

# Инвестиционные перспективы 2022 года



17 декабря 2021

Рынок США:

## В ПОИСКАХ РАВНОВЕСИЯ

В условиях высокой инфляции и ужесточения ДКП инвесторы будут балансировать свои портфели между акциями «роста» и «стоимости»

Рынок России: Игра по новым правилам

Рынок Украины: В водовороте событий

Рынок Казахстана: KASE выложился по максимуму

Рынок Узбекистана: Трансформация продолжается

Рынок Германии: Тише едешь — дальше будешь

Инвестидеи, самые важные новости





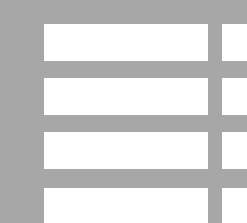
# Содержание

<b>ГЛАВНЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ СОБЫТИЯ ИК «ФРИДОМ ФИНАНС» В 2021 ГОДУ</b> .....	3-6
<b>ИНФОГРАФИКА. Рынок США в 2021 году</b> (индекс S&P 500) .....	7
<b>РЫНОК США. Ключевые события 2021 года. Зигзаги удачи S&amp;P 500</b> .....	8
<b>РЫНОК США. Фундаментальная картина на 2022 год. Плюсов по-прежнему больше</b> .....	9-13
<b>РЫНОК США. Макроэкономический прогноз на 2022 год. Умеренность в завтрашнем дне</b> .....	14-16
<b>РЫНОК США. Прогноз по индустриям и секторам от аналитиков ИК «Фридом Финанс»</b> .....	17-20
<b>ИНФОГРАФИКА. Рынок России в 2021 году</b> (индекс MOEX) .....	21
<b>РЫНОК РОССИИ. Итоги года и перспективы. Игра по новым правилам</b> .....	22-29
<b>РЫНОК РОССИИ. Сектора в 2022 году. К новым вершинам</b> .....	30-33
<b>ИНФОГРАФИКА. Рынок Украины в 2021 году</b> (индекс UX) .....	34
<b>РЫНОК УКРАИНЫ. Итоги года. В водовороте событий</b> .....	35
<b>РЫНОК УКРАИНЫ В 2022 ГОДУ. Мода на бонды</b> .....	36
<b>ИНФОГРАФИКА. Рынок Казахстана в 2021 году</b> (индекс KASE) .....	37
<b>РЫНОК КАЗАХСТАНА. Итоги года. KASE выложился по максимуму</b> .....	38-39
<b>РЫНОК КАЗАХСТАНА В 2022 ГОДУ. Всестороннее развитие</b> .....	40
<b>ИНФОГРАФИКА. Рынок Узбекистана в 2021 году</b> (индекс EqRe Blue) .....	41
<b>РЫНОК УЗБЕКИСТАНА. Итоги 2021 года. Трансформация продолжается</b> .....	42
<b>РЫНОК УЗБЕКИСТАНА В 2022 ГОДУ. Курс на укрупнение</b> .....	43
<b>ИНФОГРАФИКА. Рынок Германии в 2021 году</b> (индекс DAX) .....	44
<b>РЫНОК ГЕРМАНИИ. Итоги 2021 года. Тише едешь – дальше будешь</b> .....	45
<b>РЫНОК ГЕРМАНИИ В 2022 ГОДУ. Новое правительство – новые вызовы</b> .....	46
<b>ИТОГИ РЫНКА IPO-2021. Испытание волатильностью</b> .....	47
<b>ПРОГНОЗ НА 2022 ГОД. Самые ожидаемые IPO</b> .....	48-49
<b>ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ НА 2022 ГОД: США. Модельный портфель (базовый сценарий)</b> .....	50-52
<b>ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ НА 2022 ГОД: РФ. Что покажет статистика</b> .....	53-54
<b>КОНТАКТЫ</b> .....	55

Инвестиционные  
перспективы 2022 года

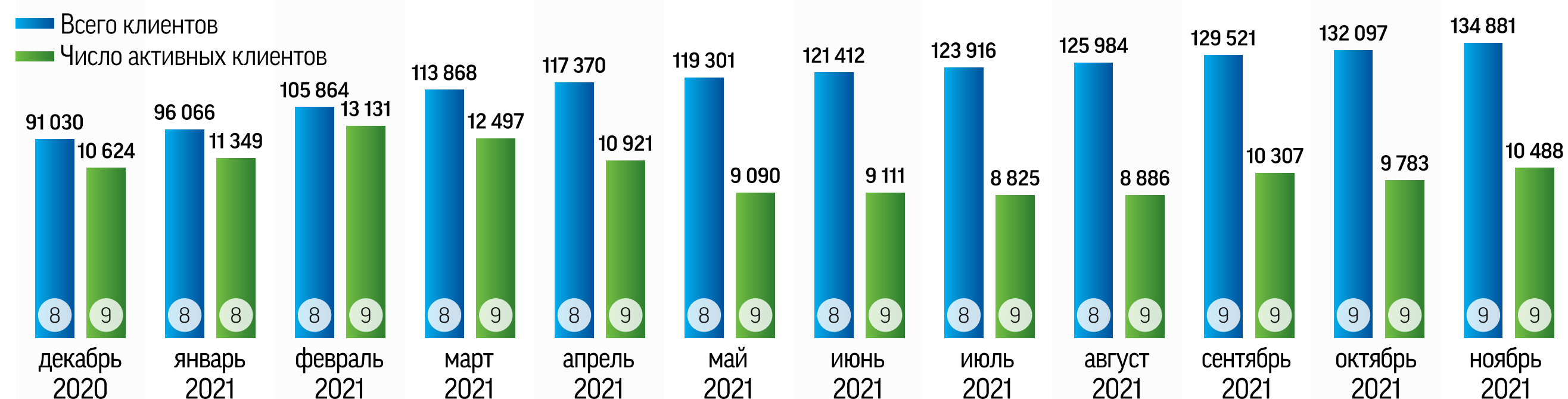
17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Главные корпоративные события ИК «Фридом Финанс» в 2021 году

## Клиентская база ИК «Фридом Финанс» на Московской бирже



\*место среди ведущих операторов Московской биржи

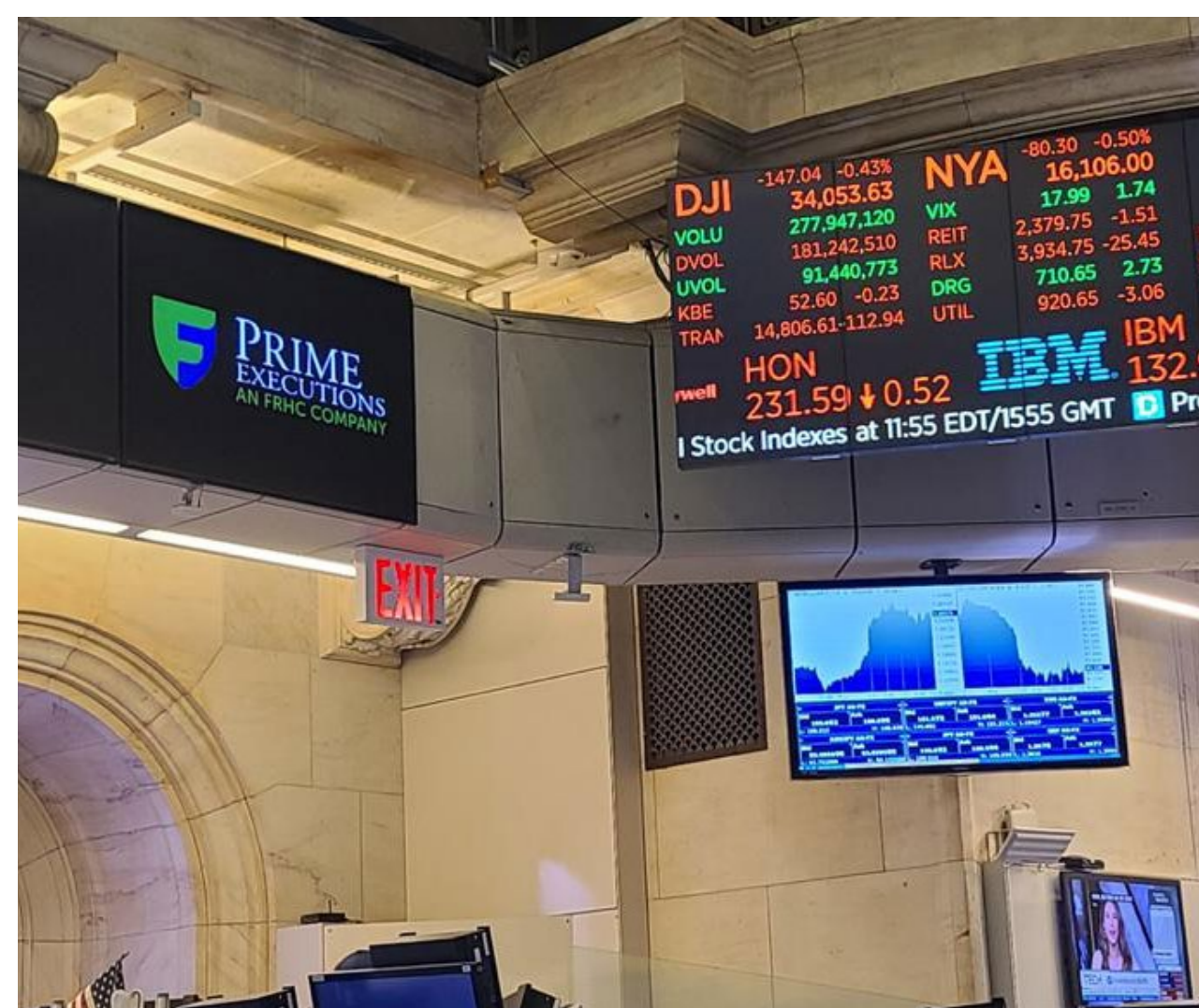
## Рейтинги Мосбиржи: число клиентов ИК «Фридом Финанс» за год увеличилось почти в 1,5 раза

Статистика Московской биржи в течение года свидетельствовала об активном расширении клиентской базы ИК «Фридом Финанс». В конце 2020-го общее количество ее клиентов равнялось 91 тыс., а число активных клиентов было немного выше 10,5 тыс.

По данным за ноябрь 2021 года, количество клиентов ИК «Фридом Финанс» достигло 134,88 тыс., увеличившись на 2% к показателю октября. Компания вновь заняла девятую строчку в топ-25 крупнейших операторов Мосбиржи. По числу активных клиентов «Фридом Финанс» также удерживает девятое место в рейтинге ведущих брокеров. Объем клиентских операций компании к концу ноября текущего года увеличился на 6,1%, до 451,15 млрд руб., что обеспечило ей 18-е место в соответствующем рэнкинге. Объем операций на ИИС составил 605,99 млн руб. По этому показателю ИК «Фридом Финанс» занимает 13-ю позицию из 30.

## Логотип Freedom Holding Corp. появился на Нью-Йоркской бирже

Freedom Holding в январе 2021-го успешно закрыл сделку по приобретению брокерско-дилерской компании Prime



Executions со штаб-квартирой в штате Делавэр, США. Эта покупка ознаменовала собой прямой выход холдинга на американский рынок.

Prime Executions обновила логотип в соответствии с корпоративным стилем Freedom Holding Corp. Теперь логотип и название международного холдинга представлены в торговом зале биржи NYSE наравне с UBS, Goldman Sachs и другими крупнейшими инвестбанками и брокерами.

## Стартовали торги опционами на акции FRHC

28 января в США началась торговля опционами на акции FRHC. The Options Clearing Corporation, специализирующаяся на клиринге деривативов, признала акции Freedom Holding высоколиквидными.

## ИК «Фридом Финанс» вывелана биржу новый фонд

Торги инвестиционными паями ЗПИФа рыночных финансовых инструментов «Фонд ВДО развивающихся российских компаний» стартовали на Мосбирже в феврале по цене 20200 руб. Фонд инвестирует в новые выпуски облигаций перспективных компаний малой и средней капитализации. Диверсификация снижает риски: по состоянию на начало декабря 2021-го в портфель включено 19 бумаг из восьми разных отраслей. Дополнительно риски балансируются облигациями федерального займа (ОФЗ). Цель фонда – существенное превышение доходности банковских вкладов и уровня официальной инфляции. Средняя ставка купона (без учета ОФЗ) составляет 11,5%. Купонный доход распределяется между пайщиками.

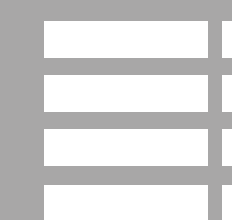
## Тимур Турлов впервые включен в рейтинг миллиардеров Forbes

В апреле Глава Freedom Holding (FRHC) вошел в новый глобальный рейтинг миллиардеров по версии Forbes. На момент включения г-н Турлов занял 1517-е место среди

## Инвестиционные перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Главные корпоративные события ИК «Фридом Финанс» в 2021 году



2755 богатейших людей планеты, его состояние издание оценило в \$2,1 млрд. Тимуру Турлову принадлежит около 73% акций FRHC. На момент составления рейтинга капитализация международного финансового холдинга на NASDAQ достигала \$2,7 млрд, к настоящему моменту она превышает \$4 млрд.



