколько лет. Так, на 2023 год ее оценки пересмотрены с \$8,96 млрд до \$8,25 млрд.

Мы считаем, что трудности, с которым столкнулась Snap, не изменяют долгосрочную оценку ее конкурентоспособности, так как преодолеваются с помощью разработки собственных инструментов таргетинга и отслеживания эффективности рекламы. Снижаем целевую цену по акциям SNAP со \$100 до \$80, но подтверждаем позитивный взгляд на акции. Глобальная активная аудитория

Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

соцсети увеличилась на 23% г/г, до 306 млн. Это на 4 млн выше ожиданий инвестсообщества и на 13 млн выше значения предыдущего квартала. Пока расширение аудитории опережает ожидания, перспективы роста бизнеса остаются уверенными.

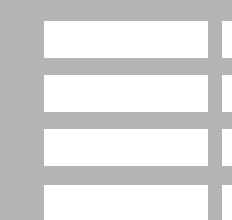
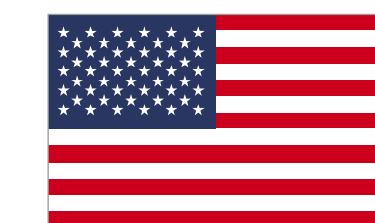
## TESLA

**Tesla (TSLA)** в третьем квартале получила рекордную прибыль, несмотря на глобальные сбои в цепочках поставок. Компания сохраняет лидирующие позиции в секторе.

Выручка компании увеличилась на 30% г/г и достигла \$13,7 млрд. Этот результат недотянул до консенсуса аналитиков FactSet, закладывавших выручку Tesla на отметке \$14 млрд. Продажи в сегменте электрогенерации (панели для солнечной энергии и аккумуляторы) выросли на 40% г/г, но их доля в общем результате сократилась с 6,6% до 5,9%. Лидером по динамике выручки стал основной сегмент бизнеса Tesla. Доходы от продаж электромобилей увеличились на 58,7% г/г, до \$11,6 млрд. Драйвером роста продажи обеспечило снижение средней цены автомобилей при повышении объемов их производства. Отставание сектора генерации связано с нехваткой чипов, о которой ранее заявлял генеральный директор Илон Маск.

Основным «оружием» компании в этом квартале стали растущие объемы экспорта автомобилей из Китая, общая доля которого в продажах Tesla составляет не менее 20% и показывает рост около 75% по сравнению с прошлым годом. По заявлениям менеджмента автопроизводителя, на протяжении всего квартала Китай оставался основным экспортным центром. На ежегодном собрании акционеров Маск заявил, что объем производства на предприятии в Шанхае превысил объемы выпуска продукции на флагманском заводе компании в Калифорнии. За последний квартал из Шанхая было поставлено более 130 тыс. автомобилей, около половины из которых были экспортированы в Европу.

Аналитики, опрошенные FactSet, ожидают, что поставки автомобилей Tesla в текущем квартале вырастут примерно до 266 тыс. Таким образом, по итогам года будет продано почти 900 тыс. единиц, что согласуется с планом Tesla увеличить продажи более чем на 50% по сравнению с прошлогодним объемом, который составил около 500 тыс.

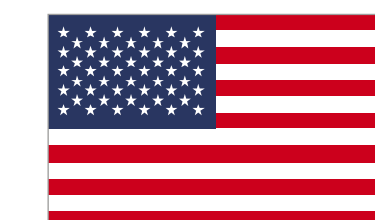




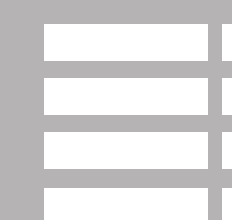
## Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки

Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	150 991	2021-10-25	96,9	120,0	2022-10-25	24%	Покупать
CRWD	CROWDSTRIKE HOLDINGS INC	Производство программного обеспечения	58 331	2021-10-11	283,4	308,0	2022-10-11	9%	Покупать
MRK	MERCK INC	Производство фармацевтической продукции	205 421	2021-09-28	81,2	90,0	2022-09-28	11%	Покупать
GPS	GAP INC	Специализированная розничная торговля	8 504	2021-09-11	22,5	34,5	2022-09-11	53%	Покупать
NFLX	NETFLIX INC	Развлечения	294 466	2021-10-20	664,8	690,0	2022-08-31	-2%	Держать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	557 713	2021-08-17	114,2	136,0	2022-08-17	19%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	16 858	2021-08-03	13,9	17,6	2022-08-03	26%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	32 650	2021-07-20	38,2	49,7	2022-07-20	30%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	10 645	2021-07-06	51,7	71,0	2022-07-06	37%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	27 054	2021-06-22	167,5	185,5	2022-06-22	11%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	307 858	2021-06-08	169,4	220,0	2022-06-08	27%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	23 604	2021-04-29	198,6	187,0	2022-05-25	-6%	Продавать
FANG	DIAMONDBACK ENERGY INC	Добыча нефти, газа и потребляемого топлива	19 795	2021-08-03	109,3	102,8	2022-05-11	-6%	Продавать
ENPH	ENPHASE ENERGY INC	Производство полупроводников	23 788	2021-06-08	176,7	173,7	2022-04-27	-2%	Держать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	40 746	2021-10-08	219,4	276,0	2022-04-13	26%	Покупать
PTON	PELTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	28 196	2021-06-08	93,8	134,0	2022-03-30	43%	Покупать
NLOK	NORTONLIFELOCK INC	Производство программного обеспечения	15 503	2021-07-23	26,7	30,6	2022-03-16	15%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	21 061	2021-03-01	180,8	220,0	2022-03-02	25%	Покупать
PFE	PFIZER INC	Производство фармацевтической продукции	241 985	2021-05-04	43,2	44,0	2022-02-09	2%	Держать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	5 036	2021-01-25	48,5	60,0	2022-01-20	24%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	8 660	2021-05-05	59,9	112,9	2022-04-30	89%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	14 445	2021-07-05	102,0	113,7	2022-04-21	11%	Покупать
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACH.	Услуги в сфере информационных технологий	114 621	2021-10-07	127,9	146,3	2022-03-24	14%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	22 868	2021-04-30	43,3	50,0	2022-04-25	15%	Покупать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	49 177	2021-04-30	244,7	245,0	2022-04-25	0%	Держать
CSCO	CISCO SYS INC	Производство оборудования для связи	232 440	2021-06-08	55,1	55,2	2022-03-06	0%	Держать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	17 574	2021-09-02	107,9	116,7	2022-03-24	8%	Покупать
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	7 481	2021-05-10	134,5	125,0	2022-05-05	-7%	Продавать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	87 182	2021-10-21	55,1	80,0	2022-04-18	36%	Покупать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	481 729	2021-02-02	177,7	290,0	2022-01-28	63%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	191 443	2021-04-30	61,8	62,0	2022-04-25	0%	Держать
SLB	SCHLUMBERGER LTD	Нефтесервисные услуги	47 421	2021-07-23	33,9	33,0	2022-04-18	-3%	Держать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	49 105	2021-09-14	504,1	575,7	2022-03-24	14%	Покупать
PPC	PILGRIMS PRIDE CORP	Производство продуктов питания	7 079	2021-03-29	29,1	24,0	2022-03-24	-17%	Продавать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	14 867	2021-05-05	40,1	48,0	2022-04-30	20%	Покупать
ASML	ASML HOLDING N V	Производство полупроводников	328 674	2021-04-26	801,0	490,0	2022-08-11	-39%	Продавать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	148 467	2021-04-28	131,6	172,5	2022-04-23	31%	Покупать
CRM	SALESFORCE COM INC	Производство программного обеспечения	286 416	2021-02-26	292,6	243,2	2022-02-21	-17%	Продавать
VZ	VERIZON COMMUNICATIONS INC	Услуги связи	219 137	2021-10-20	52,9	56,0	2022-04-16	17%	Покупать
DOCU	DOCUSIGN INC	Производство программного обеспечения	54 044	2021-09-03	274,7	331,7	2022-03-24	21%	Покупать

Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



10





# Инвестиционная идея

## Philip Morris. С прибылью в бездымное будущее

Среднесрочный потенциал роста акции РМ до таргета \$120 превышает 23%

Тикер	PM
Цена акций на момент анализа	\$97,55
Текущая цена акций	\$97,55
Целевая цена акций	\$120,00
Текущий потенциал роста	23,01%
Текущая дивидендная доходность	5,0%

Philip Morris International Inc. (PM) – один из крупнейших в мире производителей и продавцов табачных изделий. Бизнес корпорации отличается очень высоким уровнем диверсификации выручки с географической точки зрения. На страны ЕС приходится 37% продаж компании, на Восточную Азию и Австралию – 19%, на Южную и Юго-Восточную Азию – 15%. Традиционные табачные изделия формируют около 75% выручки РМ, однако компания активно развивается в направлении систем нагревания табака, которое приносит ей около четверти всей выручки.

Один из ключевых факторов инвестиционной привлекательности РМ – трансформация бизнес-модели в соответствии со стратегией «будущее без курения». Главным драйвером роста в ближайшие годы останется направление электронных сигарет и систем нагревания табака. За последний квартал продажи данного сегмента увеличились на 24% г/г, до 23,5 млрд единиц, в первую очередь за счет крупнейших рынков сбыта ЕС (+36%) и Восточной Европы (+25%). Флагманский для РМ продукт IQOS использует уже более 20,4 млн курильщиков, большинство из которых отказалось от обычных сигарет. Компания продолжает экспансию на рынках систем нагревания табака. За квар-

тал ее доля увеличилась на 1,2%, достигнув почти 8% общего адресуемого рынка. При этом сохраняется потенциал дальнейшего расширения присутствия. Для сравнения: в начале 2018 года на долю систем нагревания табака у Philip Morris приходилось около 13% от общей выручки, а за последние три года средние темпы роста сегмента составили 22% г/г, что является высоким показателем для зрелой табачной индустрии.

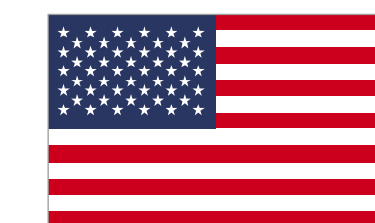
Объемы глобального рынка систем нагревания табака в 2018 году оценивались в \$4,04 млрд. До 2025-го среднегодовой темп его роста прогнозируется на уровне 52,5%. Если в 2014 году во всем мире было продано 100 тыс. устройств и 15,3 млн нагревающихся табачных стиков, то в 2019-м объем этих продаж увеличился до 12,8 млн и 69,5 млрд соответственно. Мы считаем, что именно Philip Morris выступит одним из главных бенефициаров смещения тренда в сторону альтернативных бездымных способов курения.

По итогам текущего года менеджмент компании прогнозирует рост выручки на 9% г/г. Мы рассчитываем, что в 2022 году позитивная динамика продолжится и выручка прибавит около 5,5% г/г. Доходы от реализации систем нагревания табака должны увеличиться на 29% и

Вадим Меркулов,  
директор аналитического департамента  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



11

Акция против Индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
PM	0,7%	(2,4%)	(4,0%)	(0,0%)	30,8%
S&P 500	(0,1%)	2,5%	4,5%	4,4%	32,4%
Russell 2000	0,0%	1,0%	5,0%	2,8%	43,2%
DJ Industrial Average	0,0%	2,0%	5,0%	2,3%	26,2%
NASDAQ Composite Index	(0,9%)	2,6%	3,2%	4,0%	32,5%



PHILIP MORRIS  
EESTI







# Инвестиционная идея

## Хедж в виде длинного спреда путов на SPY

### Обоснование идеи

2-3 ноября состоится очередное заседание ФРС, на котором, как ожидается, будет принято решение сократить ежемесячные объемы выкупа облигаций. Реакция рынка на этот шаг регулятора, скорее всего, будет негативной, так как и после заседаний FOMC в июне и в августе S&P 500 корректировался вниз. На этот раз биржевые игроки могут начать распродавать активы, что вызовет снижение индекса широкого рынка в диапазоне 4-5%.