## Владимир Почекуев стал новым гендиректором ИК «Фридом Финанс»

Владимир Почекуев работает в команде «Фридом Финанс» более пяти лет. С ноября 2018-го он занимал должность заместителя председателя правления ООО «ФФИН Банк», где не только развивал банковские сервисы, но и выстра-



ивал системные процессы взаимодействия между банком и инвестиционной компанией. К моменту назначения гендиректором Владимир более двух лет фактически отвечал за развитие российского брокерского и банковского бизнеса «Фридом Финанс». Занимавший ранее пост генерального директора ООО ИК «Фридом Финанс» Тимур Турлов продолжает участвовать в развитии компании в качестве члена совета директоров.

## Tradernet вошел в пятерку лучших брокерских приложений

В апреле приложение для торговли Tradernet от «Фридом Финанс» заняло пятое место рейтинга Digital Investment Rank 2021 от компании Markswebb в категории «Лучшее брокерское приложение для массового пользователя». Эксперты оценивали сервисы 10 крупнейших операторов Мосбиржи по количеству активных клиентов. Учитывались только приложения на Android, как самой популярной ОС в России. Эксперты отметили, что Tradernet рассчитан на профессиональных трейдеров и при этом имеет широкий спектр дополнительных сервисов: заказ справок, изменение персональных данных, пополнение и вывод денег со счета и т.д. Благодаря этому Tradernet был назван лучшим приложением для опытных инвесторов.

## Sidoti & Company присвоила акциям FRHC целевую цену в \$76

В мае международный финансовый холдинг Freedom Holding Corp. (NASDAQ: FRHC) вошел в число компаний, деятельность которых изучает известная на Уолл-стрит фирма Sidoti & Company, специализирующаяся на проведении экономических исследований. Компания фокусируется на бизнесах низкой и микрокапитализации. Через полтора месяца после этого аналитики «Фридом Финанс» повысили индикативную справедливую стоимость акций Freedom Holding Corp. до \$80,3.

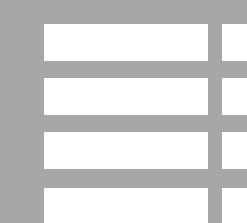
## «Фридом Финанс» запустила «Цифровую ипотеку» в Казахстане

Летом 2021 года Freedom Finance Bank при содействии Министерства цифрового развития, инноваций и аэрокосмической промышленности и Министерства юстиции Республики Казахстан запустил уникальный для казахстанского рынка кредитный продукт «Цифровая ипотека». Казахстанцы могут стать владельцами квартиры за один

Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Главные корпоративные события ИК «Фридом Финанс» в 2021 году



день без посещения банка и сбора бумажных документов. Решение о выдаче займа принимается за секунды автоматической системой банка. Оформление ипотеки занимает несколько минут, а на передачу объекта недвижимости в собственность заемщика и получение им кредита требуются лишь сутки.

Все проверки проводятся без участия сотрудников банка. Кроме того, была построена полностью цифровая модель оценки стоимости стандартной недвижимости, позволяющая провести необходимые расчеты всего за две секунды.



## S&P Global Ratings и «Эксперт РА» повысили рейтинги ИК «Фридом Финанс» и АО «Фридом Финанс»

Международное рейтинговое агентство S&P Global Ratings в июне повысило долгосрочные кредитные рейтинги ИК «Фридом Финанс» и АО «Фридом Финанс» с В- до В со стабильным прогнозом и подтвердило краткосрочные рейтинги обеих «дочек» Freedom Holding Corp. (FRHC) на уровне В. Крупнейшее российское рейтинговое агентство «Эксперт РА» в том же месяце подняло рейтинг кредитоспособности ИК «Фридом Финанс» с ruBBB+ до ruBBB со стабильным прогнозом. Пересмотр рейтинга обусловлен расширением клиентской базы, ростом рентабельности и повышением уровня диверсификации доходов компании.

## Freedom Finance Europe получила прямое членство в Euroclear

Freedom Finance Europe, европейская «дочка» Freedom Holding Corp., получила прямое членство в ведущем международном центральном депозитарии ценных бумаг Euroclear. Приемная комиссия одобрила заявку 4 октября. Членство позволит компании расширить спектр операционных, расчетных и депозитарных услуг для клиентов Freedom Finance Europe на рынках континентальной Европы, Великобритании и США.

Международная расчетная система Euroclear существует с 1968 года. Активы, хранящиеся в депозитарии, по состоянию на октябрь 2021-го оценивались в 32,8 трлн евро. Сумма сделок с ценными бумагами, которые Euroclear совершает для своих клиентов, превышает 897 трлн евро в год.



## ИК «Фридом Финанс» разместила второй выпуск собственных биржевых облигаций

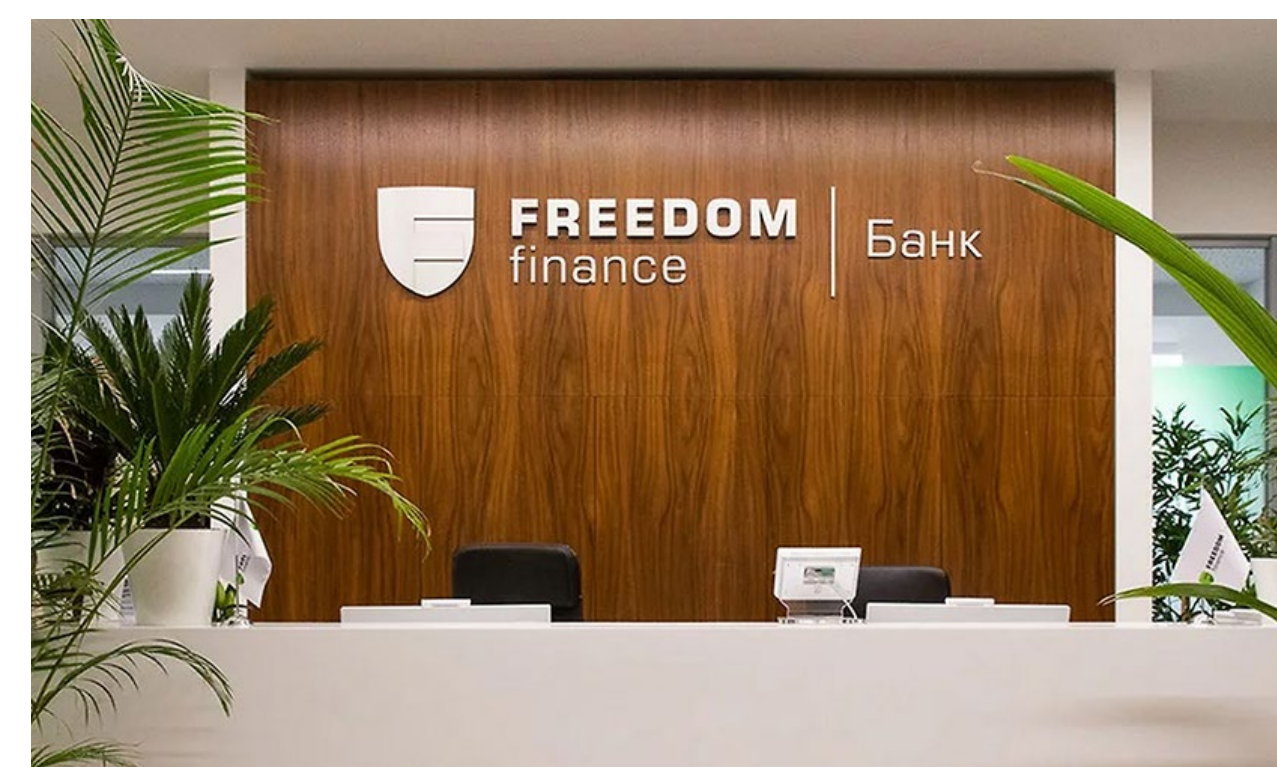
12 ноября 2021 года на Московской бирже успешно разместила биржевые облигации ООО ИК «Фридом Финанс» серии П01-02, номинированных в долларах США, в рамках программы биржевых облигаций (идентификационный номер 4-00430-R-001P-02E от 16.10.2019).

Объем выпуска – \$34 млн. Ставка купона – 5,5% определяется на все купонные периоды. Срок обращения – 1 820 дней. Продолжительность купонного периода – 91 день. Минимальная сумма заявки на первичном размещении – 1,4 млн руб. в долларовом эквиваленте.

## Банк «Фридом Финанс» получил универсальную лицензию

16 ноября Банк «Фридом Финанс», входящий в международный холдинг Freedom Holding Corp., получил универсальную лицензию ЦБ РФ.

Это первый прецедент расширения банковской лицензии с 2017 года, когда российский финансовый регулятор реформировал банковскую систему, сделав ее многоуровневой. Ранее Банк «Фридом Финанс» работал по базовой лицензии. Благодаря универсальной лицензии кредитная организация получила право работать с любыми категориями клиентов, в том числе с нерезидентами, а также существенно расширить перечень доступных ей операций. Все это позволит углубить интеграцию банка с экосистемой холдинга Freedom Holding Corp.



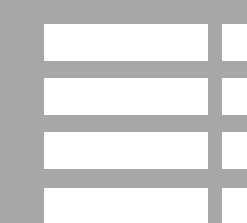
## Freedom Holding Corp. отчитался за два квартала 2022 фискального года

В первом квартале 2022 фискального года, завершившемся 30 июня 2021-го, выручка Freedom Holding Corp. увеличилась на 120%, до \$124 млн. Рост выручки был обусловлен повышением комиссионных доходов на 125% кв/кв, до \$97 млн, а также увеличением процентных доходов на 325%, до

Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Главные корпоративные события ИК «Фридом Финанс» в 2021 году



\$18 млн. Чистая прибыль Freedom Holding Corp. за отчетный квартал повысилась с прошлогодних \$24 млн до \$52 млн. Прибыль на акцию, рассчитанная исходя из средневзвешенного количества бумаг, равного 59 млн штук, выросла на \$0,45, достигнув \$0,87. Прочий совокупный доход увеличился с \$33 млн до \$55 млн. Активы и обязательства холдинга повысились на \$109 млн и \$52 млн соответственно.

**Во втором квартале 2022 фискального года**, завершившегося 30 сентября 2021-го, выручка холдинга увеличилась на 349% г/г – с \$70 млн до \$313 млн. Драйверами ее роста стали повышение доходов от ценных бумаг на 2011% (+\$167 млн) – с \$8 млн до \$175 млн, а также увеличение комиссионных доходов на 115% (+\$62 млн) – с \$54 млн до \$116 млн. Рост доходов от операций с ценными бумагами в объеме \$179 млн является разовым явлением, обусловленным переоценкой и реализацией крупной финансовой инвестиции. Чистая прибыль холдинга в годовом сопоставлении выросла более чем в 8,5 раза – с \$24 млн до \$205 млн. Прибыль на акцию, рассчитанная исходя из средневзвешенного количества бумаг, равного 59 млн, за год повысилась на \$3,04, до \$3,44. Прочий совокупный доход увеличился с \$13 млн до \$205 млн. Активы и обязательства холдинга выросли на \$373 тыс. и \$162 тыс. соответственно.

## Freedom Holding Corp. покупает американскую брокерскую компанию MKM Partners

В декабре Freedom Holding Corp. заключил соглашение о приобретении американской брокерской компании MKM Partners, LLC. По условиям соглашения покупка будет оплачена денежными средствами и обыкновенными акциями FRHC. Для успешного закрытия сделки должна быть согласована с FINRA – американским регулятором на рынке ценных бумаг.

Руководство обеих компаний благодаря их слиянию рассчитывает получить новые импульсы для развития бизнеса в международном сегменте.

## Профсообщество наградило Банк «Фридом Финанс» и CEO его материнского холдинга

Профессиональное жюри международной премии им. П.А. Столыпина в октябре присудило Банку «Фридом Финанс» звание лауреата в номинации «Динамично развивающийся банк».

Престижная награда вручается российским компаниям за высокие достижения в финансовой и экономической сферах. Жюри высоко оценило результаты деятельности банка, а также линейку уникальных финансовых продуктов и услуг, которые он предлагает клиентам.

В 2020 году банк был лауреатом премии П.А. Столыпина в номинации «Лидер частных инвестиций в России и Казахстане» и Национальной банковской премии в номинации «Лучший инвестиционный банк».

Глава и основатель Freedom Holding Corp. Тимур Турлов месяцем ранее стал лауреатом одной из самых престижных в российском финансовом мире премий «Репутация» в номинации «За вклад в развитие финансовых технологий». Премия вручается профсообществом с 2010 года на основе оценки профессиональных, деловых и личностных качеств номинантов.