Предлагаемая стратегия позволит частично компенсировать просадку инвестиционного портфеля в случае коррекции. Использование одного биржевого инструмента для снижения риска изменения цены другого из-за неблагоприятного влияния рыночных факторов называют хеджированием. Его цель – не извлечение прибыли, а снижение рисков и защита от убытков.

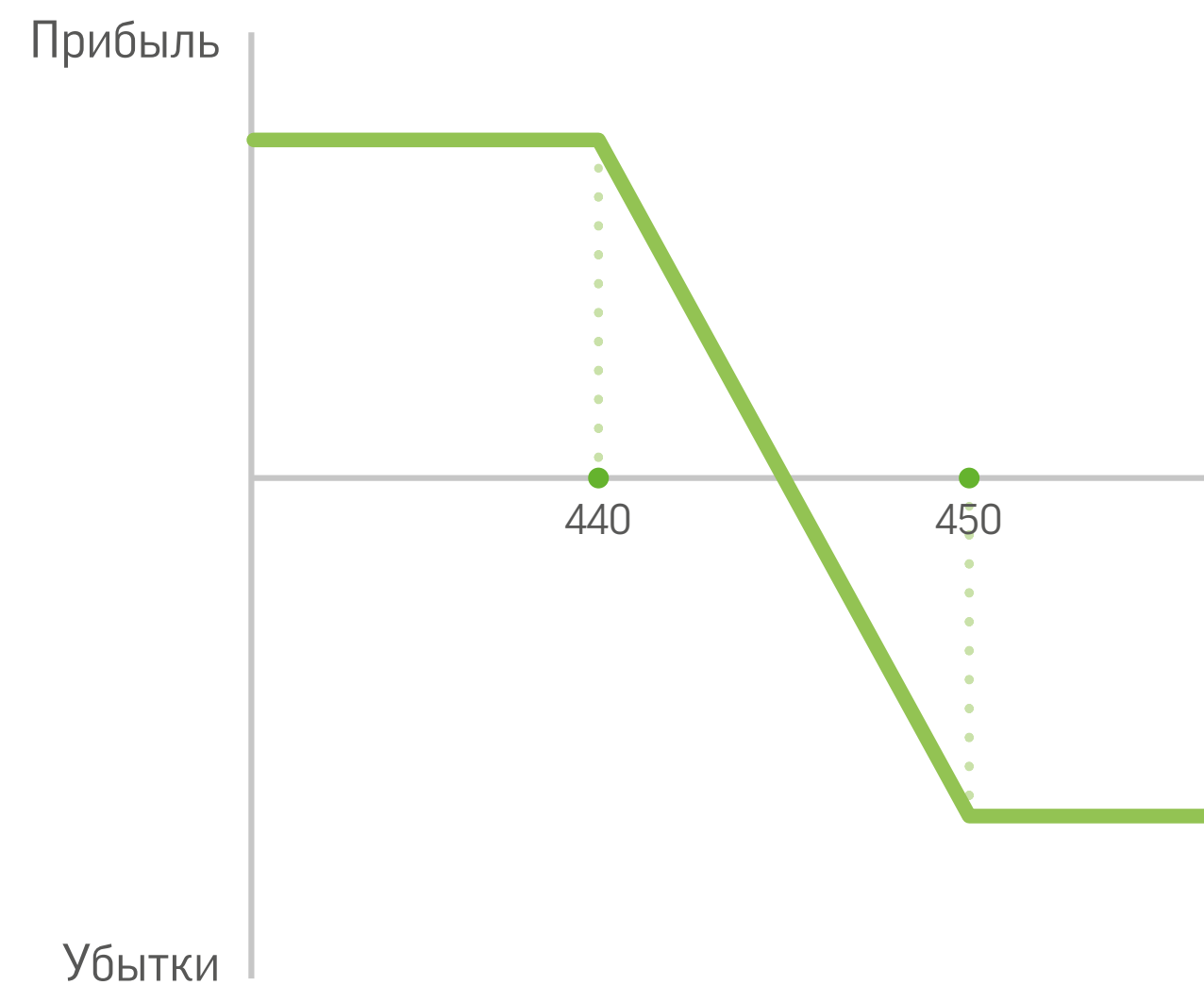
### Описание стратегии

Длинный спред путов – альтернатива покупке пута. Купленный с целью хеджирования пут – лучшая защита для портфеля, но она слишком дорога. Продажа более дешевого пута со страйком 440 помогает снизить затраты на покупку более дорогого пута со страйком 450, но ограничивает потенциальную прибыль при сильном движении цены актива вниз и снижает эффект хеджирования.

Ни в коем случае нельзя позволить цене актива упасть ниже страйка проданного опциона. В случае если цена сравнялась со страйком проданного опциона, нужно выполнить процедуру роллирования: выкупить ноябрьский put со страйком 440 и продать декабрьский put с более низким страйком. Главное условие роллирования заключается в том, что оно должно быть проведено без дополнительных затрат: продажа декабрьского опциона компенсирует выкуп ноябрьского опциона со страйком 440.

Количество покупаемых и продаваемых опционов зависит от размера инвестиционного портфеля

### Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



### Управление позицией

Стратегия с фиксированным уровнем риска.

### Риски

Максимальные потери заранее известны, они не превысят максимальный убыток, указанный в пункте «параметры сделки».

Если цена актива на дату экспирации будет ниже страйка проданного опциона, придется выкупить 100 акций SPY на каждый проданный опцион по цене \$440 за штуку. Этого нужно постараться избежать. В случае снижения цены на SPY до \$440 целесообразно провести процедуру роллирования проданного опциона.

### SPDR S&P 500 ETF Trust

Тикер базового актива:	SPY
Покупка	Put со страйком 450
Продажа	Put со страйком 440
Индустрия:	Индексные фонды
Стоимость стратегии:	\$138(дебит)*
Ожидаемая доходность:	\$862
Точка безубыточности:	\$448,62
Горизонт идеи:	До 19.11.21



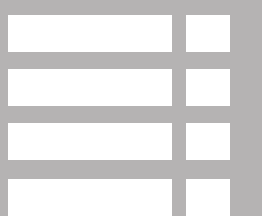
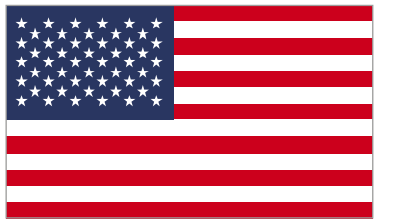
Идея с повышенным инвестиционным риском

### Параметры сделки

Продажа	Пут 440 @\$1.85
Покупка	Пут 450 @\$3.23
Дата экспирации	19.11.21
Маржинальное обеспечение	\$138
Максимальная прибыль	\$862 - вероятность 30%
Максимальный убыток	\$138 - вероятность 17%

Низкий процент вероятности максимальной прибыли не должен смущать: позиция строится как хедж – страховка на случай просадки рынка. Текущий тренд остается восходящим, поэтому вероятность снижения невысока.

Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





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

### Wonolo



Стартап Wonolo разработал приложение для поиска работы в сфере гиг-экономики. Эта модель предполагает не наем сотрудников в штат, а их приглашение для реализации конкретных проектов. Компания привлекла финансирование в объеме \$140 млн. от Leeds Illuminate, 137 Ventures, G2 Venture Partners, а также Franklin Templeton. По данным стартапа, на сегодняшний день более 1 млн. сотрудников розничной торговли, курьеров, административных клерков, разнорабочих воспользовались ее платформой для поиска работы. Продукт Wonolo пользуется спросом у Coca-Cola, Uniqlo, Mutual of Omaha. Компания направит полученные в ходе инвестраунда средства на расширение бизнеса в США и экспансию за их пределы, которую планирует в будущем. CEO компании заявил, что в модели гиг-экономики задействовано около 50% всех участников рынка труда, но их интересы неправильно поняты и недооценены. Wonolo работает над усовершенствованием своих сервисов, рассчитывая, что ее пользовательская база будет расширяться за счет повышения интереса к работе по гибкому графику среди синих воротничков.

### 360Learning



Стартап 360Learning объявил о привлечении финансирования в размере \$200 млн. от Sumner, SoftBank's Vision Fund 2 и Silver Lake Waterman. 360Learning предоставляет возможность получать новые знания и навыки с помощью простой в использовании платформы, которая позволяет создавать курсы и обмениваться ими с другими участниками процесса обучения. Платформа 360Learning позволяет сочетать различные виды медиа и проходить курс обучения в группе. Учащиеся могут снимать видео, добавлять вопросы и давать обратную связь, загружать собственные файлы, добавлять видео с YouTube и из других источников. Таким образом, функционал платформы предоставляет возможность делиться знаниями в своих областях без необходимости наличия особых компетенций для создания курса. В настоящее время услугами 360Learning пользуются 1500 компаний, в том числе LVMH, Aircall, Toyota и Arpen. Они используют платформу для адаптации сотрудников, обучения работе с ПО и приобретения других необходимых для выполнения ими своих обязанностей навыков. Текущий раунд финансирования важен для стартапа, поскольку до этого ему удалось привлечь лишь \$40 млн. 360Learning планирует расширить штат сотрудников, выйти на новые рынки и сделать несколько значимых приобретений.

### Billie



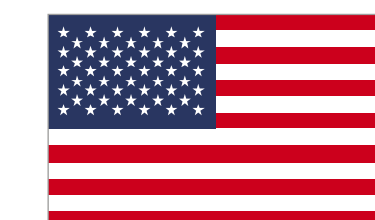
Берлинский стартап Billie работает на рынке платежей по модели «купи сейчас – плати позже», ориентированной на сделки в сегменте B2B. Компания привлекла \$100 млн. в рамках раунда финансирования серии C и планирует использовать эти средства для дальнейшего расширения спектра финансовых услуг в Европе, а также за ее пределами. Интерес к этому бизнесу проявили как финансовые, так и стратегические инвесторы. Основным объемом финансирования предоставил лондонский фонд Dawn Capital, специализирующийся на B2B-стартапах. Также в инвестраунде принял участие китайский интернет-гигант Tencent вместе с Klarna наряду с уже инвестировавшими в Billie Creandum, Speedinvest, Pícus и GFC. Объем транзакций B2B более чем вдвое превышает объем транзакций B2C, для предприятий (особенно представителей малого и среднего бизнеса). В этой связи Billie ставит перед собой цель расширить перечень инструментов, позволяющих сделать эти транзакции такими же простыми в обработке, как и транзакции B2C. Компания присутствует в своем сегменте с 2016 года, и на сегодня база ее клиентов превышает 100 тыс.

### Brex



Brex работает в сегменте B2B, предлагает кредитные карты для бизнеса и расчетно-кассовое обслуживание. Быстрорастущий финтех привлек финансирование в объеме \$300 млн., что позволило ему перейти в статус компаний с оценкой выше \$10 млрд. всего через шесть месяцев, после того как его оценили в \$7,4 млрд. На сегодня компания стоит уже \$12,3 млрд. Основным инвестором нового раунда стал инвестиционный фонд Greenoaks Capital. Brex сообщила, что ежемесячно привлекает тысячи новых клиентов из различных секторов бизнеса и планирует удвоить выручку за 2021 год. Клиентская база стартапа за первый квартал текущего года была расширена на 80%, а число ежемесячно активных клиентов увеличилось в пять раз. В этом году компания предложила сервис Brex Premium стоимостью \$49 в месяц. Менеджмент не раскрывает количество подписчиков этой услуги, указывая лишь, что оно значительно превосходит собственные ожидания компании.

Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# IPO AirSculpt Technologies

## Скульптор твоего тела

AirSculpt Technologies 28 октября проводит IPO, андеррайтерами которого стали Morgan Stanley, Piper Sandler, SVB Leerink

### Чем интересна компания?

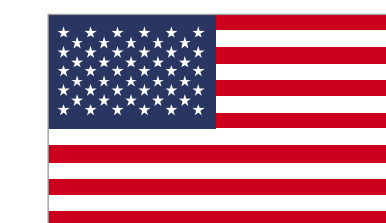
**1. О компании.** AirSculpt предоставляет пациентам широкий выбор процедур по удалению излишков жира малоинвазивными методами, а также использует инновационные методы пересадки жировых клеток пациента для увеличения некоторых частей тела без имплантации силикона или других искусственных материалов. Наибольшей популярностью пользуются процедуры Power BBL™ и Up a Cup™ – использование жира пациента с живота или бедер для увеличения ягодиц (в первом случае) и бюста (во втором). Также компания проводит процедуру Hip Flip по трансплантации жировых клеток на бедра для формирования фигуры типа «песочные часы». За неделю в каждом из центров компании можно проводить 36 операций. В 2020 году средняя стоимость процедуры составляла \$10,6 тыс., было проведено более 5800 процедур контурирования тела, за первое полугодие 2021-го их число уже превысило 5400.

**2. Потенциальный рынок.** В Grand View Research за 2020 год прогнозировался рост мирового рынка неинвазивного сжигания жира с \$993 млн в 2019-м до \$3,3 млрд к 2027-му. По данным Global Market Insights, североамериканский рынок нехирургических процедур уменьшения жировых отложений в 2020 году составлял \$434 млн. Темп его ежегодного роста до 2026-го оценивается в 16,6%.



### Обзор перед IPO

Эмитент:	AirSculpt Technologies
Тикер:	AIRS
Биржа:	NASDAQ
Диапазон на IPO:	\$15-17
Объем к размещению:	\$160 млн
Андеррайтеры:	Morgan Stanley, Piper Sandler, SVB Leerink



15

 **ELITE**  
BODY SCULPTURE



# Российский рынок

## Ни шагу назад

### Укрепление рубля оказало поддержку отечественным фондовым площадкам

Несмотря на благоприятный внешний фон (индексы Dow и S&P 500 обновили максимумы), российский фондовый рынок продемонстрировал боковую динамику. Впрочем, в отличие от американских, отечественные фондовые площадки не скатывались в глубокую коррекцию, а индекс РТС достиг максимума за 10 лет на фоне укрепления рубля.

Пара USD/RUB опустилась ниже 70 впервые с лета прошлого года. Это стало не следствием притока средств нерезидентов в облигации, а было обусловлено ростом цены на нефть. В рублевом выражении Brent стоит около 6 000 за баррель, что соответствует историческому максимуму. В долларовом эквиваленте нефть подорожала до \$85 за «бочку». Мы ожидаем, что курс рубля до конца года будет соответствовать цене на нефть в диапазоне 5500–6000 руб.

Банк России повысил ключевую ставку до 7,5% годовых. Базовая инфляция ускорилась до 7,6%, продовольственная – до 9,2%, а инфляционные ожидания поднялись выше 13%. ЦБ прогнозирует, что к концу года инфляция может вплотную подойти к 8%, что

потребуется нового повышения ключевой ставки. Глава регулятора Эльвира Набиуллина не исключила, что в декабре ставка будет поднята еще на 1 п.п. Возврат к нейтральной денежно-кредитной политике ожидается теперь не ранее середины 2023 года. Ориентир на будущий год по усредненной ставке: 7,3–8,3% годовых.

Реакция рынка на последние события была спокойной. Негативное влияние повышения ставки на компании из реального сектора экономики ограничено и отражает уже произошедшие изменения на денежном и облигационном рынках. Для финансового сектора повышение ставки выгодно: ставки по кредитам для населения, кроме льготных, могут вырасти в пределах 1 п.п.

В серьезную коррекцию, похоже, перестали верить даже любители коротких продаж. Приток средств в фонды акций продолжается. Поддержку рынку оказывает положительная динамика на внешних сырьевых и фондовых площадках. В России продолжается не только сезон отчетности, но и сезон IPO. На биржу уже вышли Ренессанс страхование и Softline, на подходе размещения компаний Делимобиль и ЦИАН.

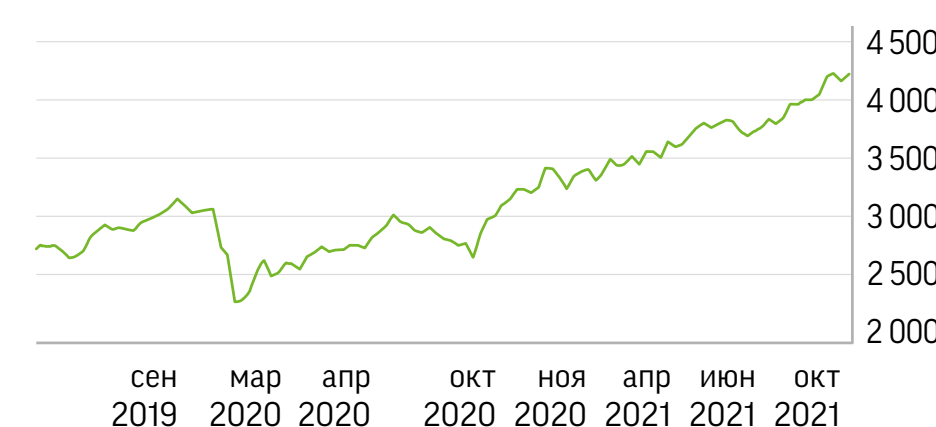
Георгий Ващенко,  
заместитель  
директора департамента  
торговых операций  
ИК «Фридом Финанс»



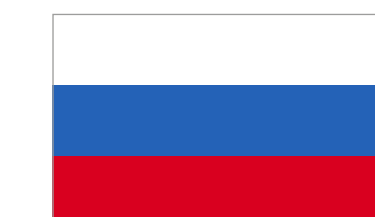
### Ключевые индикаторы по рынку

Акция	Значение на 11.10.2021	Значение на 25.10.2021	Изменение, %
MOEX	4 279	4 254	-0,58%
РТС	1 882	1 919	1,97%
Золото	1 756	1 806	2,85%
Brent	83,92	85,79	2,23%
EUR/RUB	82,94	81,01	-2,32%
USD/RUB	71,66	69,79	-2,62%
EUR/USD	1,1569	1,1608	0,34%

### Индекс Мосбиржи дневной



Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



16

### Ожидаем

На динамику российского рынка окажут влияние движение цен на сырьевые товары и тренды на американских площадках, зависящие от корпоративных отчетов и данных макростатистики. Поскольку сезон отчетности проходит свой пик, наиболее вероятно небольшое снижение. Ожидания по индексу Московской биржи: диапазон 4100–4300 пунктов. Ориентир для пары USD/RUB: 69–72.

### Наша стратегия

Рекомендуем спекулятивно покупать бумаги М.видео, Детского мира, Московской биржи, МТС. Для открытия коротких позиций подойдут акции НЛМК и НОВАТЭКа.

Российский рынок демонстрирует боковую динамику в узком коридоре 4200–4300 по индексу Московской биржи. Пара USD/RUB впервые с лета прошлого года опустилась ниже отметки 70.



# Российский рынок

Новости рынков и компаний

## Северсталь

**Северсталь** опубликовала операционные и финансовые результаты по МСФО. Производство чугуна и стали составило 2 728 тыс. и 2 878 тыс. тонн соответственно. Объем реализации стальной продукции оказался равен 2 694 тыс. тонн. Выручка увеличилась с \$2 946 млн во втором квартале до \$3 206 млн в июле-сентябре. EBITDA достигла \$1 723 млн, что соответствует рентабельности 54%. Прибыль увеличилась на 9% кв/кв, до \$1 237 млн. Менеджмент Северстали рекомендует выплатить 85,93 руб. на акцию в виде дивиденда.



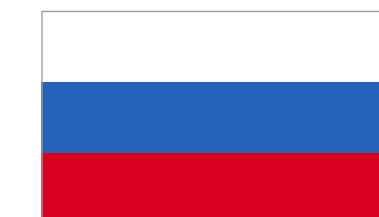
**ММК** представил отчетность по международным стандартам. Согласно обнародованным данным, выручка компании сократилась на 7% кв/кв, до \$3 031 млн. EBITDA составила \$1 157 млн, что соответствует рентабельности 38%. Прибыль упала на 20% кв/кв, до \$819 млн. Свободный денежный поток компании в размере \$409 млн будет распределен в виде дивидендов. Долговая нагрузка ММК составляет 0,04x EBITDA.



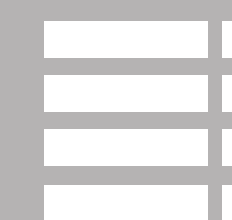
**НЛМК** выпустил квартальный отчет, согласно которому производство стали на его предприятиях упало на 15% кв/кв ввиду сокращения объемов выпуска на Липецкой площадке из-за проведения ремонтных работ. Продажи на «домашних» рынках составили 2,8 млн тонн, на экспорт было поставлено 1,4 млн тонн продукции. Выручка от ее продаж составила \$4560 млн. EBITDA оказалась на уровне \$2 287 млн, соответствующем рентабельности 50%. Прибыль увеличилась в 5,2 раза по сравнению с результатом аналогичного периода 2020-го и достигла \$1 622 млн. Долговая нагрузка компании составляет 0,43x EBITDA.



Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



17





# Российский рынок

Акция	Значение на 11.10.2021	Значение на 25.10.2021	Изменение, %
<b>Металлургический и горнодобывающий сектор</b>			
Северсталь	1596,2	1630	2,12%
НЛМК	221,66	227,9	2,82%
ММК	72,045	68,5	-4,92%
ГМК Норникель	22620	22912	1,29%
Распадская	450,3	449,96	-0,08%
АЛРОСА	141,11	128,33	-9,06%
Полюс	12255,5	14061	14,73%
Мечел - ао	161,98	160,69	-0,80%
Мечел - ап	305	313,55	2,80%
Русал	76,78	79,495	3,54%
Polymetal	1239,5	1367,8	10,35%
<b>Финансовый сектор</b>			
Сбербанк-ао	387	369,61	-4,49%
Сбербанк-ап	356,09	338	-5,08%
ВТБ	0,05631	0,055745	-1,00%
АФК Система	28,718	28,368	-1,22%
МосБиржа	176,6	174,93	-0,95%
Сафмар	431	448,4	4,04%
TCS-гдр	7193	7585,8	5,46%
<b>Нефтегазовый сектор</b>			
Газпром	369,75	364	-1,56%
Новатэк	1906,8	1845,4	-3,22%
Роснефть	643,9	654	1,57%
Сургут-ао	36,79	36,5	-0,79%
Сургут-ап	40,025	38,565	-3,65%
Лукойл	7265,5	7446,5	2,49%
Башнефть - ао	1540	1537,5	-0,16%
Башнефть - ап	1165,5	1172,5	0,60%
Газпром нефть	515,95	518,5	0,49%
Татнефть - ао	566,4	570,9	0,79%
Татнефть - ап	520	523,4	0,65%

Акция	Значение на 11.10.2021	Значение на 25.10.2021	Изменение, %
<b>Электроэнергетический сектор</b>			
Интер РАО	4,983	4,995	0,24%
РусГидро	0,8112	0,8265	1,89%
ОГК-2	0,703	0,7549	7,38%
Юнипро	2,81	2,763	-1,67%
ТГК-1	0,011278	0,011366	0,78%
Энел	0,8722	0,87	-0,25%
Мосэнерго	2,2885	2,3045	0,70%
ФСК ЕЭС	0,19432	0,19312	-0,62%
Россети - ао	1,3993	1,4234	1,72%
<b>Потребительский сектор</b>			
Магнит	6354,5	6464	1,72%
X 5	2425	2469	1,81%
Лента	229	228	-0,44%
Детский Мир	136,14	135,02	-0,82%
М.видео	611	583,9	-4,44%
OZON-адр	3514	3338	-5,01%
Fix Price	649	619,2	-4,59%
<b>Телекоммуникационный сектор</b>			
МТС	318,3	315,55	-0,86%
Ростелеком - ао	91,83	94,01	2,37%
Ростелеком - ап	85,1	85,65	0,65%
<b>Транспортный сектор</b>			
Аэрофлот	70,32	67,94	-3,38%
НМТП	7,815	7,92	1,34%
ДВМП	28,52	28,69	0,60%
GLTR-гдр	596	623,8	4,66%
Совкомфлот	89,99	87,05	-3,27%

Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



18



## Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

Акции нефтегазовой отрасли на этот раз не продемонстрировали выдающейся динамики. Среди аутсайдеров преобладали бумаги финансового и потребительского секторов. В лидеры роста вышли отдельные представители энергетики и металлургии.



# Инвестиционная идея

## М.видео. Дело техники

Целевая цена обыкновенной акции М.видео на конец 2021 года – 898,17 руб.

ПАО «М.видео»

Тикер	MVID
Текущая цена акций	595,60 руб.
Целевая цена акций	898,17 руб.
Потенциал роста	50,80%
Стоп-аут	557,00 руб.

### Операционные результаты

Общие продажи (GMV) М.видео за девять месяцев текущего года повысились на 15,4%, до 393,0 млрд руб. (с НДС). За третий квартал этот показатель увеличился на 2,0% г/г, до 134,7 млрд руб. (с НДС). Замедление роста продаж обусловлено повышением базы расчетов. Совокупный объем онлайн-продаж компании увеличился на 38,5%, до 269,6 млрд руб. (с НДС), достигнув 68,6% от GMV группы, притом что в первом квартале 2020-го их доля составляла 46,7% от совокупного объема реализации. Эта динамика свидетельствует о готовности М.видео к возобновлению карантинных ограничений, предусматривающих приостановку работы офлайн-магазинов непродовольственных товаров. В первом полугодии прошлого года, несмотря на ограничительные противоэпидемические меры, продлившиеся два месяца, продажи группы увеличились почти на 8% г/г, что мы оцениваем как сильный результат. Продажи (GMV) и выручка компании выросли за указанный период на 7,6% и 7,7% г/г. Общее количество магазинов сети М.видео-Эльдорадо за девять месяцев 2021-го достигло 1 178, увеличившись на 104. Торговые точки компании работают в 328 городах России. С января по сентябрь магазины сети появились еще в 49 российских городах. До слияния с сетью Эльдорадо в 2017 году (сумма сделки: 45,5 млрд руб.) М.видео было представлено 424 магазинами, в 2019-м их количество достигло 1038. Таким образом, компания активно продолжает расширяться на потенциально привлекательном для себя региональном рынке.

### Финансовые результаты и наши прогнозы

Выручка М.видео выросла на 22,3% г/г, до 212 776 млн руб., благодаря увеличению числа покупателей с высокими средним чеком и частотой покупок, а также активному повышению объема онлайн-продаж. EBITDA торговой сети выросла на 37,1%, до 18 311 млн руб. Этот показатель за первое полугодие 2021-го включает разовые доходы, в частности прибыль от продажи маркетплейса goods.ru в размере 3 571 млн руб., а также доход в размере 2 520 млн руб. от списания задолженности по субсидируемому кредиту.

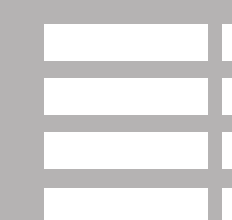
Александр Осин,  
аналитик управления операций  
на российском фондовом рынке  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



19



*М.видео*

Скорректированная чистая прибыль торговой сети увеличилась на 18% г/г, до 6 390 млн руб. Чистый долг на 30 июня 2021 года составил 64 070 млн руб., повысившись на 58% по сравнению уровнем на 31 декабря 2020 года. Соотношение между чистым долгом и скорректированной EBITDA составило 1,9x.

Менеджмент М.видео-Эльдорадо рекомендовал совету директоров направить на дивиденды 6 390 млн руб., что эквивалентно 35,54 руб. на акцию. Итоговый дивиденд за 2021 год прогнозируем в размере 63,26 на акцию. Эта оценка учитывает приближение коэффициента чистый долг / EBITDA компании к 2x. При превышении этого уровня дивиденд в размере 100% скорректированной чистой прибыли не гарантирован.

Совет директоров М.видео-Эльдорадо одобрил покупку компании Директ Кредит – крупнейшего кредитного брокера в России с долей на рынке POS-кредитования 25%. В результате сделки у группы появится новое направление деятельности с потенциалом роста доли в прибыли и выручке от 10% и более.

По заявлению гендиректора М.видео-Эльдорадо Александра Изосимова, SPO группа проводить не планирует, поскольку не нуждается в таком источнике финансирования. В то же время господин Изосимов допустил, что мажоритарии могут продать часть своих акций для дальнейшего увеличения free float.

### Наши оценки

М.видео немного переоценено к российским аналогам с точки зрения соотношения финансовых мультипликаторов. Учитывая способность компании сохранять стабильную маржу прибыли и высокие темпы развития бизнеса, мы консервативно закладываем в долгосрочные модели на 2021–2026 годы прогноз среднего роста выручки на 15% и отношение чистого денежного потока к выручке на уровне 2%. В 2009–2012 годах и 2016–2018-х соотношение FCF/выручка у компании равнялось 3%, а выручка увеличивалась в среднем на 23% и 27% соответственно. В 2013–2019 годах на фоне спада экономической активности отношение чистого денежного потока к выручке уменьшилось до 2% при замедлении среднегодового роста выручки до 17%. Активный рост дохо-



# Инвестиционная идея

дов М.видео в 2018 году стал результатом сделки по покупке сети Эльдорадо. Выручку и чистую прибыль группы по итогам текущего года мы прогнозируем в объеме 479,2 млрд и 12,6 млрд руб. В 2022-м ожидаем роста соответствующ

щих показателей до 562,8 млрд и 13,2 млрд руб. На основе представленных средне- и долгосрочных прогнозов и расчетов справедливую цену обыкновенной акции М.видео на конец 2021 года устанавливаем на уровне 898,17 руб.

Финансовые показатели	31.12.2019	31.12.2020	2021	2022
Выручка, млн руб.	365 216,00	417 857,00	479 245,26	562 792,06
ЕВИТДА, млн руб.	46 617,00	48 618,00	57 509,43	61 907,13
Чистый доход, млн руб.	9 089,00	10 287,00	12 595,02	13 211,39
Доход на акцию	50,56	57,22	70,06	73,49
Операционная маржинальность	13%	12%	12%	11%
Чистая маржа	2%	2%	3%	2%

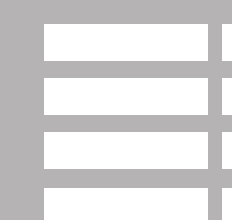


	Current	Market's Median
EV/Revenue	0,55	0,63
EV/EBITDA	4,67	5,73
P/E	9,88	9,78
P/Revenue	0,24	0,29
P/CF	11,88	3,60
P/FCF	17,35	6,57

Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



20



**М.видео**

	2Q2021	2022
Долг к активам	0,2	0,2
Долг к акционерному капиталу	2,0	2,3
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,4	0,5
Текущая ликвидность	0,9	0,9
Быстрая ликвидность	0,2	0,2
Коэффициент Альтмана	1,8	1,8

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
MVID:RX	0,99%	-2,91%	1,12%	-7,77%	-13,31%
IMOEX	-0,59%	-1,79%	2,61%	10,50%	47,16%
RTS	-0,99%	-0,40%	6,72%	15,66%	62,05%
Russell 2000	-0,72%	0,89%	3,18%	3,64%	47,04%
S&P 500	0,18%	1,22%	4,94%	4,28%	38,21%
NASDAQ Composite	0,06%	0,70%	4,98%	3,78%	36,21%



# Рынок Украины

## В фокусе новые корпоративные бонды

Украинское подразделение «Фридом Финанс» дебютировало в качестве андеррайтера корпоративных облигаций на локальном рынке долга

Индекс UX с 11 по 22 октября прибавил незначительные 0,17%. Входящие в индекс акции демонстрировали разнонаправленную динамику. Впечатляющий рост показали Укрнафта (+9,8%) и – под влиянием низкой ликвидности биржевого «стакана» – Турбоатом (+30,77%). Акции МНП S.E. (МНПС) на Лондонской бирже поднялись до \$8,1, а на домашнем для себя рынке подорожали на 4,65%. Глубокое падение зафиксировано в бумагах Центрэнерго (-12,79%).

«Фридом Финанс Украина» 22 октября впервые стала андеррайтером первичного размещения корпоративных облигаций ЭСКА Капитал. Эта компания провела эмиссию своих бондов серии D сроком обращения три с половиной года в объеме 100 млн грн. Доходность при размещении составила 16% к погашению, купонная доходность также равняется 16%. Выплаты купона будут проводиться ежемесячно. «Фридом Финанс Украина» исполнила весь объем взятых на себя обязательств по андеррайтингу.

ЭСКА Капитал предоставляет предприятиям микро, малого и среднего бизнеса и физлицам кредиты для покупки новых и поддержанных легковых и грузовых автомобилей, сельскохозяйственной, строительной и спецтехники. Облигации компании предлагают оптимальное соотношение риск / доходность на корпоративном долговом рынке Украины. За первый квартал 2021 года чистый доход ЭСКА Капитал увеличился на 43% кв/кв, чистая прибыль повысилась на 63% кв/кв. Активы выросли в 1,7 раза кв/кв, капитал увеличился почти на треть. Динамика показателей компании свидетельствует об устойчивом росте бизнеса и уверенных перспективах, что подтверждает надежность вложений в ее долговые бумаги. Пара USD/UAH последние две недели колебалась в диапазоне 26,36–26,15. Гривна пыталась пробить вниз отметку 26, но вернулась в коридор 26,3–26,4. Консенсус на ближайшие два квартала предполагает возврат пары к уровням 27–27,5.

Денис Белый,  
главный казначей  
ИК «Фридом Финанс»  
Украина



Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

### Динамика наиболее интересных акций

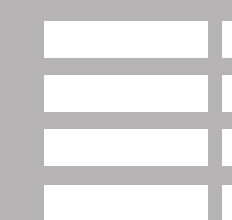
Инструмент	Значение на 12.10.2021	Значение на 26.10.2021	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1 797,13	1 800,24	0,17
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,45	0,45	0,00
Укрнафта, (UNAF)	255,00	280,00	9,80
Центрэнерго, (CEEN)	8,60	7,50	-12,79
Фергехро (FXPO), GBp	317,40	319,80	0,76
Донбассэнерго, (DOEN)	14,00	14,00	0,00
Турбоатом, (TATM)	6,50	8,50	30,77
МНП S.E., (МНПС)	215,00	225,00	4,65
USD/UAH	26,36	26,35	-0,04

### Ожидания

Рост акций Мироновский хлебопродукт (МНПС) до \$8,5 к концу текущего года.