## «Фридом Финанс» вывела на биржу несколько выпусков облигаций российских компаний

ИК «Фридом Финанс» выступила организатором и андеррайтером выпусков облигаций на Московской бирже следующих компаний: «ДиректЛизинг», УК «Голдман Групп», «АйДи Коллект», МФК «ЦФП», «Урожай».

Кроме того, АО «Фридом Финанс» разместило дебютные зеленые облигации ЕАБР на сумму 20 млрд тенге в Казахстане, а «Фридом Финанс Украина» в октябре впервые организовала выпуск облигаций «ЭСКА Капитал» в Украине.

«Мы отмечаем повышение интереса к рынку долгового финансирования как в России, так и в других юрисдик-

циях. Для инвесторов облигации – это надежный инструмент вложения средств, а для эмитентов – хороший способ привлечения финансирования», – отмечает Сергей Носов, заместитель генерального директора ИК «Фридом Финанс».

## Zacks Equity Research включило акции FRHC в число самых быстрорастущих

Акции Freedom Holding Corp., по данным американского аналитического агентства Zacks Equity Research, вошли в число самых быстрорастущих.

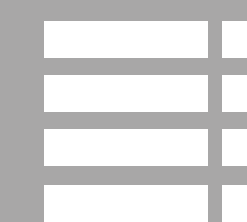
Международный финансовый холдинг Freedom Holding Corp. провел IPO на Nasdaq 15 октября 2019 года. Цена за акцию на старте торгов составила \$14,42. 16 декабря 2021 года акции FRHC закрылись на отметке \$68,89.



## Инвестиционные перспективы 2022 года

17 декабря 2021

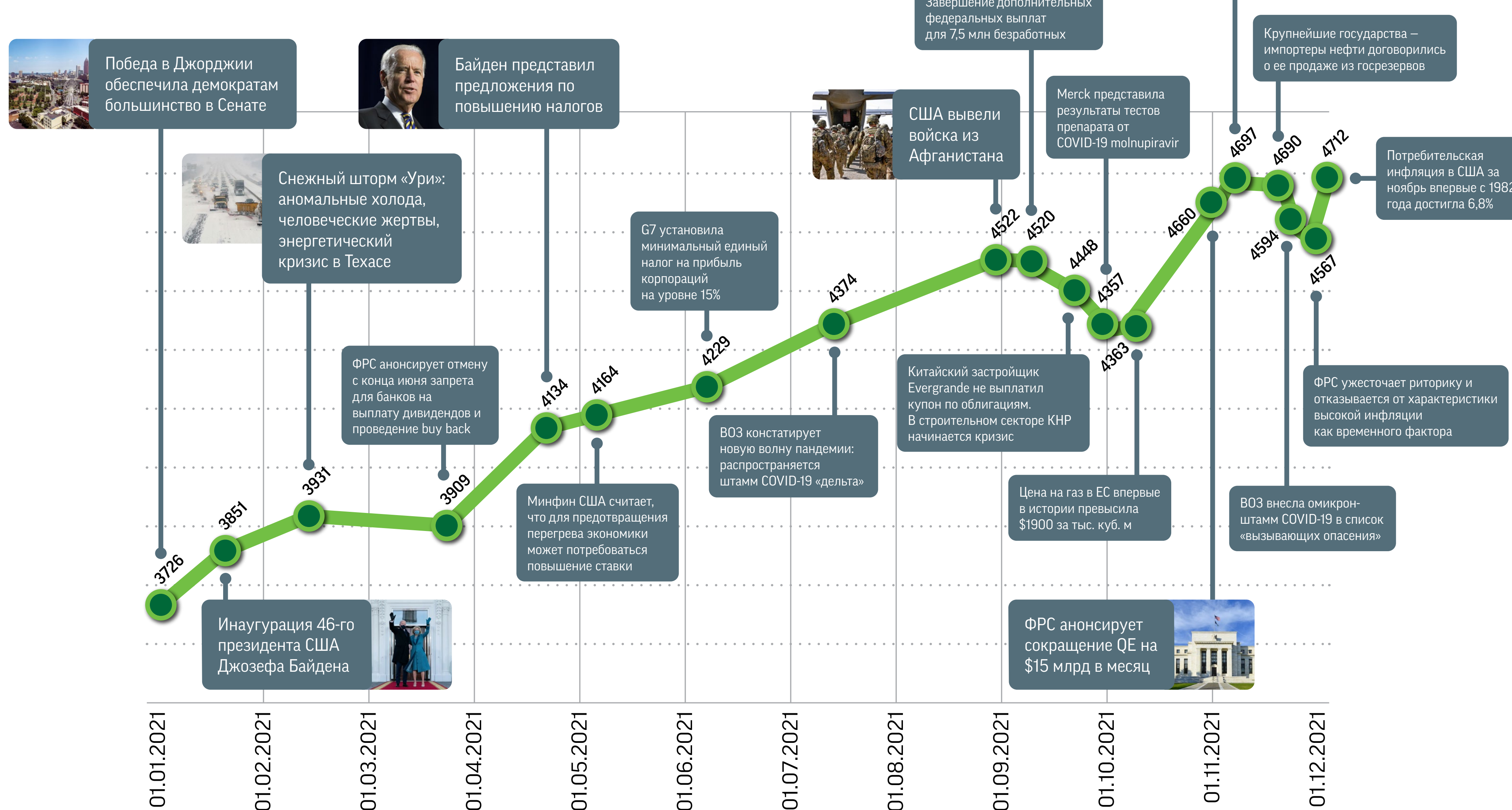
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Рынок США в 2021 году (индекс S&P 500)

## Важные новости в одной инфографике





# Ключевые события 2021 года

## Зигзаги удачи S&P 500

- В марте в США была утверждена новая программа стимулирования экономики на сумму \$1,9 трлн, из которой около \$1 трлн составили прямые выплаты гражданам. В том же месяце президент Байден анонсировал план инфраструктурных реформ в объеме \$2,25 трлн. Масштабные стимулы и улучшение прогнозов роста ВВП со стороны ФРС поддержали «бычий» тренд на рынках в первом квартале.
- Восстановление экономики и ее дальнейшее стимулирование повысили потребительскую уверенность и деловую активность, что обусловило рост доходности десятилетних гособлигаций США, вызвавший коррекцию рынка в марте. Повышение доходности, успешное прохождение банками стресс-тестов (июнь) и сильная отчетность финсектора обеспечили его акции драйвером роста в первом и втором кварталах.

- Снижение доходностей трежерис вкупе с постепенной отменой карантинных ограничений в апреле-июне и успешная прививочная кампания способствовали активизации покупателей, однако рост на рынках ограничивали опасения по поводу ускорения инфляции и ужесточения риторики ФРС.
- Сильная отчетность за второй квартал (прибыль и выручка оказались выше ожиданий на 10,5% и 3,5% соответственно), восстановление занятости, ослабление инфляционных рисков (глава ФРС Джером Пауэлл неоднократно отмечал временный характер ускорения роста цен) усилили интерес к рисковому активам в третьем квартале, несмотря на прогнозы старта сворачивания программы QE в конце года.
- Быстрое распространение дельта-штамма коронавируса и ухудшение прогнозов роста экономики, тяжелые пере-

говоры по пересмотру параметров потолка госдолга и долговые проблемы в секторе недвижимости КНР вызвали непродолжительную коррекцию в конце третьего – начале четвертого квартала.

- Удачный старт сезона отчетов за третий квартал (прибыль на 9,7% превысила ожидания) позволил нивелировать значительную часть рисков и поддержал рост индекса S&P 500 в первой половине четвертого квартала. Заявленный ФРС план с ноября начать сворачивание QE не стал сюрпризом и был воспринят рынком как свидетельство улучшения состояния экономики. При этом регулятор пересмотрел свою оценку высокой инфляции как временного фактора и указал на возможность ускоренного сокращения объемов выкупа активов, что вызвало фиксацию прибыли на рынках в начале декабря.

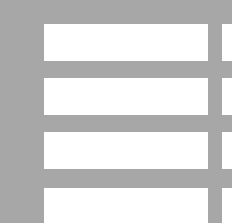
Игорь Ключнев,  
заместитель  
генерального директора  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Фундаментальная картина на 2022 год

## Плюсов по-прежнему больше

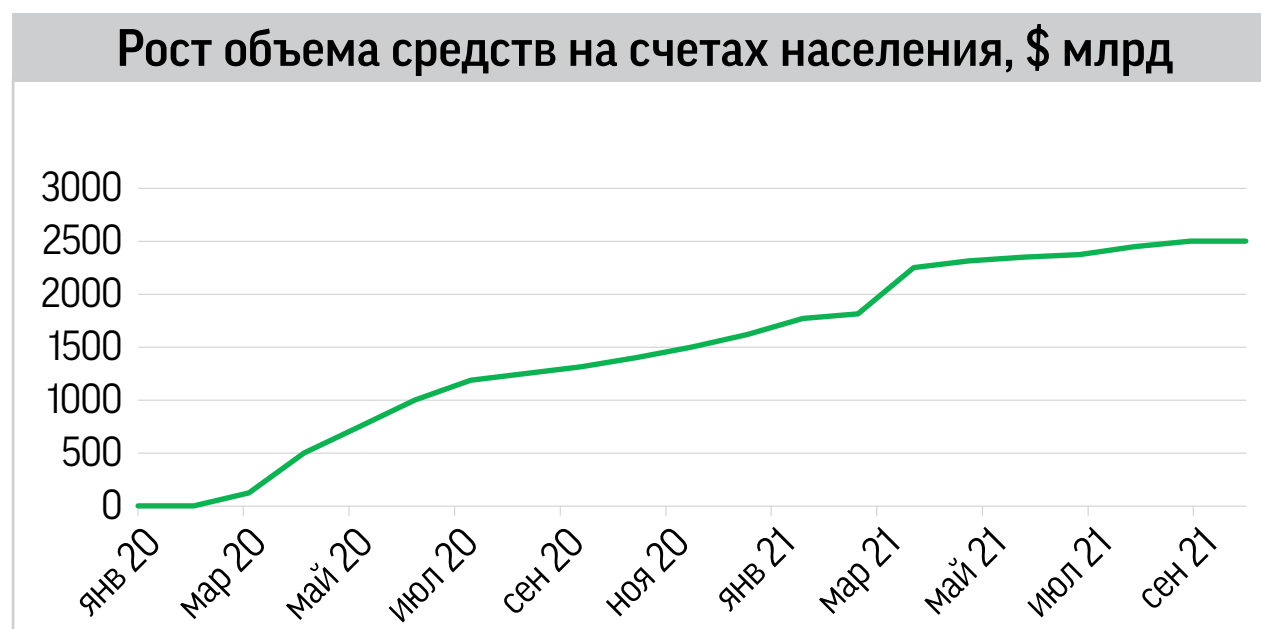
По итогам 2021 года из числа значимых триггеров, оказывающих влияние на динамику фондовых индексов, мы исключили факторы торговых войн и политических трений, сформулировав новый перечень важных переменных, которые могут оказать влияние на вектор движения фондовых индексов в 2022 году.