21

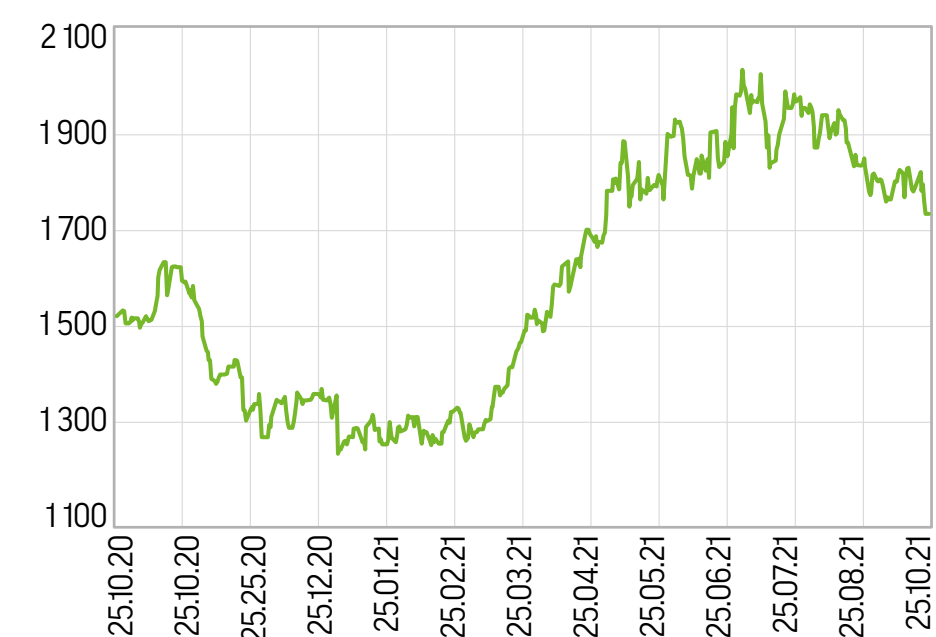




- **Европейские банки пролонгировали синдицированный кредит для Кернелла.** Кредитная линия в объеме \$120 млн была расширена до \$420 млн на год.
- **Укртелеком отчитался лучше ожиданий.** За три квартала текущего года монополист на рынке телекоммуникационных услуг увеличил EBITDA на 17% г/г, до 1,6 млрд гривен, выручка повысилась на 7% г/г, до 5 млрд гривен.
- **Комиссия по ценным бумагам анонсировала запуск в 2022 году торговли биржевыми индексами на товары.** «Ежедневно запускаются индексы на основные виды товаров на фьючерсных рынках. Очень хотим, чтобы уже в 2022 году были как индексы, так и торговля ими», – заявил член комиссии Арсен Ильин.
- **Украинская ЖД стабилизировала прибыль.** Государственное предприятие генерирует прибыль шесть месяцев подряд. По состоянию на конец августа 2021 года показатель составил 507 млн гривен, в сентябре – 322 млн.



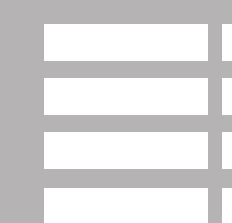
Динамика индекса UX, 1 год



Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Динамика USD/UAH, 1 год





## У KASE открылось второе дыхание

Начавшийся сезон квартальной отчетности способен обеспечить основной индекс Казахстанской фондовой биржи сильным позитивным драйвером

**С 16 сентября по 11 октября KASE прервал серию обновлений исторических максимумов, что дало инвесторам возможность перевести дух после августовского ралли. Рост возобновился 12 октября благодаря скачку акций Народного банка на 5,6%. Однако этим рынок не ограничился: в последующие два дня котировки Kcell и Казатомпрома прибавили по 10%.**

Со второй декады октября значительно улучшились настроения на фондовых площадках. Технические сигналы указывали на продолжение восходящих трендов по ряду бумаг. Мы увеличили число акций с рекомендацией «покупать». Самый высокий рост из рекомендованных к покупке показали бумаги Kcell: +27%. Еще до объявления сделки по продаже 24%-го пакета Казахтелекомом мы прогнозировали возможность повышения котировок после формирования на графике фигуры «треугольник». Эти ожидания реализовались 14 октября, и в течение десяти торговых дней подряд акции компании поднимались в цене.

Вторая позиция в списке лидеров роста досталась Казатомпрому. Поддержку его акциям оказало возобновление позитивной динамики в ценах на уран, скорректировавшихся после сильного ралли. Интересной новостью стали планы компании вкладывать средства в фонд физического урана ANU Energy совместно с инвестиционным подразделением Нацбанка. На сегодняшний день серьезного влияния на котировки Казатомпрома и урана это не оказало, однако реализация упомянутых планов способна

повысить спрос на радиоактивный металл еще на \$500 млн. Среди акций зарубежных эмитентов, которые мы рекомендовали к покупке, выделяется Bank of America, чистая прибыль которого в третьем квартале 2021 года увеличилась на 58%, а выручка выросла на 12%.



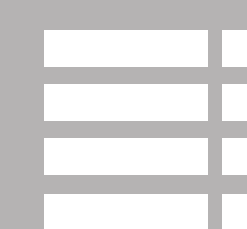
### Ожидания и стратегия

На KASE стартовал сезон квартальной отчетности. Результаты Kaspi оказались сильными и превзошли наши ожидания. В результате котировки эмитента достигли целевой цены, которая в этой связи была повышена. Мы ожидаем, что публикация отчетов станет основным фактором, определяющим движения бумаг Kaspi, Народного банка, Казахтелекома, входящих в наш топ-лист. Технические факторы благоприятствуют росту акций Kcell и БЦК.

### Динамика акций и ГДР

Акция	значение на 11.10.2021	значение на 25.10.2021	изменение, %
Индекс KASE	3 442,84	3 744,10	8,8%
Kcell (KASE)	1 307,66	1 665,96	27,4%
Казатомпром (KASE)	16 389,65	19 680,00	20,1%
Bank of America (KASE)	18 900,00	20 399,00	7,9%
Халык Банк (KASE)	183,40	195,39	6,5%
Банк ЦентрКредит (KASE)	305,00	322,35	5,7%
Халык Банк (GDR)	17,60	18,30	4,0%
Казахтелеком (KASE)	35 650,01	36 300,10	1,8%
Kaspi (KASE)	48 243,90	48 511,99	0,6%
KEGOC (KASE)	1 889,71	1 898,50	0,5%
Казтрансойл (KASE)	1 099,00	1 090,00	-0,8%

Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





- **Нацбанк повысил базовую ставку до 9,75% годовых.** Решение принято на фоне сохраняющегося проинфляционного давления в экономике, из-за чего инфляция превышает прогнозные 7,5-8,5%. Дополнительными аргументами для ужесточения монетарной политики выступает рост цен на мировых рынках, разгон инфляции в государствах – торговых партнерах и высокие инфляционные ожидания внутри страны.
- **Казатомпром анонсировал план инвестирования в фонд физического урана.** На первом этапе на закупку урана планируется направить \$50 млн из средств учредителей. Затем объем инвестиций должен увеличиться до \$500 млн. Их планируется привлечь через публичное или частное размещение. Ожидается, что новый фонд также будет оказывать влияние на ограниченное рыночное предложение вместе с Sprott и Yellow Cake.
- **Kaspi.kz завершил сделку по покупке 100% Portmone Group.** Приобретение украинского независимого поставщика платежных услуг позволит Kaspi получить лицензию и аккредитацию Visa и MasterCard в Украине. Кроме того, стало известно, что финтех покупает БТА банк Украина для получения лицензии на ведение банковской деятельности в этой стране.



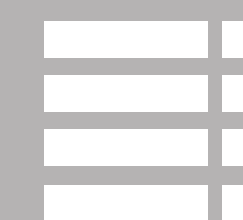
Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





## Превосходя ожидания

Сильные результаты отчетности за третий квартал 2021 года обеспечат бумаги Kaspi новым драйвером роста

### Причины для покупки:

- **Обновление рекордов финансовыми показателями.** Kaspi.kz 25 октября представила отчетность за третий квартал 2021 года. Выручка и прибыль компании установили новые максимумы. В частности, прибыль поднялась на 27% кв/кв и 81% г/г, оказавшись на отметке 124,8 млрд тенге. Процентные доходы увеличились на 37% г/г и на 16% кв/кв, достигнув 112,6 млрд тенге. Рост этого показателя ускорился. Комиссионные и транзакционные доходы повысились на 71% г/г и на 17% кв/кв. Наиболее активно росли комиссии с продаж. Позитивным моментом отчетности стало то, что компании удается успешно контролировать расходы, удерживая их на уровне предыдущих кварталов. Руководство Kaspi рекомендует выплатить в виде дивиденда за июль-сентябрь 90 млрд тенге, или 468 тенге на акцию.
- **Рост операционных показателей выше прогнозов.** Объем доходных транзакций в сегменте Payments повысился на 21% кв/кв и 101% г/г при прогнозе роста этого показателя по итогам всего текущего года на уровне 105%. Одним из позитивных драйверов стало увеличение количества POS-терминалов Kaspi Pay в 10 раз, притом что 75% объемов платежей проходят через эквайринг компании. Тем не менее количество продавцов, пользующихся этой услугой, за год увеличилось на 153%, а покупателей стало больше на 39%. В целом же за девять месяцев данный показатель вырос на 133% при обновленном прогнозе 110%. Доходы в сегменте Fintech от выданных кредитов увеличились на 21% кв/кв и 169% г/г. Объем кредитования повысился 156% г/г, превзойдя обновленные

оценки, закладывавшие рост показателя на 125%. Количество ежедневных пользователей приложения выросло на 8% кв/кв, до 6,5 млн, число ежемесячных пользователей увеличилось на 6% кв/кв – до 10,8 млн.

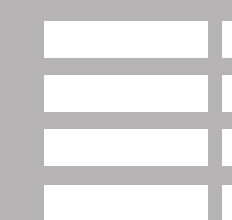
- **Благоприятная техническая картина.** С момента IPO акции Kaspi движутся в выраженном восходящем канале. Очередной отскок произошел после теста уровня \$103, в результате чего акции оказались в середине среднесрочного растущего тренда.



### AO Kaspi.kz

Тикер на AIX/LSE:	KSPI
Текущая цена:	136 USD
Целевая цена:	160 USD
Потенциал роста:	17,6%

### Динамика акций на LSE





## Ставка на зеленое сыграла

Большинство торгуемых в Узбекистане ликвидных акций за минувшие две недели продемонстрировали активный рост

С 11 по 15 октября индекс ликвидных акций узбекистанского фондового рынка EqRe Blue смог пробить уровень сопротивления и подтвердить продолжение растущего тренда. Позитивную динамику бенчмарку обеспечили акции **УзРТСБ (URTS)** (+5,00%), достигшие максимума бумаги **Узметкомбината (UZMK)** (+ 3,09%) и котировки **Узвторцветмета (UVCM)** (+5,88%). **Хамкорбанк (НМКВ)** за рассматриваемую неделю восстановился на 2,63%, преодолев негативную тенденцию в движении акций финсектора. Бумаги **Кизилкумцемента (QZSM)** и **Кувасайцемента (KSCM)** упали на 1,26% и 0,81% соответственно из-за неблагоприятных для сектора новостей. С 18 по 22 октября EqRe Blue вырос на 2,49%, закрепив-

шись значительно выше уровня поддержки. Рост продемонстрировали все входящие в индекс эмитенты, кроме **Узметкомбината (UZMK)**, акции которого пытаются пробить сопротивление на отметке 100 тыс. UZS, и **Узвторцветмета (UVCM)**, бумаги которого скорректировались на 8,33% после дивидендного гэпа.

Позитивную динамику поддержали успешные отчеты банков, а также рост акций **Кварца (KVTS)** на 9,45% и **УзРТСБ (URTS)** на 4,76%. **Акции УзПСБ (SQBN)** отыграли часть потерь благодаря оптимистичным ожиданиям инвесторов относительно его отчетности за третий квартал, возникшим после выхода сильных результатов других представителей банковского сектора.

### Текущие рекомендации по акциям

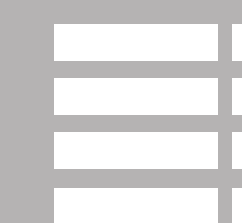
- Акции Тошкентвино комбината (A028090) мы рекомендуем продавать по цене выше 50 000 UZS в связи с достижением таргета.
- Акции УзРТСБ (URTS), Кизилкумцемента (QZSM), КМЗ (KUMZ) и Узвторцветмета (A016460) стоит держать до пересмотра целевой цены нашими аналитиками.
- Акции Кварца (KVTS), УзПСБ (SQBN),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

Бехрузбек Очиллов,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Узбекистан



### Статистика по бумагам в покрытии

Акция	Значение на 08.10.2021	Значение на 22.10.2021	изменение, %
EqRe Blue	2093,90	2176,75	3,96%
KVTS	4150	4597	10,77%
QZSM	6349,99	6298	-0,81%
SQBN	13	13,99	7,62%
URTS	20000,03	22000	10,00%
UZMK	97000	100000	3,09%
KSCM	615000	620000	0,81%
НМКВ	38,00	41,00	7,90%
IPTB	0,94	0,94	0,00%
UVCM	17000	16500	-2,94%
KUMZ	990	950	-4,04%
A028090	65000	65000	0,00%
A005900	12500	13000	4,00%





### Новости экономики и рынка

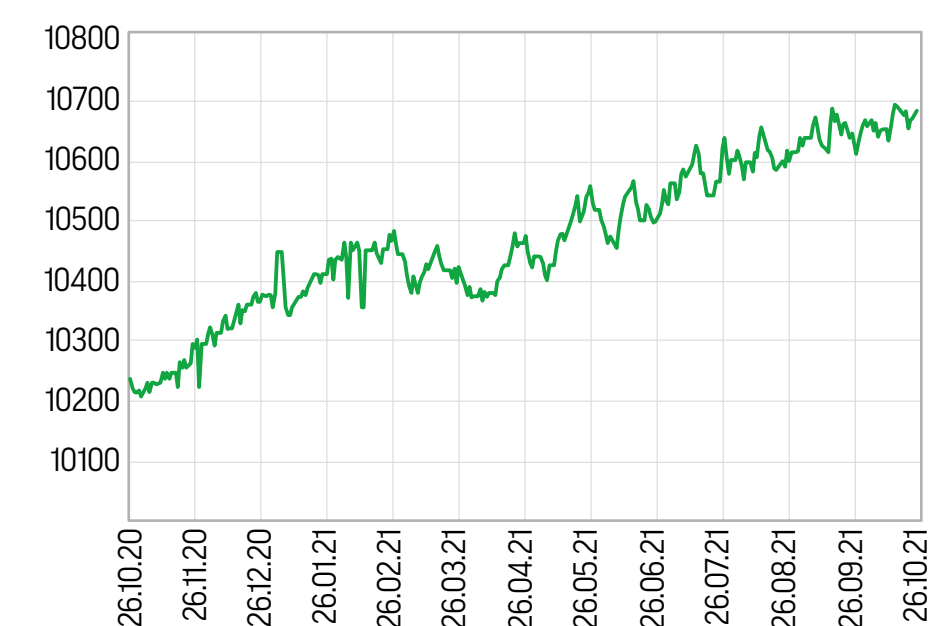
- Узбекский сум в паре с долларом снизился на 3,51% г/г, спред между депозитами в USD и UZS составляет 16-17%. По итогам 2021 года мы прогнозируем девальвацию узбекистанской валюты на 6,28%.
- Средняя ставка по размещениям гособлигаций составила 13,98-13,99%. Государственный облигационный долг достиг \$3,77 млрд.
- Российский инвестдом АТОН начал аналитическое покрытие евробондов Узбекистана.
- Цены на цемент снизились на 2,4% с начала года. Импорт этой продукции вырос на 555 тыс. тонн.

### Корпоративные новости

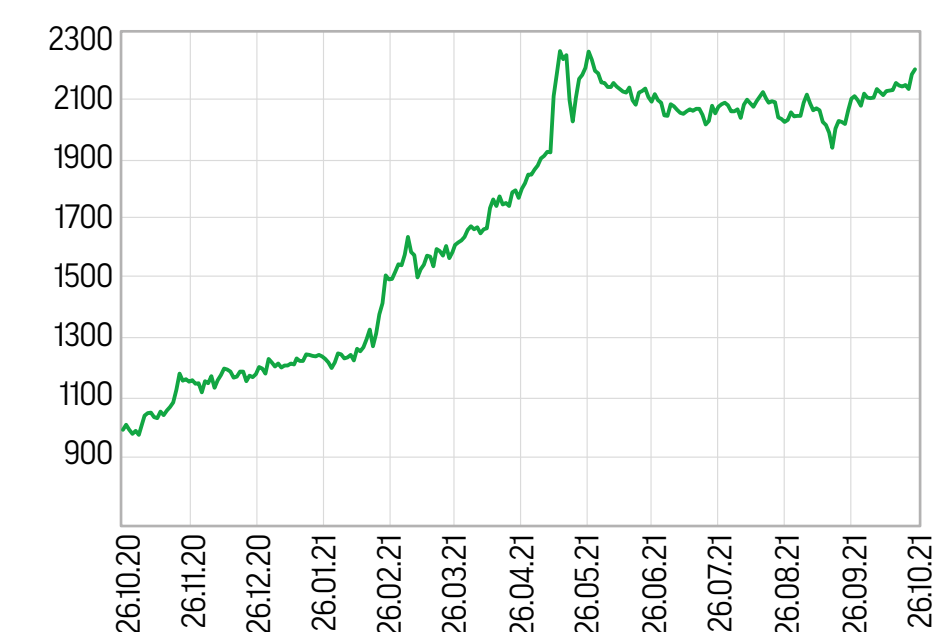
- **Узметкомбинат** за январь-сентябрь увеличил производство стали на 3,3%, а готового проката – на 4,9%.
- **Кизилкумцемент** отчитался за третий квартал снижением выручки и чистой прибыли на 11,47% и 46,30% г/г. Рентабельность чистой прибыли упала с прошлогодних 26,79% до 16,25%.
- **Хамкорбанк** за третий квартал сократил процентные доходы на 14,43%, его беспроцентные доходы увеличились на 171,09% при росте чистой прибыли на 34,46%.
- **Ипотека-банк** в июле-сентябре нарастил процентные доходы на 49,30%, беспроцентные – на 95,61%, в результате чего его чистая прибыль повысилась на 48,97%.
- Доля проблемных кредитов (NPL) **Азия Альянс Банка** достигла 12,3%. Мы рекомендуем воздержаться от покупок торгуемых на Ташкентской бирже облигаций эмитента (ААВК1) с погашением в 2026 году.
- Fitch повысило рейтинг **Узбекгидроэнерго** до суверенного BB-.



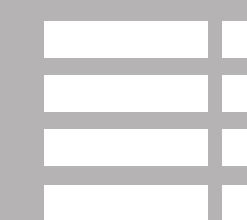
### Динамика USD/UZS, 1 год



### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Ипотека-банк

## Перемены к лучшему

Передача крупного пакета акций Ипотека-банка в собственность венгерскому ОТР будет способствовать реализации высокого потенциала роста его котировок

### Причины для покупки:

**АКИБ Ипотека-банк** – один из крупнейших банков Узбекистана со средней долей рынка по четырем категориям услуг около 8%. Банк был основан 16 февраля 2005 года в результате слияния Узжилзбербанка и кредитной организации Замин.

- **Институциональная доля.** На сегодня 76,7% акций Ипотека-банка владеет Фонд реконструкции и развития Республики Узбекистан, Минфину страны принадлежит пакет в размере 15,77%, государственному Узбекнефтегазу – 2,54%. Таким образом, государство через эти структуры владеет 92,47% уставного капитала банка. 4,56% бумаг находится в собственности иных юрлиц, а физлицам принадлежит 0,43% акций Ипотека-банка.

- **Трансформация бизнес-модели.** Правительство Узбекистана 25 июня 2019 года выпустило постановление, предписывающее изменить структуру бизнеса Ипотека-банка и подготовить его к приватизации с участием Международной финансовой корпорации (МФК). В рамках реализации этих задач был принят комплекс мер по повышению эффективности корпоративного управления и улучшению инвестиционной привлекательности банка. 22 июня 2020-го МФК выдала Ипотека-банку кредит на \$35 млн. По условиям соглашения эта сумма может быть конвертирована в обыкновенные акции банка при их дополнительном выпуске.

- **Новый собственник – венгерский ОТР Bank.** Один из крупнейших банков Венгрии с капитализацией свыше \$15 млрд выкупит пакет из 75% акций Ипотека-банка, на сегодня находящихся в собственности государства. На состоявшемся 29 сентября в Ташкенте Экономическом форуме было подписано соответствующее соглашение. Сделку планируется завершить через два месяца.



### АКИБ «Ипотека-банк»

Тикер на UZSE:	IPTB
Текущая цена:	0,95 UZS
Целевая цена:	2,40 UZS

Выручка, 6М2021 (млрд UZS)	2 163
ЕБИТ, 6М2021 (млрд UZS)	538
Чистая прибыль, 6М2021 (млрд UZS)	409
Чистый долг, 6М2021 (млрд UZS)	28 148

P/E, 6М2021 (x)	4,3x
P/B, 6М2021 (x)	0,6x
EV/S, 6М2021 (x)	4,4x
ROA, 6М2021 (%)	1,9%
ROIC, 6М2021 (%)	1,9%
ROE, 6М2021 (%)	13,6%
Маржа ЕБИТ, 6М2021 (%)	25%

Капитализация (млрд UZS)	2 719
Капитализация по ЦЦ (млрд UZS)	7 173
Целевая цена (UZS)	2,4

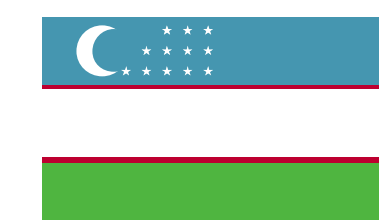
### Динамика акций IPTB на UZSE



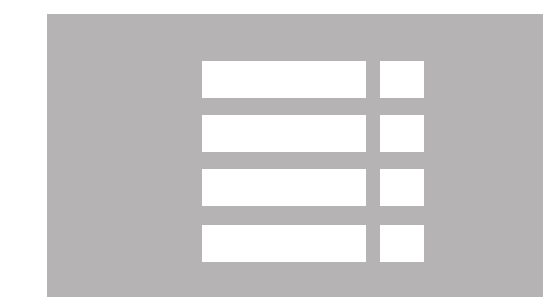
Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	-5%	15%	-3%
vs EqRe Blue	-7%	-12%	-126%



Инвестиционный обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



28





# Рынок Германии

## Время обновлять рекорды

Ралли середины октября создало возможность для штурма исторических максимумов индексом DAX

Торговая неделя с 11 по 15 октября стала лучшей с начала марта для индекса DAX, который завершил ее ростом на 2,5%, до 15 587 пунктов. При этом со среды по пятницу рынок прибавил почти 3%. Одной из важных новостей стали данные по инфляции в США за сентябрь, зафиксировавшие ускорение роста потребительских цен на 0,1% как год к году, так и месяц к месяцу. В Европе стартовал сезон отчетов за третий квартал. Комитет по открытым рынкам ФРС опубликовал протоколы сентябрьского заседания, указавшие на вероятность постепенного сокращения объемов покупки активов с середины ноября. Что касается динамики отдельных акций, представленных на бирже Германии, стоит отметить активный рост котировок производителя программного обеспечения SAP. Компания представила предварительные результаты за третий квартал и обновленные прогнозы. Выручка SAP повысилась на 5%, до 6,84 млрд евро, благодаря увеличению доходов от облачного сегмента на 20% г/г.