### Драйверы роста

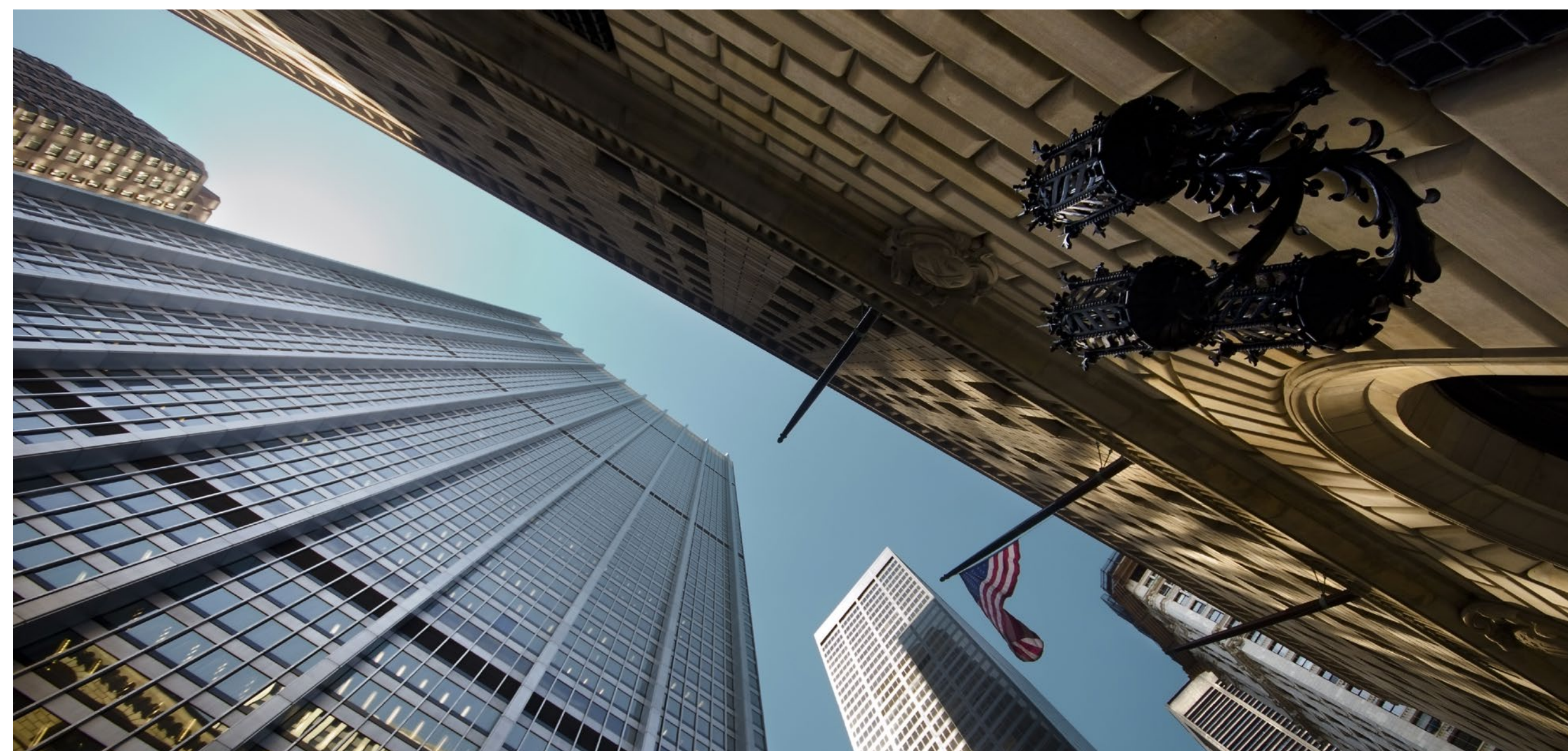
- **Продолжение восстановления экономики США.** Высокие (+4%) темпы роста ВВП и сокращение безработицы до 3,8% будут стимулировать увеличение деловой активности и потребительской уверенности населения, что позитивно повлияет на динамику выручки и прибыли американских компаний ([подробнее об этом читайте на с. 14](#)).
- **Чистый кумулятивный прирост личных сбережений.** Потенциально важным фактором поддержки роста ВВП станет значительное чистое увеличение объема личных сбережений населения США с начала пандемии, которое за счет государственных стимулов и сокращения расходов составило \$2,5 трлн. При условии стабилизации потребительской уверенности это будет способствовать усилению спроса на отдельные группы потребительских товаров и сервисов.

- **Чистый прирост объема денежных остатков на счетах компаний.** По оценкам Barclays Research и Refinitiv, с начала пандемии чистый прирост денежных средств на счетах компаний США составил около \$500 млрд, в результате их объем приблизился к \$2 трлн. Данный факт вкупе с восстановлением макроэкономических показателей и улучшением финансовых результатов компаний будет стимулировать увеличение объемов выкупа акций и дивидендных выплат.
- **Лекарство от COVID-19.** На текущий момент преждевременно делать выводы относительно эффективности Paxlovid в борьбе с пандемией коронавируса. Вместе с тем в ходе фазы II/III испытаний EPIC-HR было доказано, что его прием

- в течение трех дней после обнаружения симптомов COVID-19 на 89% снижает вероятность тяжелого течения заболевания, необходимость госпитализации и риск летального исхода. Широкое применение этого сравнительно доступного по цене препарата может стать качественным дополнением к кампаниям вакцинации и ревакцинации.
- **Принятие программы социальных расходов.** Несмотря на принятие в Конгрессе сокращенного варианта финансирования программы, предусмотренные в ней дополнительные бюджетные расходы объемом \$1,75 трлн на ближайшие 10 лет способны поддержать и стабилизировать рост ВВП США в среднесрочной перспективе.



Источник: данные Barclays Research



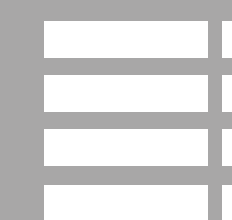
Тимур Турлов,  
основатель ИК «Фридом Финанс»,  
CEO Freedom Holding Corp.



Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Фундаментальная картина на 2022 год

## Плюсов по-прежнему больше



### Риски

■ **Инфляция и повышение ставок.** Рыночные ожидания в отношении инфляции начали меняться в конце 2021 года. Комментарии некоторых членов Комитета по открытым рынкам (FOMC) и главы ФРС инвесторы интерпретировали как сигнал к ускорению сворачивания программы QE и пересмотру сроков повышения ключевой ставки. По итогам последнего в текущем году заседания ФРС было объявлено о планах трижды повысить ставку в 2022-м и 2023 годах и дважды – в 2024-м.

Уровень ставок и тренды на их изменение важны для ценообразования на рынке акций, но эти факторы оказывают ограниченный эффект на динамику фондовых индексов. Как можно видеть на графике ниже, начало цикла повышения ставок или активизация этого процесса сопровождалась коррекцией в 1982-м, 1984-м, 1985-м, 1994-м, 1999-м, 2015-м и 2018-м. В средне- и долгосрочной перспективе выраженная зависимость между восходящей динамикой

процентных ставок и индексов фондового рынка отсутствует. Аналогичный результат дает регрессионный анализ, в том числе с лагом на один и два квартала. В этой связи ужесточение риторики регулятора может стать дополнительным импульсом для коррекции.

Высокая инфляция не только стимулирует ужесточение денежно-кредитной политики в США, но и способна оказать негативный эффект на маржинальность американских компаний. В Barclays Research подсчитали, что в 1970-х ускорение инфляции обусловило падение их чистой рентабельности с 6,5–7% в 1950-60 годах до 5–5,5%. В то же время этот процесс был постепенным.

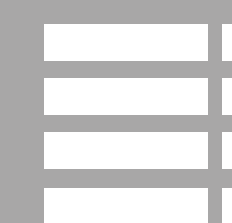
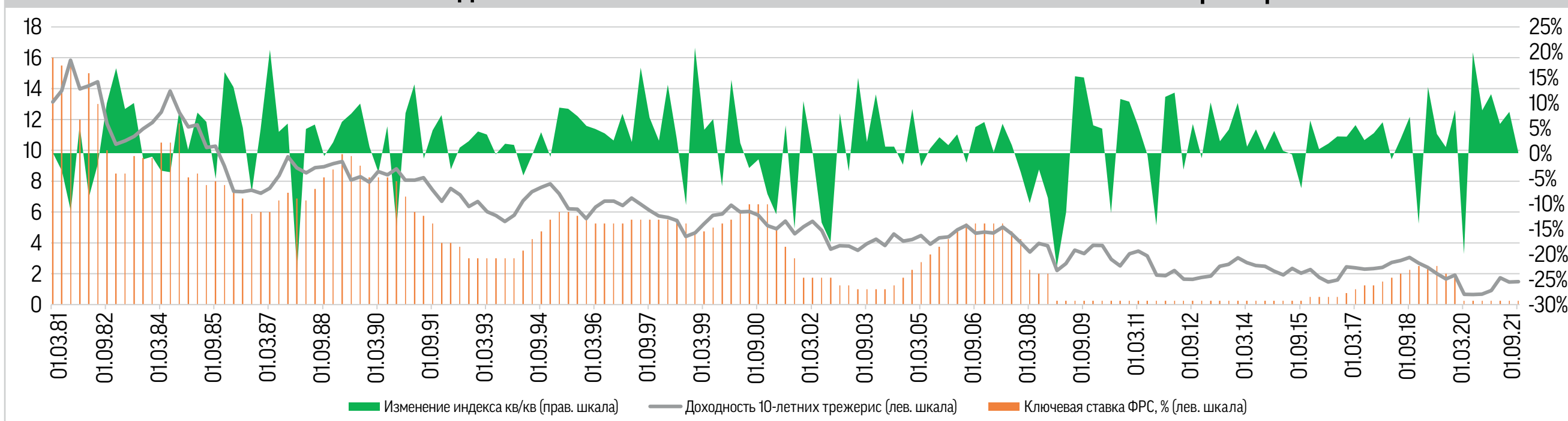
■ **Появление новых штаммов COVID-19.** Одним из факторов риска для рынка остается вероятность появления более заразных и устойчивых к существующим вакцинам вариантов коронавируса. Очередное ухудшение эпидемической ситуации в мире приведет к обострению производственных и логистических проблем, а также к возобновлению локдаунов в отдельных регионах. Мы оцениваем вероятность

развития данного сценария как невысокую, но и не нулевую. По данным UK Health Security Agency, уровень летальности альфа-штамма COVID-19 составлял 1,9%, у вариантов «бета» и «дельта» он находился на отметках 1,2% и 0,5% соответственно. В этой связи летальность «омикрона» едва ли будет выше, чем у предыдущих разновидностей. На 10 декабря 2021 года полную вакцинацию прошло 42,7% населения планеты. Согласно разным оценкам, когда эта доля достигнет 70–90%, появятся основания говорить о фактической победе над пандемией.

■ **Перебои в цепочках поставок.** Во второй половине 2021 года ряд компаний, включая производителей полупроводников, потребительской электроники, автомобилей и других продуктов, столкнулись с перебоями в поставках. Это привело к появлению дефицита комплектующих и оказало давление на продажи и прибыли. Данный фактор риска, на наш взгляд, будет постепенно ослабевать в течение 2022 года, хотя связанная с ним неопределенность сохранится. В условиях недостаточности запасов в ряде отраслей усугубление проблем с поставками будет оказывать ощутимый эффект на котировки отдельных компаний.

■ **Динамика маржинальности.** Одной из ключевых причин позитивной динамики фондового рынка и корпоративных прибылей в 2021 году стал активный рост маржинальности американских компаний. Полагаем, что в 2022-м под влиянием эффекта высокой базы, инфляционного давления и восстановления части расходов, исключенных из бюджетов в период пандемии, компаниям будет очень сложно улучшить рентабельность. Если операционные расходы будут расти значительно быстрее выручки, индекс S&P 500 попадет под сильное давление.

Зависимость динамики S&P 500 от ключевой ставки ФРС и 10-летних трежерис





# Фундаментальная картина на 2022 год

## Плюсов по-прежнему больше

В целом мы оцениваем перспективы рынка в 2022 году нейтрально-позитивно. По нашему прогнозу, рост EPS входящих в индекс S&P 500 эмитентов составит 9-14%.

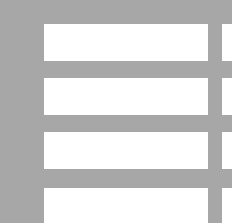
### Динамика выручки и EPS эмитентов из S&P 500

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (прогноз)	2022 (прогноз)	2023 (прогноз)
<b>Рост EPS</b>	6%	-1%	1%	11%	21%	1%	-14%	49%	9-14%	9-11%
<b>Рост выручки</b>	4%	-3%	3%	6%	10%	4%	-4%	19%	8,5-13,5%	7-8%

Источник: Factset, оценки Freedom Finance

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (прогноз)	2022 (прогноз)	2023 (прогноз)
<b>P/E</b>	17,4	17,9	19,3	21,8	16,5	21,2	28,2	22,4	20,9	18,7
<b>EPS, \$</b>	117,3	116,7	117,9	130,7	158,3	159,9	137,2	210,0	237,3	261,0
<b>Sales per Share, \$</b>	1151,5	1117,4	1147,6	1211,6	1332,0	1388,9	1335,7	1557,4	1668,4	1758,5

Источник: Factset, оценки Freedom Finance





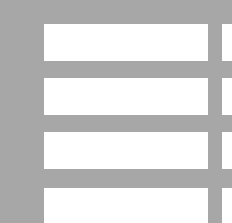
# Фундаментальная картина на 2022 год

## Плюсов по-прежнему больше

Наш оптимистичный таргет по S&P 500 на конец 2022 года – 5040 пунктов.