Прогноз операционной прибыли за текущий год повышен с 7,95–8,25 млрд евро до 8,1–8,3 млрд.

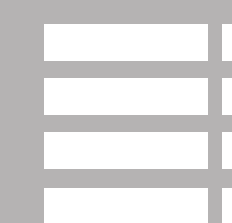
С 18 по 22 октября индекс DAX скорректировался на 0,28%, до 15 543 пунктов. В первый торговый день этой недели рынок снизился на 0,72%, реагируя на слабые данные по ВВП Китая и рост цен на нефть. Важной для Германии новостью стало начало переговоров о создании в Бундестаге коалиции из фракций СДПГ, СвДП и партии зеленых. Если трехпартийный альянс будет сформирован, он сможет выдвинуть лидера СДПГ Олафа Шольца кандидатом на пост канцлера к середине декабря. Предварительная оценка динамики индекса деловой активности (PMI) по еврозоне за октябрь зафиксировала снижение с сентябрьских 56,2 до 54,3 пункта. Аналогичный показатель по Германии опустился с 55,5 до 52,4 пункта под влиянием ситуации в секторе услуг. Промышленный PMI превысил прогноз, закладывавший результат на уровне 56,8 пункта, и достиг 58,2 пункта.

### Ожидания и стратегия

Активный рост индекса DAX в середине октября прервал локальный даунтренд, стартовавший с начала осени. Основной целью «быков» стало обновление исторического максимума на уровне 16030 пунктов. Драйвером роста способен стать предстоящий сезон отчетности в Германии. Для продолжения позитивной динамики DAX важно удержаться выше 15250 пунктов. В случае неудачи даунтренд возобновится.

### Лидеры роста в индексе DAX

Акция	значение на 08.10.2021	значение на 22.10.2021	изменение, %
DAX Index	15 206,13	15 542,98	2,2%
SRT3 GR Equity	502,20	564,20	12,3%
KGX GR Equity	80,04	88,32	10,3%
MRK GR Equity	186,15	202,70	8,9%
IFX GR Equity	35,71	38,51	7,8%
RWE GR Equity	31,00	33,24	7,2%
UN01 GR Equity	36,53	39,15	7,2%
SHL GR Equity	55,44	58,96	6,3%
ADS GR Equity	262,20	277,75	5,9%
TKA GR Equity	8,17	8,61	5,4%
PAH3 GR Equity	84,00	88,44	5,3%
PUM GR Equity	98,30	103,35	5,1%
VNA GR Equity	51,64	54,18	4,9%
G1A GR Equity	38,98	40,83	4,7%





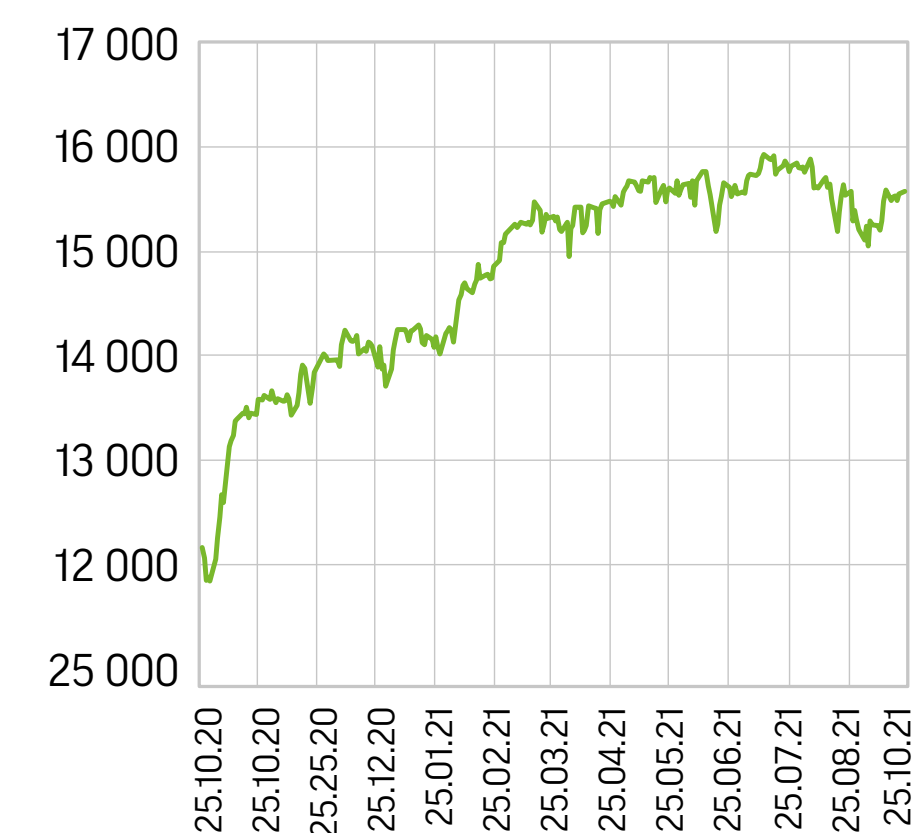
# Рынок Германии

## Важные новости

- **Группа ведущих немецких экономических институтов снизила прогноз ВВП Германии на 2021 год.** Согласно обновленным оценкам, экономика прибавит не 3,7%, а лишь 2,4%. Ухудшение прогноза связано со сбоями в цепочках поставок в производственном секторе. В то же время аналогичные расчеты на 2022 год повышены с 3,9% до 4,8%. Инфляция в 2022-2023 годах прогнозируется на уровне 2,5% и 1,7% соответственно.
- **В сентябре цены производителей выросли на 2,3% м/м и на 14,2% г/г.** При этом консенсус аналитиков закладывал повышение показателя лишь на 1% м/м и 12,7% г/г.
- **Индекс ожиданий в отношении экономики, рассчитываемый ZEW, снижается пятый месяц подряд.** За сентябрь этот показатель упал до 22,3 пункта при консенсусе 24.



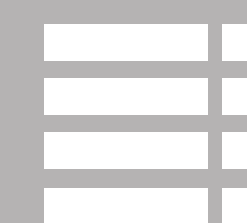
Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



Инвестиционный  
обзор №235  
28 октября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Covestro AG

## Сила в адаптивности

Акции Covestro интересны для покупки благодаря высокому потенциалу роста и привлекательной дивидендной доходности

### Причины для покупки:

- 1. Повышение инвестиций в устойчивый рост.** В рамках стратегии «Устойчивое будущее» Covestro делает ставку на экономику замкнутого цикла и растущий спрос со стороны энергоэффективного строительства и производителей электромобилей. Руководство компании рассчитывает, что спрос на пенопласт в мире будет повышаться на 6% в год до 2025-го. Covestro намерена расширять производственные мощности для удовлетворения этого спроса, для чего планируется возобновить строительство завода, приостановленное в начале 2020 года.
- 2. Расширение применения энергоэффективной технологии AdiP.** Данная технология позволяет снизить выбросы пара и CO<sub>2</sub> на 40% и 35%, а также сократить потребление электроэнергии на 25% на тонну продукции. Изучаются перспективы строительства крупных производственных площадок в США или Китае. Окончательное решение в отношении этих планов будет принято после завершения текущей стадии проекта. Ввод завода в эксплуатацию намечен на 2026 год.

- 3. Улучшение прогнозов на 2021 финансовый год.** В обновленный прогноз Covestro заложена EBITDA в диапазоне 2,7–3,1 млрд евро против 2,2–2,7 млрд по предыдущей оценке. Также компания ожидает более активного роста маржи во второй половине года.
- 4. Восстановление глобального спроса.** Во втором квартале 2021 года результаты Covestro существенно улучшились по сравнению с показателями аналогичного периода 2020-го. В апреле был консолидирован актив по выпуску полимеров и функциональных материалов (RFM), приобретенный у DSM. В результате производство продукции выросло на 35% г/г. Выручка превысила 3,9 млрд евро (+ 83,5%). EBITDA достигла 817 млн евро (+500%), чистая прибыль – 449 млн евро, а свободный операционный денежный поток увеличился до 374 млн евро.
- 5. Оптимистичный настрой руководства.** По словам финансового директора Covestro Томаса Топфера, компания находится в хорошей форме, а для достижения амбициозных целей, связанных с экономикой замкнутого цикла, необходимы капиталовложения в размере около 1 млрд евро в течение следующих десяти лет.

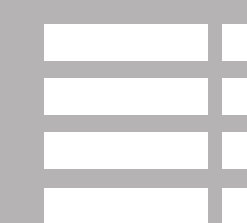
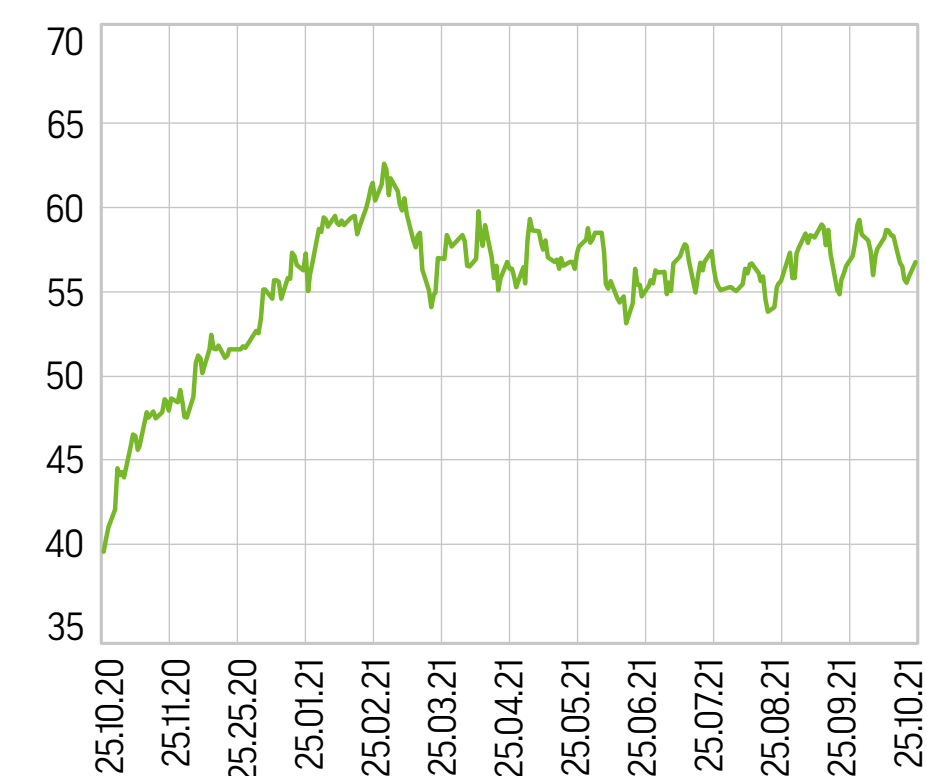


## Среднесрочная идея

### Covestro AG

Тикер на Xetra:	1COV
Текущая цена:	56,54 евро
Целевая цена:	68,92 евро
Потенциал роста:	21,9%
Дивидендная доходность:	2,3%

### Динамика акций COV1 на Xetra







## Тимур Турлов представил главе Казахстана проект «Цифровая ипотека»

Глава Freedom Holding Corp. Тимур Турлов 27 октября 2021 года в рамках международного технологического форума Digital Bridge презентовал президенту Казахстана Касым-Жомарту Токаеву не имеющий аналогов в мире проект компании «Цифровая ипотека». За счет использования этой платформы купить квартиру в ипотеку можно всего за 24 часа.