	Пессимистичный сценарий	Базовый сценарий	Оптимистический сценарий
Вероятность	30%	50%	20%
Цель по S&P 500	4630	5040	5310
Рост прибыли	8%	9-14%	16%
P/E	17,7	20,9	23,2
Динамика ВВП	3,2%	3,8%	4,1%
Безработица	4,3%	3,8%	3,3%
<b>Ключевые допущения</b>	ВВП и занятость восстанавливаются слабее первоначальных ожиданий под влиянием фактора пандемии и ряда других негативных причин. Проблемы с цепочками поставок продолжают оказывать заметный негативный эффект на продажи и прибыль корпораций, а инфляция давит на их маржинальность. ФРС ускоряет процесс ужесточения денежно-кредитной политики	ВВП и занятость восстанавливаются в соответствии с первоначальными прогнозами. Появление новых штаммов COVID-19 не оказывает заметного давления на экономику. Число локальных локдаунов на минимуме. Перебои в цепочках поставок постепенно сходят на нет, дефицит чипов продолжает сокращаться. Инфляция оказывает незначительный эффект на маржинальность компаний из S&P 500. ФРС дважды за год повышает ставку с шагом 25 б.п.	Рост ВВП и занятости превышает первоначальные прогнозы. Подтверждена эффективность вакцин против новых штаммов COVID-19. Высокие результаты показывает и применение препарата для лечения коронавируса. Локальные локдауны на минимуме. Перебои с поставками преодолеваются, дефицит чипов сокращается. Инфляция оказывает минимальный эффект на маржинальность компаний из S&P 500. ФРС проводит два повышения ставки с шагом 25 б.п. Ввиду высоких темпов экономического роста и благоприятной конъюнктуры рынок реагирует на действия регулятора позитивно

В течение всего 2022-го прогнозируем повышенную волатильность. Особенно резкими могут быть ее всплески в первой половине года, когда ФРС может конкретизировать свои планы в отношении дальнейшей монетарной политики. Мы ожидаем, что ее ужесточение активизирует переток капиталов из акций «роста» в бумаги проциклических и проинфляционных секторов. Особым спросом будут пользоваться акции финансового, энергетического, сырьевого сектора (в том числе компаний, выпускающих химудобрения), бумаги эмитентов из индустрии здравоохранения, а также производителей товаров длительного пользования. На 10 декабря 2021 года акции компаний «роста» переоценены по сравнению со средними значениями, акции «стоимости» выглядят более привлекательно для покупки.





# Фундаментальная картина на 2022 год

## Плюсов по-прежнему больше

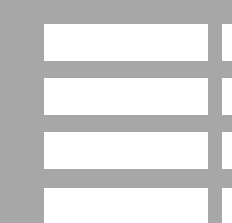


Значения P/E акций «роста» (Russell 1000 Growth) и «стоимости» (Russell 1000 Value)

	2016	2017	2018	2019	2020	Сред. 5 лет	Текущее значение	2021 (прогноз)	2022 (прогноз)
Russell 1000 Growth	22,1	25,8	20,2	28,3	40,4	25,8	39,4	33,2	29,3
Russell 1000 Value	20,3	19,7	14,6	18,1	26,6	19,7	19,3	16,8	16,0

Источник: консенсус аналитиков Factset

Значительных распродаж в акциях бенефициаров восстановления фондового рынка (ИТ и коммуникационный сектора) мы не ожидаем. Это обусловлено сохранением сильных драйверов роста их финансовых показателей в условиях интенсивной цифровизации, высокого спроса на онлайн-рекламу и продолжающегося внедрения связи в формате 5G. Рассчитываем на дальнейшую нормализацию оценок отдельных акций «роста» от компаний с минимальной и/или отрицательной прибылью, наиболее чувствительных к изменению процентных ставок, которое оказывает влияние на ставку дисконтирования денежных потоков.





# Макроэкономический прогноз на 2022 год

## Умеренность в завтрашнем дне

Игорь Ключнев,  
заместитель  
генерального директора  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционные  
перспективы 2022 года

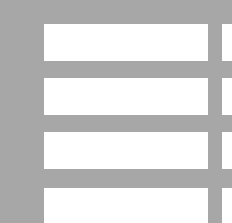
17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



	Текущий прогноз ФРС	Оценки аналитиков «Фридом Финанс»			
		Пессимистичный сценарий	Базовый сценарий	Оптимистичный сценарий	Умеренный сценарий
Реальный рост ВВП	3,8%	3,2%	3,8%	4,1%	3,9%
Инфляция (PCE)	2,2%	4%	3,2%	2,2%	3,4%
Безработица	3,8%	4,3%	3,8%	3,3%	4%
Ставка ФРС	Одно повышение	Три повышения по 0,25 п.п.	Два повышения по 0,25 п.п.	Два повышения по 0,25 п.п.	Одно повышение
Доходность 10-летних трежерис	–	1,8–2%	1,9–2,1%	2,1–2,3%	2,0–2,2%
Краткое описание		Экономика сталкивается с трудностями. Проблемы в цепочках поставок продолжают сдерживать производственную активность. Высокая инфляция негативно влияет на потребительский спрос. Недостаток рабочей силы тормозит процесс восстановления рынка труда. ФРС вынуждена поднимать ставку три раза, реагируя на ускорение инфляции и усиление долгосрочных инфляционных ожиданий	Уверенный рост экономики. Проблемы в цепочках поставок постепенно разрешаются. Темпы инфляции замедляются, но остаются заметно выше таргета ФРС. Занятость растет умеренными темпами ввиду дефицита рабочей силы. ФРС повышает ставку два раза, реагируя на улучшение ситуации на рынке труда, а также принимая во внимание инфляционное давление	Сильный рост экономики. Проблемы в цепочках поставок полностью разрешаются, что приводит к замедлению инфляции, которая, тем не менее, остается выше таргета ФРС. Безработица заметно снижается благодаря росту деловой активности. ФРС повышает ставку два раза, реагируя на сильный прогресс на рынке труда и умеренную инфляцию	Экономика демонстрирует уверенный рост, хотя ему препятствуют сохраняющиеся сбои в цепочках поставок, что ведет к ускорению инфляции. Безработица сокращается невысокими темпами ввиду дефицита рабочей силы. ФРС повышает ставку один раз, реагируя на активный рост ВВП, сильную инфляцию, а также на медленное сокращение безработицы

14





# Макроэкономический прогноз на 2022 год

## Умеренность в завтрашнем дне

Наш прогноз предполагает замедление восстановления экономики США в будущем году. ФРС рассчитывает, что ВВП Штатов вырастет на 4%, экспертные оценки находятся в диапазоне 3–5%. Этот разброс отражает сохраняющуюся неопределенность. Учитывая это, мы предпочитаем занимать осторожную позицию и склоняемся к тому, что фактическое повышение базового показателя американской экономики в 2022-м будет в середине указанного коридора, что ближе к оценке Федрезерва.

Несмотря на сохранение высокой макроэкономической и рыночной неопределенности, оптимизм аналитиков и экспертов связан с высоким совокупным спросом. С одной стороны, домохозяйства смогли накопить за два года значительный объем сбережений и снизить долговую нагрузку. С другой – компании активно инвестируют в основные средства, стремясь повысить эффективность и производительность труда: так, объем розничных продаж и заказов на основные средства уже заметно превышает допандемийные уровни.

Еще одной точкой роста станут частные инвестиции, которые будут способствовать увеличению ВВП и снижению безработицы в долгосрочной перспективе, а также замедлению инфляции за счет развития инфраструктуры. По нашим ожиданиям, вливания средств физлиц на фондовый рынок увеличатся на 7,4%, в основном за счет иностранных инвестиций.

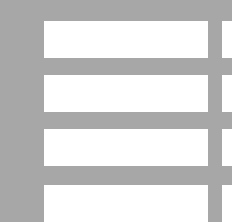
Главный вопрос на сегодня в том, насколько сильно инфляция в итоге повлияет на потребителей в США, то есть смогут ли высокие темпы роста цен приглушить спрос. Не исключено, что реакция населения на затяжную инфляцию в какой-то момент может стать резко негативной. Уже сейчас опросы Conference Board и Мичиганского университета зафиксировали снижение потребительского оптимизма. Последний из этих показателей недавно даже достиг минимума с 2013 года. При этом каждый четвертый потребитель указал на ухудшение уровня жизни

в связи с инфляцией, а половина домохозяйств ожидает в следующем году снижения реальных доходов, которые фактически сокращаются уже третий месяц подряд. Сбережения также снизились к допандемийным уровням. В результате в 2022 году у американцев будет меньше возможностей для наращивания трат в ответ на инфляционные риски.

Однако мы считаем, что во второй половине 2022 года ценовое давление снизится, поскольку эффект от краткосрочных драйверов инфляции (сбои в цепочках поставок, рост цен на энергоносители) постепенно будет ослабевать. К этим и другим разовым факторам бизнес и государство постепенно начинают адаптироваться. Впрочем, не исключено, что высокая инфляция может оказаться более стойкой, что приведет к усилению соответствующих негативных ожиданий в предстоящем году и, как следствие, потребует от регулятора более решительных действий по ужесточению монетарной политики.

К основным элементам долгосрочного инфляционного процесса можно отнести растущие зарплаты: это происходит не только в США, но и в других развитых странах. Согласно опросам Национальной федерации независимого бизнеса (NFIB), число компаний, которые еще только планируют повысить как цены, так и оплату труда, по-прежнему увеличивается. Таким образом, подобные управленческие решения продолжат приниматься, причем в более крупном масштабе, чем ранее. Также не стоит забывать, что цены обычно повышаются быстрее зарплат, поэтому перспективы роста реальных располагаемых доходов по-прежнему неопределенны.

Возникает закономерный вопрос: почему зарплаты продолжают увеличиваться? Ответ прост: все дело в нехватке рабочей силы. В настоящее время в США около 7 млн безработных и примерно 10 млн вакансий, что благоприятно для тех, кто решил сменить место работы. Как правило, это позволяет рассчитывать на повышение оплаты труда. Однако этот эффект





# Макроэкономический прогноз на 2022 год

## Умеренность в завтрашнем дне

не так давно стал активно распространяться и на предпочитающих стабильное трудоустройство сотрудников: компании стремятся удержать их, поэтому увеличивают им оклады и бонусы.

Такой важный фактор, как доля экономически активного населения, не демонстрирует значимых улучшений уже более года: в ноябре 2021-го она составила 61,8%, поднявшись за 12 месяцев лишь на 0,3 п.п. Прогнозы экономического роста базируются на том, что в 2022 году этот показатель все же ускорит восстановление до уровня, который наблюдался в феврале 2020-го – 63,3%. Однако с января 2022-го в США

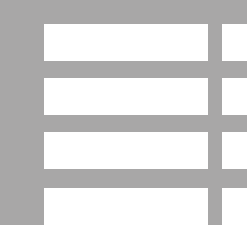
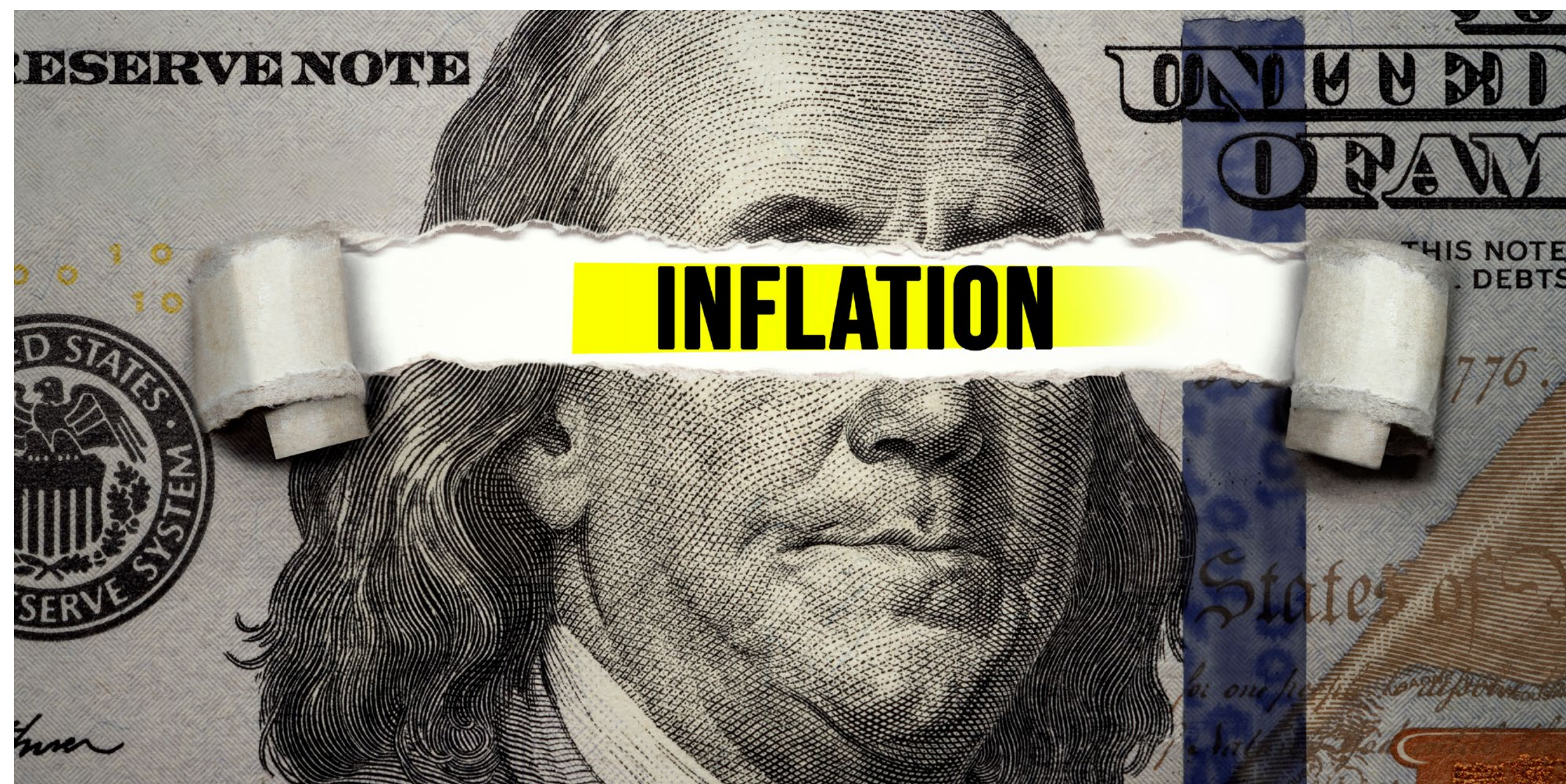
начнет действовать директива, согласно которой для сохранения рабочего места необходимо быть полностью привитым от COVID-19. Она затронет более 100 млн американцев. Не исключено, что такая мера увеличит нехватку рабочей силы на рынке.

Недоукомплектованный штат многих компаний, а также сохраняющиеся проблемы с логистикой могут стать препятствиями к снижению инфляции до таргета регулятора 2%. Если мы оцениваем реальный рост ВВП на уровне ожиданий ФРС, то показатель инфляции – выше ожиданий ФРС. Если наш прогноз оправдается, финансовым властям США придется

реагировать на растущие цены более жестко, чем планировалось ранее. Последние комментарии Джерома Пауэлла и других представителей ФРС подтверждают, что такой вариант развития событий вполне возможен, поэтому, на наш взгляд, ключевая ставка в 2022-м может быть поднята трижды.

Есть еще один подводный камень: если Федрезерв решит сохранить сверхмягкую монетарную политику, у него останется мало инструментов, позволяющих разорвать связь между повышением зарплат и ростом цен. Резкое поднятие ставок может негативно отразиться на фондовом рынке и на экономике в целом, поэтому ФРС будет вынуждена действовать очень осторожно и сроки, в которые ей удастся справиться с инфляцией, могут затянуться.

Глобальная экономическая ситуация сейчас отличается от той, которая наблюдалась во время предыдущих волн пандемии: цепочки поставок уже начинают адаптироваться к текущим вызовам. Спрос на товары по-прежнему высок, но при полном открытии экономики можно ожидать его смещения в сторону услуг. По сравнению с предыдущими волнами пандемии, которые сопровождалась снижением темпов роста цен, новая крупная волна может подстегнуть инфляцию. Такое изменение ситуации также указывает на растущую неопределенность в экономике, поэтому мы фокусируемся на оценках риска и степени готовности ФРС ужесточить монетарную политику при динамичном восстановлении экономики. Высокий рост реального ВВП, низкий уровень безработицы, хорошие настроения потребителей, увеличение частных инвестиций – все эти факторы создают позитивную экономическую картину. Действия регулятора в предстоящем году будут направлены на удержание экономики от перегрева и разгона инфляции, а также на сохранение темпов экономического развития в долгосрочной перспективе.





# Прогноз по индустриям и секторам

## от аналитиков ИК «Фридом Финанс»



### Технологический сектор

По итогам 2021 года мы рассчитываем на рост продаж ИТ-сектора на 20% при увеличении прибыли на 40,7%. Во многом активное улучшение этих показателей обусловил эффект низкой базы 2020-го. Среди факторов поддержки были также высокий спрос на программные, аппаратные, полупроводниковые и другие ИТ-решения в связи с интенсивным развитием тренда на цифровизацию и массовым переходом сотрудников на удаленный режим работы.

По нашим прогнозам, в 2022 году прибыль в секторе будет повышаться на 10-11,5%, а выручка – в пределах 8,5-9,5%. Ключевые драйверы роста этих показателей сохранятся, но его темп замедлится. Среди ключевых бенефициаров будущего года подсектор программных продуктов (прогноз выручки: +14,1%, прибыли: +14%). Поддержку этому подsegmentу окажет повышение предложения облачных продуктов и вычислений, сильный спрос на услуги по подписке и комплексные совместные продукты. Прибыль в подсекторе полупроводников, по нашим расчетам, замедлит рост на 6,7% при увеличении объема продаж на 11%. Это обусловлено насыщением рынка серверных продуктов, а также ослаблением спроса на пользовательские ПК и мобильные решения. Продажи аппаратных продуктов вырастут в 2022 году на 4,3%, прибыль повысится на 5,1% после +25,2% и +57,6% в уходящем. Эта разница объясняется эффектом высокой базы 2021-го, в котором спрос на ПК, ноутбуки и смартфоны с поддержкой 5G был сильным.

### Ключевые риски для ИТ-сектора

- Рост доходности десятилетних гособлигаций США. При достижении ею 2% и превышении этой отметки многие участники рынка предпочтут частично зафиксировать прибыль по акциям «роста». Наиболее уязвимо для коррекции

выглядят убыточные быстроразвивающиеся компании с высокими стоимостными мультипликаторами. Высокомаржинальные крупные игроки рынка не столь зависимы от динамики доходности гособлигаций.

- Замедление роста финансовых показателей и снижение среднесрочных прогнозов способно повлиять на настроения инвесторов и вызывать фиксацию позиций.

Прогноз для сектора нейтрально положительный.

### Нефтегазовый сектор

#### Макроэкономические показатели

Прогнозная средняя цена нефти WTI на уходящий год – \$67,9 (+73% к уровню 2020-го и +19% к значениям 2019-го). В будущем году нефть WTI, как ожидается, будет в среднем котироваться по \$65, подешевев на 4,2% г/г. Давление на цены окажет увеличение добычи в рамках соглашения ОПЕК+ на 2 млн баррелей в сутки (МБС), а также рост производства углеводородного сырья в США на 1 МБС и в не входящих в ОПЕК+ государствах – на 1,5 МБС. В результате перевес предложения над спросом будет составлять 1-1,5 МБС. Профицит сырья оцениваем в 0,1-0,2 МБС за исключением продаж из госрезервов, или 0,4 МБС с их учетом.

Средняя цена на газ в 2022 году, по нашим прогнозам, составит \$3,5 за млн британских термальных единиц (-15,2% к уровню 2021-го и +39% к значению 2019 года). Высокий уровень котировок будет поддержан ростом чистого экспорта СПГ на 19%, до 11,5 млрд куб. футов в сутки (МКФ/С) благодаря вводу новых мощностей по сжижению, то есть на 0,7 МКФ/С в четвертом квартале 2021-го (Sabine Pass) и 1,5 МКФ/С в 2022-м (Calcasieu Pass). Чистый экспорт трубопроводного газа увеличится на 99% г/г, до 2,3 МКФ/С.

### Нефтедобыча

- Появление профицита на рынке нефти в начале будущего года приведет к снижению ее цены и коррекции в акциях нефтедобывающих компаний.
  - В числе приоритетов сектора останется сокращение долга и повышение выплат акционерам. В то же время капитальные затраты компаний вырастут на 25% г/г.\*
- Прогноз по сектору нейтральный. Соотношение между чистым долгом и EBITDA, по нашим оценкам, уменьшится с 1 в 2021 году до 0,8. FCF на акцию должен остаться на уровне 2021 года. Также ждем сохранения высоких дивидендов и реализации крупных программ выкупа активов\*.

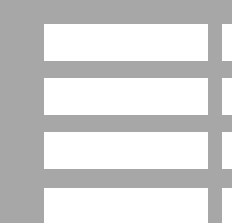
\*для 10 крупнейших публичных нефтедобывающих компаний США (XOM, CVX, COP, EOG, PXD, DVN, OXY, HES, FANG, MRO), включая вертикально интегрированные компании

### Нефтепереработка

- Профицит на рынке нефти и продажа сырья из госрезервов на фоне высокого спроса на нефтепродукты благоприятны для перерабатывающих компаний.
- Эмитенты из США выигрывают от взлета цен на газ и электроэнергию в Европе и Азии. Ожидаем увеличения объемов переработки и экспорта.

Прогноз по сектору позитивный. Соотношение между чистым долгом и EBITDA, по нашим оценкам, уменьшится с 2,5 до 1,7. FCF на акцию, как ожидается, вырастет на 20% при сохранении высоких дивидендов\*.

\*для пяти крупнейших публичных нефтеперерабатывающих компаний США (MPC, PSX, VLO, HFC, CVI), исключая вертикально интегрированные компании





# Прогноз по индустриям и секторам

## от аналитиков ИК «Фридом Финанс»

### Инфраструктура

- Рост добычи нефти и газа, а также увеличение потребления нефтепродуктов приведет к повышению операционных показателей владельцев систем сбора, транспортировки и хранения углеводородов.
- Снижение капитальных затрат позволит сократить долговую нагрузку и увеличить выплаты акционерам\*.
- Прогноз по сектору позитивный. Соотношение между чистым долгом и EBITDA, по нашим оценкам, уменьшится с 3,8 в 2021-м до 3,6 при росте FCF на акцию на 2% и повышении дивиденда, а также возобновлении либо увеличении объема программ выкупа активов\*.

\*для пяти крупнейших публичных инфраструктурных компаний США (EPD, KMI, WMB, OKE, ET)

### Нефтесервисные услуги

- По состоянию на конец ноября количество активно используемых буровых установок в мире выросло на 44% г/г (+470 единиц). Мы ожидаем продолжения этой тенденции в ближайшие два года.
- Со второй половины 2022-го рассчитываем на смещение фокуса с сокращения долга на повышение выплат акционерам.
- Прогноз по сектору позитивный. Соотношение между чистым долгом и EBITDA, по нашим оценкам, уменьшится с 1,4 до 1,1 при росте FCF на акцию на 14% и возобновлении либо повышении дивидендов\*.

\*для пяти крупнейших публичных инфраструктурных компаний США (EPD, KMI, WMB, OKE, ET)

### Газодобыча

- В 2019-2020 годах акции сектора находились под давлением из-за низких цен на газ. Так, летом 2020-го они опустились до минимальных отметок с 1995 года.

- Активный рост цен на этот вид сырья в уходящем году позволил захеджировать цены на 2022-й на высоком уровне.
- Прогноз по сектору позитивный. Соотношение между чистым долгом и EBITDA, по нашим оценкам, уменьшится с 2,7 до 1,5 при росте FCF на акцию в 1,5 раза и возобновлении либо увеличении дивидендов\*.

\*для пяти крупнейших независимых публичных газодобывающих компаний США (CTRA, EQT, AR, SWN, RRC)

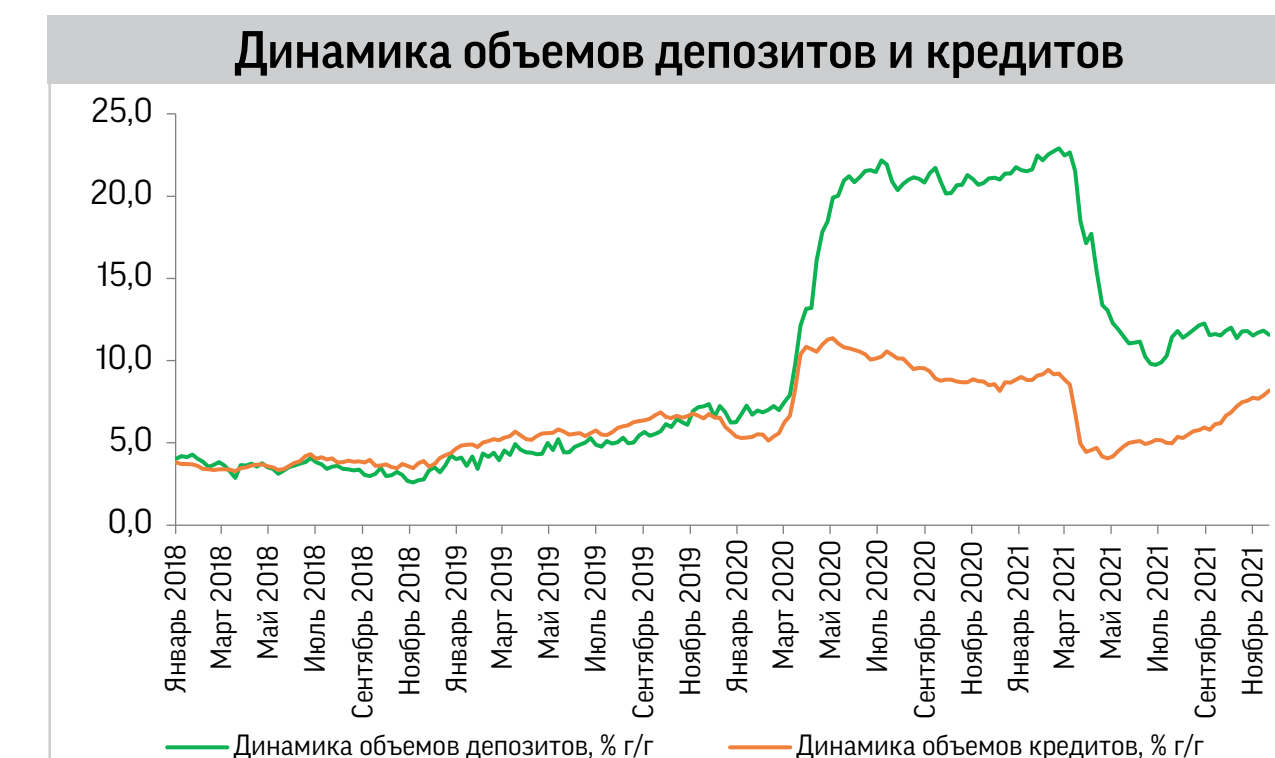
### Финансовый сектор

В уходящем году представители финсектора значительно увеличили объем обслуживаемых транзакций и нарастили доходы за счет высокой активности на финансовых рынках и высвобождения резервов по мере ослабления кредитных рисков. В 2022 году прогнозируем нормализацию и замедление темпов роста фундаментальных показателей с учетом высокой базы 2021 года. С продолжением восстановления экономики вероятны рост доходности гособлигаций, даль-