«Ипотека – один из самых сложных, «тяжелых» банковских процессов. Он, как правило, очень плохо автоматизирован и занимает недели, если не месяцы. Благодаря поддержке Минцифры мы смогли сделать продукт по ипотечному кредитованию на 100% цифровым. Первыми в Казахстане и во всем мире. Теперь квартиру можно купить без единого посещения банка. Без участия хотя бы одного сотрудника банка на всех этапах. Процесс, который от начала и до конца реально пройти за сутки», – прокомментировал событие CEO компании Тимур Турлов.

В России услуга пока недоступна, однако российское правительство уже ознакомилось с данным проектом. В августе Тимур Турлов презентовал проект на площадке Международного финансового центра «Астана» премьер-министрам России Михаилу Мишустину и Казахстана Аскару Мамину.

## Банк «Фридом Финанс» получил премию им. П.А. Столыпина за динамичное развитие

14 октября в рамках XVII Ежегодной международной премии в области экономики и финансов имени П.А. Столыпина профессиональное жюри присудило Банку «Фридом Финанс» звание лауреата в номинации «Динамично развивающийся банк», отметив линейку уникальных финансовых продуктов и услуг, которые он предлагает клиентам.

Награду получил председатель правления Банка «Фридом Финанс» Геннадий Салыч. Он поблагодарил финансовое сообщество за высокую оценку деятельности возглавляемой им организации.

«Эта награда – заслуга каждого работника банка. Она подтверждает эффективность труда всех сотрудников.

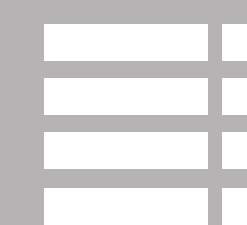


Она доказывает, что вместе мы смогли успешно пройти испытание пандемией и адаптировали наш финансовый бизнес под задачи и потребности клиентов. Банк «Фридом Финанс» является лидером сектора частных инвестиций на рынках России и Казахстана, и сегодня мы снова это подтвердили», – отметил в своем выступлении господин Салыч.

## Вадим Меркулов принял участие в дискуссии на тему ESG-инвестирования

Директор аналитического департамента ИК «Фридом Финанс» Вадим Меркулов стал участником встречи финансовых экспертов, организованной Россельхозбанком и Frank RG. Тема дискуссии, на которой выступал г-н Меркулов, касалась перспектив ESG-компаний и продуктов социально ответственного инвестирования. По мнению представителя нашей компании, мощного триггера к усилению популярности ESG-инвестиций не было. Аналитик обратил внимание, что большой интерес к развитию возобновляемой энергетики и финансированию связанных с ней проектов проявляют США.

Больше всего инвестиций в этот сегмент делают BP, ExxonMobil и другие нефтегазовые компании, подчеркнул Вадим Меркулов. При этом инвестиции в развитие новых месторождений сокращаются, что грозит привести к энергетическому кризису. Спикер привел в пример ситуацию февраля 2021 года в Техасе, когда на фоне аномальных морозов источники возобновляемой энергии перестали работать, а цены на электричество и уголь резко пошли вверх. По словам эксперта, технологий плавного перехода к зеленой экономике, на сегодняшний день нет, хотя аналитики ИК «Фридом Финанс» рассматривают возможность участвовать в размещении зеленых облигаций.





## Москва

+7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, д.15, этаж 18, башня «Меркурий», Москва-Сити, (м. «Выставочная») [www.ffin.ru](http://www.ffin.ru) | [info@ffin.ru](mailto:info@ffin.ru)



## Офисы

### Архангельск

+7 (8182) 457-770  
наб. Северной Двины, д.52, корп. 2  
[arhangelsk@ffin.ru](mailto:arhangelsk@ffin.ru)

### Астрахань

+7 (8512) 990-911  
ул. Кирова, д.34  
[astrakhan@ffin.ru](mailto:astrakhan@ffin.ru)

### Барнаул

+7 (3852) 29-99-65  
ул. Молодежная, д.26  
[barnaul@ffin.ru](mailto:barnaul@ffin.ru)

### Белгород

+7 (472) 277-77-31  
ул. Князя Трубецкого, д. 24, офис 305  
[belgorod@ffin.ru](mailto:belgorod@ffin.ru)

### Братск

+7 (3953) 34-83-89  
ул. Мира, д.27, офис 201  
[bratsk@ffin.ru](mailto:bratsk@ffin.ru)

### Владивосток

+7 (423) 279-97-09  
ул. Фонтанная, д.28  
[vladivostok@ffin.ru](mailto:vladivostok@ffin.ru)

### Волгоград

+7 (8442) 61-35-05  
пр-т им. В.И. Ленина, д.35  
[volgograd@ffin.ru](mailto:volgograd@ffin.ru)

### Вологда

+7 (8172) 26-59-01  
ул. Сергея Орлова, д.4  
[vologda@ffin.ru](mailto:vologda@ffin.ru)

### Воронеж

+7 (473) 205-94-40  
ул. Карла Маркса, д.67/1  
[voronezh@ffin.ru](mailto: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](mailto:yekaterinburg@ffin.ru)

### Ижевск

+7 (3412) 278-279  
ул. Пушкинская, д.277  
БЦ «Парус Плаза»  
[izhevsk@ffin.ru](mailto:izhevsk@ffin.ru)

### Иркутск

+7 (3952) 79-99-02  
ул. Киевская, д.2  
[irkutsk@ffin.ru](mailto: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](mailto:kazan@ffin.ru)

### Калининград

+7 (4012) 92-08-78  
пл. Победы, д.10, БЦ «Кlover», 1 этаж  
[kaliningrad@ffin.ru](mailto:kaliningrad@ffin.ru)

### Кемерово

+7 (3842) 45-77-75  
Советский пр-т, д. 49  
[kemeroovo@ffin.ru](mailto:kemeroovo@ffin.ru)

### Краснодар

+7 (861) 203-45-58  
ул. Кубанская Набережная, д.39/2  
ТОЦ «Адмирал»  
[krasnodar@ffin.ru](mailto:krasnodar@ffin.ru)

### Красноярск

+7 (391) 204-65-06  
пр-т Мира, д.26  
[krasnoyarsk@ffin.ru](mailto:krasnoyarsk@ffin.ru)

### Курск

+7 (4712) 90-01-90  
ул. Радищева, д. 87/7  
[kursk@ffin.ru](mailto:kursk@ffin.ru)

### Липецк

+7 (4742) 50-10-00  
ул. Гагарина, д.33  
[lipetsk@ffin.ru](mailto:lipetsk@ffin.ru)

### Набережные Челны

+7 (8552) 204-777  
пр-т Хасана Туфана, д.26  
[n.chelny@ffin.ru](mailto:n.chelny@ffin.ru)

### Нижний Новгород

+7 (831) 261-30-92  
ул. Минина, д.1  
[nnovgorod@ffin.ru](mailto:nnovgorod@ffin.ru)

### Новокузнецк

+7 (3843) 20-12-20  
пр-т Н.С. Ермакова, д.1, корп. 2, оф. 118  
[novokuznetsk@ffin.ru](mailto:novokuznetsk@ffin.ru)

### Новосибирск

+7 (383) 377-71-05  
ул. Советская, д.37 А  
[novosibirsk@ffin.ru](mailto:novosibirsk@ffin.ru)

### Омск

+7 (3812) 40-44-29  
ул. Гагарина, д.14, 1 этаж  
[omsk@ffin.ru](mailto:omsk@ffin.ru)

### Оренбург

+7 (3532) 48-66-08  
ул. Чкалова, д.3/1  
[orenburg@ffin.ru](mailto:orenburg@ffin.ru)

### Пермь

+7 (342) 255-46-65  
ул. Екатерининская, д.120  
[perm@ffin.ru](mailto:perm@ffin.ru)

### Ростов-на-Дону

+7 (863) 308-24-54  
БЦ Форте,  
пр. Буденновский, д.62/2  
[rostovnadonu@ffin.ru](mailto:rostovnadonu@ffin.ru)

### Самара

+7 (846) 229-50-93  
Ульяновская улица, д.45  
[samara@ffin.ru](mailto: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](mailto:spb@ffin.ru)

### Саратов

+7 (845) 275-44-40  
ул. им. Вавилова Н.И., д.28/34  
[saratov@ffin.ru](mailto:saratov@ffin.ru)

### Сочи

+7 (862) 300-01-65  
ул. Парковая, д.2  
[sochi@ffin.ru](mailto:sochi@ffin.ru)

### Ставрополь

+7 (8652) 22-20-22  
ул. Ленина, д.219, (БЦ) 3 этаж, оф. 277  
[stavropol@ffin.ru](mailto:stavropol@ffin.ru)

### Сургут

+7 (3462) 39-09-00  
проспект Мира, д.42, оф.305  
[surgut@ffin.ru](mailto:surgut@ffin.ru)

### Тверь

+7 (4822) 755-881  
бульвар Радищева, д.31 Б, (офис 22)  
[tver@ffin.ru](mailto:tver@ffin.ru)

### Тольятти

+7 (848) 265-16-41  
ул. Фрунзе, д.8, ДЦ PLAZA, офис 909  
[tolyatti@ffin.ru](mailto:tolyatti@ffin.ru)

### Томск

+7 (3822) 700-309  
634050, г. Томск, пл. Батенькова 2,  
Центральный вход, этаж 3, офис 7  
[tomsk@ffin.ru](mailto:tomsk@ffin.ru)

### Тюмень

+7 (3452) 56-41-50  
ул. Челюскинцев, д.10, офис 112  
[tyumen@ffin.ru](mailto: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](mailto:ulyanovsk@ffin.ru)

### Уфа

+7 (347) 211-97-05  
ул. Карла Маркса, д.20  
[ufa@ffin.ru](mailto:ufa@ffin.ru)

### Челябинск

+7 (351) 799-59-90  
ул. Лесопарковая, д.5  
[chelyabinsk@ffin.ru](mailto:chelyabinsk@ffin.ru)

### Череповец

+7 (8202) 49-02-86  
пр-т. Победы, д.60  
[cherepovets@ffin.ru](mailto:cherepovets@ffin.ru)

### Якутск

+7 (411) 224-34-47  
ул. Орджоникидзе, д. 36/1, оф. 410  
[yakutsk@ffin.ru](mailto:yakutsk@ffin.ru)

### Ярославль

+7 (4852) 60-88-90  
ул. Свободы, д.34, 1 этаж,  
[yaroslavl@ffin.ru](mailto:yaroslavl@ffin.ru)