нейшее сокращение резервов, активизация кредитования и замедление роста депозитов. Развитие этих трендов нормализует ситуацию с ликвидностью банков, что позволит им увеличить чистую процентную маржу. Этому же будет способствовать повышение ключевой ставки ФРС. Востребованность инструментов с фиксированной доходностью, сохранение спроса на услуги по управлению активами, андеррайтинг и сопровождение сделок M&A поддержат рост инвестиционного бизнеса. Для платежных компаний основными позитивными драйверами остаются повышение объемов электронной коммерции и восстановление туристической активности, а также развитие новых направлений – BNPL (рассрочки) и обслуживания криптовалют. Потенциальный риск связан со всплесками волатильности различных финансовых инструментов, в том числе криптовалют, по мере ужесточения монетарной политики, а также с вероятностью сохранения высокой инфляции в первом полугодии.



Источник: Federal Reserve Economic Data

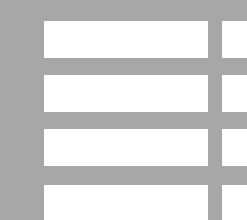


Источник: Federal Reserve Economic Data

### Инвестиционные перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Прогноз по индустриям и секторам

от аналитиков ИК «Фридом Финанс»

Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Телеком и медиа

Мы умеренно позитивно оцениваем перспективы роста акций сектора коммуникационных услуг (S&P Composite 1500 Communication Services). Средневзвешенный мультипликатор P/E NTM опустился с 25x, максимума 2021 года, до 21x, что совпадает с трехлетним средним значением. Усредненная операционная маржинальность в секторе имеет тенденцию к повышению, несмотря на усиление инфляционного давления в последние три квартала, поэтому мы не видим существенной угрозы со стороны роста цен.

Наиболее привлекательными, на наш взгляд, выглядят акции крупнейших компаний, зарабатывающих за счет диджитал-рекламы (**GOOGL, FB**). Темпы роста этих представителей сектора замедлятся, но останутся высокими. Американский сегмент рынка, по прогнозу Insider Intelligence, прибавит 15,6% г/г.

## Прогноз по отдельным индустриям

- Акции игровых компаний (**ATVI, TTWO, EA, ZNGA**) выглядят привлекательно, благодаря сравнительно низким оценкам стоимости при перспективах многолетнего роста выручки и повышения маржинальности.
- Телеком-индустрия столкнется с замедлением роста базы абонентов и снижением свободного денежного потока ввиду усиления конкуренции. Эти обстоятельства служат основой для осторожного прогноза.
- Активное расширение аудитории стриминг-сервисов продолжится за счет проникновения на развивающиеся рынки, поэтому мы отдаем предпочтение лидерам индустрии (**NFLX, DIS**), которые станут больше инвестировать в локальный контент.

## Здравоохранение

В 2022 году сектор здравоохранения может привлекать инвесторов своими защитными свойствами в период высокой инфляции (рост цен на рецептурные препараты регулярно обгоняет потребительскую инфляцию) и устойчивостью спроса на продукцию фармацевтических компаний. Востребованность вакцин, терапевтических препаратов и тестов на COVID-19 может оставаться высокой из-за сохранения влияния пандемии на мировые экономические отношения в связи с появлением новых мутаций вируса и необходимостью ревакцинации. Инвесторы продолжат интересоваться производителями вакцин, генетическими технологиями и провайдерами технологических решений для клинических исследований. На данный момент привлекательными для инвестиций выглядят бумаги **Merck (MRK), AstraZeneca (AZN), Illumina (ILMN), Seagen (SGEN)** и **Sarepta (SRPT)**.

### Фармацевтика

- Риск принятия законодательных инициатив по регулированию цен на рецептурные препараты.
- Перспектива усиления спроса на лекарства, объем назначения которых восстанавливался в 2021-м.

### Медицинское оборудование

- Активное влияние отложенного спроса завершено. Сектор продолжает расти органически. Актуальность тестирования на COVID-19 сохраняется.
- Локальные локдауны могут оказывать временное давление на спрос на процедуры и операции.

### Провайдеры медицинских услуг

- Страховые премии продолжают повышаться, объем расходов на медицинские услуги восстанавливается.

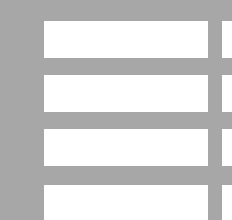
## Биотехнологии

- В центре внимания новые разработки в сфере неврологии, в особенности методы лечения болезни Альцгеймера, и вакцины на основе мРНК.

Ожидаем замедление роста выручки и EPS в индустрии, обусловленное в первую очередь эффектом высокой базы 2021 года. Консенсус предполагает повышение выручки и EPS на 4,6% и 4,5% г/г соответственно с увеличением рентабельности по сравнению с допандемийным уровнем.

## Горнодобывающий сектор

После двух кварталов роста цен на основные металлы железная руда перешла в фазу умеренной коррекции. Это объясняется тем, что главный спрос на эти товары предъявляет Китай, рост ВВП которого замедлился в уходящем году. Торможение экономики спровоцировало снижение активности в секторе недвижимости, поскольку застройщики столкнулись с проблемами при погашении долговых обязательств. Однако цены на медь, уголь, алюминий и никель остаются выше исторических средних значений, так как спрос на эти ресурсы более диверсифицирован. Мы ожидаем, что в 2022 году акции компаний горнодобывающей отрасли в целом будут расти благодаря сильному спросу на соответствующую продукцию. В то же время возможна коррекция в ценах на отдельные металлы, поэтому инвесторам стоит сосредоточиться на бумагах крупных компаний с наиболее широкой продуктовой линейкой. На наш взгляд, оптимальный выбор в секторе – австралийская компания **BHP GROUP LTD (NYSE: BHP)**, специализирующаяся на производстве железной руды, меди, угля, никеля.





# Прогноз по индустриям и секторам

## от аналитиков ИК «Фридом Финанс»



### Автопром

Крупнейшие автопроизводители в уходящем году столкнулись с серьезным дефицитом микросхем, который с высокой вероятностью сохранится и в 2022-м. Этот фактор способен замедлить рост объемов реализации автомобилей даже в случае усиления спроса. При этом оценку лидеров отрасли рынком нельзя назвать низкой.

Акции производителей электромобилей в этом году продемонстрировали ралли, хотя лишь отдельные компании достигли значимых объемов выпуска продукции, доля которого составляет только 3% от совокупного производства автомобилей в мире. Кроме производственных рисков, связанных с дефицитом полупроводников и сбоями поставок сырья для аккумуляторов, сохраняют актуальность проблемы с развертыванием широкой сети заправочных станций для электромобилей.

Рекомендуем пока не формировать позиции в данных секторах, учитывая текущие оценки.

### Альтернативная энергетика

Продажи солнечных панелей и сопутствующих систем, по нашим оценкам, продолжат расти средними темпами 8% г/г в 2022 году. Поддержку их динамике окажет развитие тренда на расширение доли генерации электроэнергии из возобновляемых источников в общем объеме ее выработки. Среди представителей индустрии выделяется израильская компания **SolarEdge (NASDAQ: SEDG)**, которая лидирует в секторе и продолжает значительно опережать по темпам роста продаж своих основных конкурентов. По итогам 2021 года прогнозируется увеличение объемов реализации SolarEdge на 34%. Компания оценена выше среднеотраслевых значений, что в краткосрочной перспективе подразумевает повышенную волатильность при сохранении долгосрочной привлекательности инструмента для инвестиций.

### Строительство

Приток инвестиций в строительный девелопмент чаще всего усиливается в периоды восстановления экономики. На конец 2021 года цены и спрос на недвижимость остаются довольно большими, несмотря на достаточно высокое соотношение между ценами на нее, медианным доходом домохозяйств и числом выдаваемых разрешений на строительство. В связи с потенциальным повышением процентной ставки спрос на горизонте предстоящего года может уменьшиться.

С учетом вышеизложенного наш прогноз по сектору на 2022 год нейтрально-позитивный.

### Космос и оборона

Принятый палатой представителей Конгресса США бюджет на 2022 год в части оборонных расходов утвердил их в объеме \$777,9 млрд (+5% г/г).

Наш прогноз по сектору на будущий год умеренно позитивный. В связи с длительными разбирательствами и проверками в отношении его новых авиалайнеров наиболее недооцененным в отрасли выглядит **Boeing Co.** Предполагается, что поставки широкофюзеляжных моделей 787 возобновятся в апреле следующего года.

### Логистика и транспорт

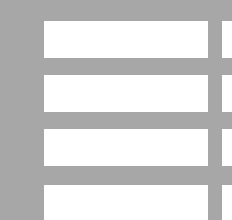
Наш прогноз в отношении авиаперевозчиков на 2022 год позитивный. Восстановление международных авиаперевозок идет недостаточно интенсивно, но это компенсируется быстрыми темпами нормализации регионального авиасообщения. По официальной статистике Департамента транспорта США, в сентябре 2021-го американскими авиалиниями воспользовалось около 58,4 млн человек, притом что годом ранее это число составляло лишь 25,1 млн. Согласно данным

Statista, средний семидневный показатель пассажирского трафика, зарегистрированный в аэропортах США, пока на 13% отстает от показателя конца 2019 года. Предполагается, что по итогам 2022-го авиакомпании могут выйти в прибыль. Одной из оптимальных идей для инвестирования с прицелом на следующий год выглядит **Southwest Airlines Co.** — крупнейший по капитализации авиаперевозчик США, обладающий прочным запасом ликвидности, бизнес которого не пострадает от повышения ключевой ставки.

Консенсус-прогнозы финансовых результатов крупнейших игроков сегмента электронной коммерции сигнализируют о том, что в будущем году она замедлит рост. Тем не менее мы сохраняем умеренно позитивные ожидания в отношении логистической отрасли на 2022-й ввиду дальнейшего повышения экономической активности.

### Индустрия гостеприимства

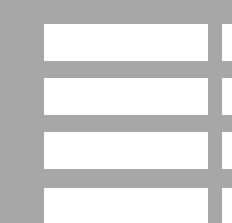
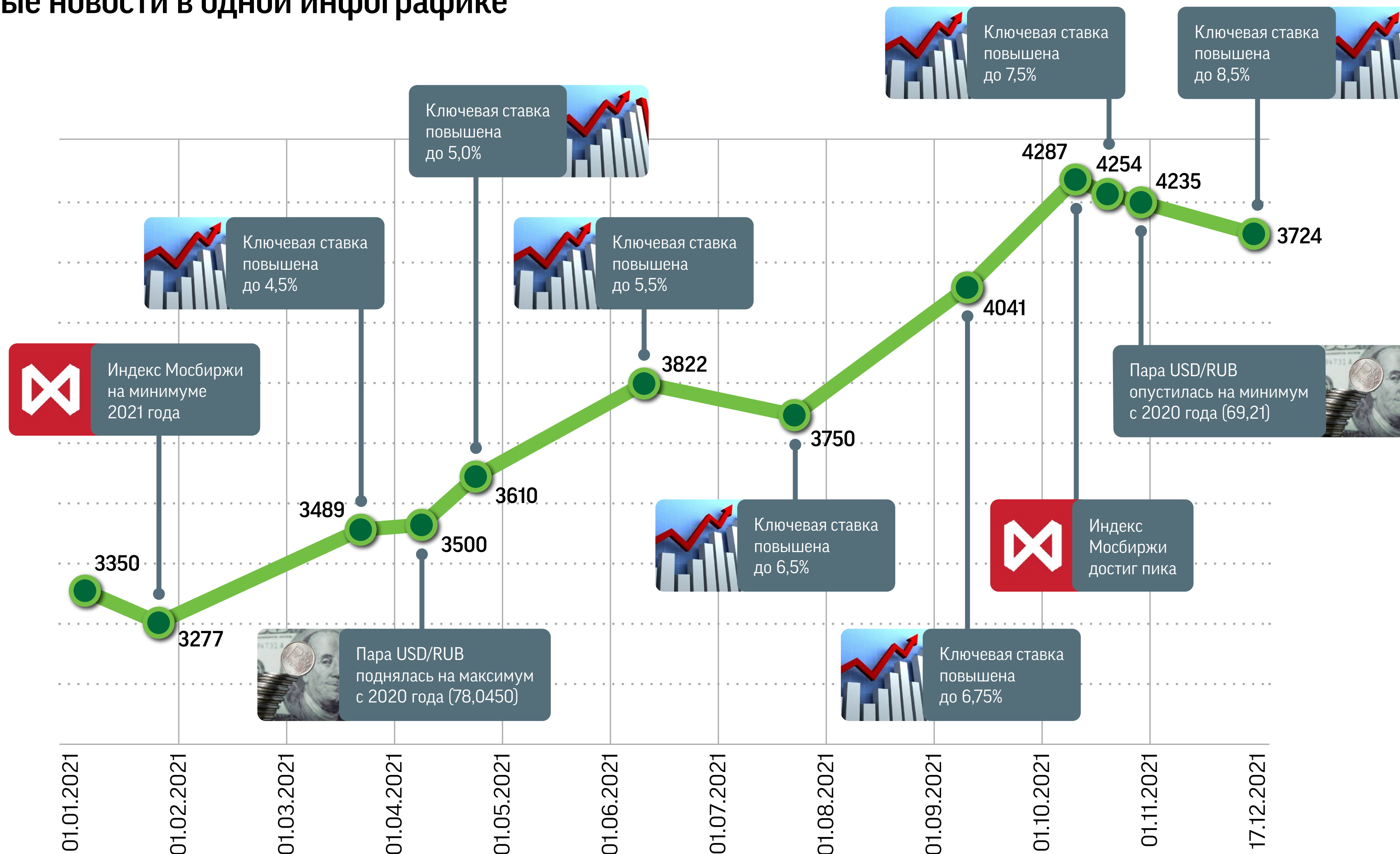
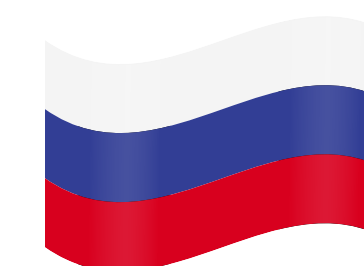
Летом 2021 года заполняемость отелей по всему миру достигла 60%, что сигнализирует о быстром восстановлении сектора. Отели рассчитывают на восстановление заполняемости к допандемийным уровням в следующем году. Консенсус-прогноз выручки и прибыли крупных гостиничных сетей на 2022-й предполагает повышение от 40% и более. Драйверами роста послужат восстановление объема международных гражданских авиаперевозок и продолжающаяся вакцинация населения. Некоторые акции сектора отыграли существенную часть потерь, понесенных в результате обвала в марте 2020 года. Наш прогноз для гостинично-ресторанного бизнеса на 2022 год умеренно позитивный. В качестве инвестиции можно рассмотреть акции **Hyatt Hotels Corporation (NYSE: H)**, которая пока отстает от конкурентов по темпам восстановления, но сохраняет устойчивость с точки зрения ликвидности.





# Рынок России в 2021 году (индекс MOEX)

## Важные новости в одной инфографике



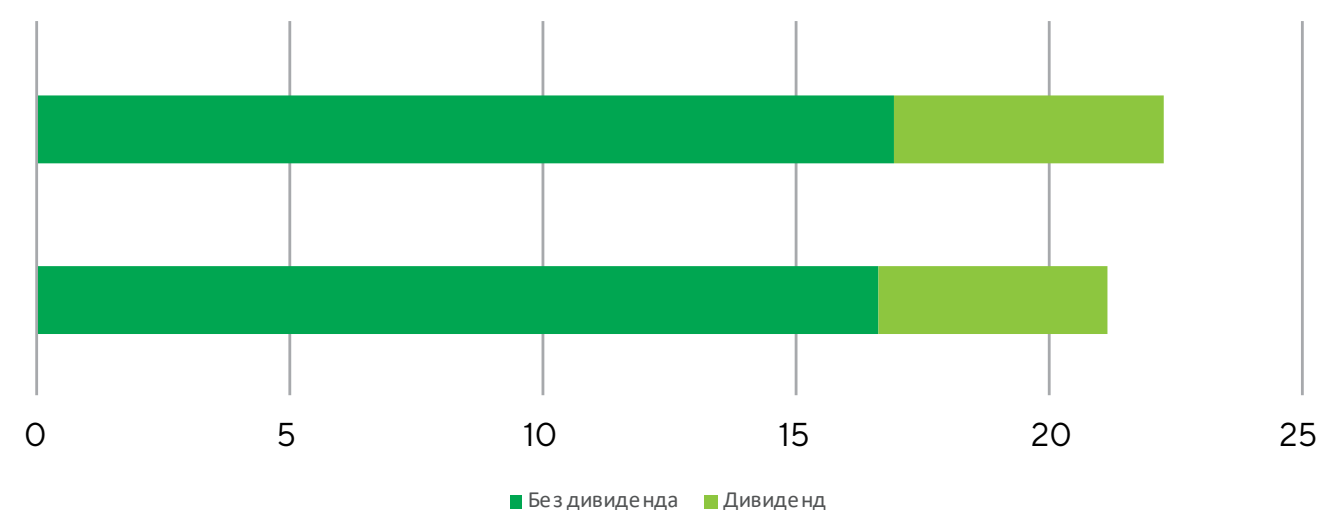


# Рынок России. Итоги года и перспективы

## Игра по новым правилам

Год назад в рамках базового сценария мы предполагали рост российского фондового рынка в достаточно широкий диапазон 3800–4400 пунктов по индексу Мосбиржи, и эти ожидания в целом оправдались. Как мы и прогнозировали, динамику бенчмарка преимущественно определило повышение цен на сырьевые товары, вызванное сильным отложенным спросом, который образовался из-за противозидемических ограничений 2020-го, больших объемов свободной ликвидности, а также недостаточного предложения и перебоев в цепочках поставок. При этом огромная масса напечатанных денег в первую очередь пришла не в реальный сектор экономики, а на финансовые рынки.

### Динамика основных российских фондовых индексов, %



Данные Московской биржи, расчеты аналитиков ИК «Фридом Финанс»

Рынок воодушевлял инвесторов динамичным ростом: индекс Московской биржи в 2021-м обновил исторический максимум, а РТС достиг пика за 10 лет. При этом год прошел достаточно спокойно: наиболее значительная просадка от достигнутого ранее мак-

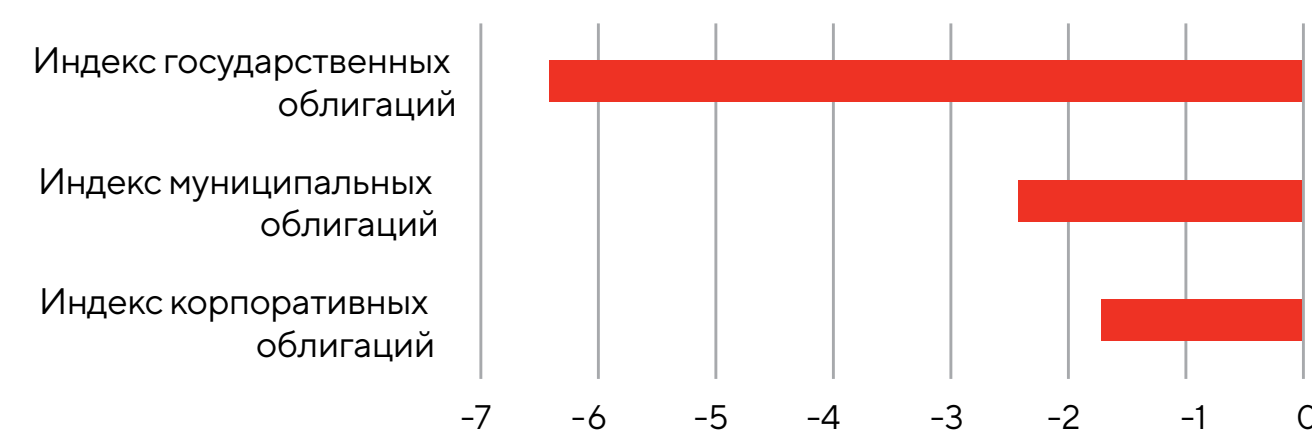
симумом стала одной из самых низких за всю историю, составив около 11%, или половину от медианной. Дивиденды добавили к доходности рынка около 5%.



Динамика основного рублевого бенчмарка (IMOEX). По данным Московской биржи

Однако не все активы демонстрировали рост. Худшую динамику показали облигации и производные от них инструменты, которые дешевели, несмотря на относительную устойчивость рубля. Впрочем, частные инвесторы обычно предпочитают акции облигациям, поэтому из-за снижения котировок долговых бумаг пострадали

### Динамика индекса рублевых облигаций с начала года, %



Данные Московской биржи, расчеты аналитиков ИК «Фридом Финанс»

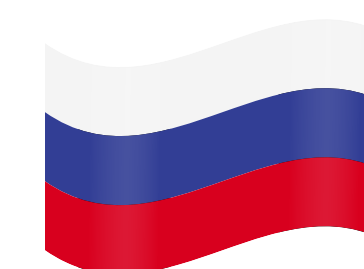
Георгий Ващенко,  
заместитель директора  
департамента торговых операций  
ИК «Фридом Финанс»



## Инвестиционные перспективы 2022 года

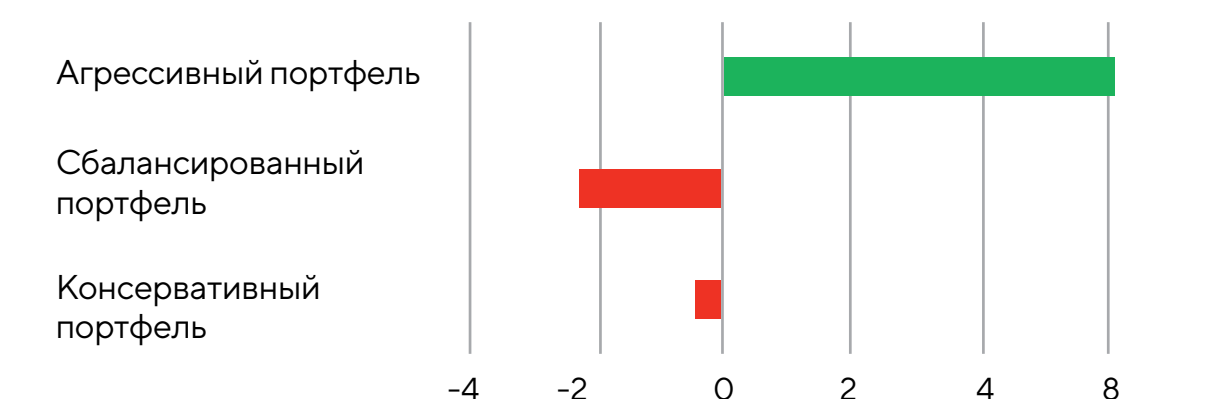
17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



в основном портфели банков и пенсионные резервы. Причиной слабости рынка облигаций стала инфляция, которая поднялась с исторических минимумов к пятилетним максимумам. Основная масса долговых бумаг выпускалась с фиксированным купоном и номиналом, поэтому котировки этих бондов снизились наиболее значительно. Важно отметить, что премия рублевых облигаций федерального займа (ОФЗ) к долларовой бумаге не перекрывает рублевой инфляции и риска, поэтому с учетом ИПЦ, превышающего 5%, вложения в них невыгодны иностранным инвесторам.

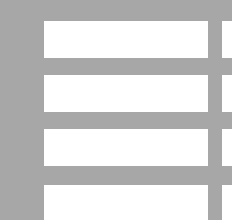
### Динамика индексов пенсионных накоплений с начала года, %



Данные Московской биржи, расчеты аналитиков ИК «Фридом Финанс»

### Российский фондовый рынок на фоне глобальных тенденций

В уходящем году отечественному фондовому рынку (усредненный индекс) не удалось войти в число мировых лидеров по доходности: для этого данный показатель должен быть вдвое выше. Однако индексы Мосбиржи и РТС смогли обеспечить доходность выше 20%, что соответствует аналогичным показателям европейских и американских активов и оценивается нами достаточно высоко. Важно отметить, что локальные индексы доволь-

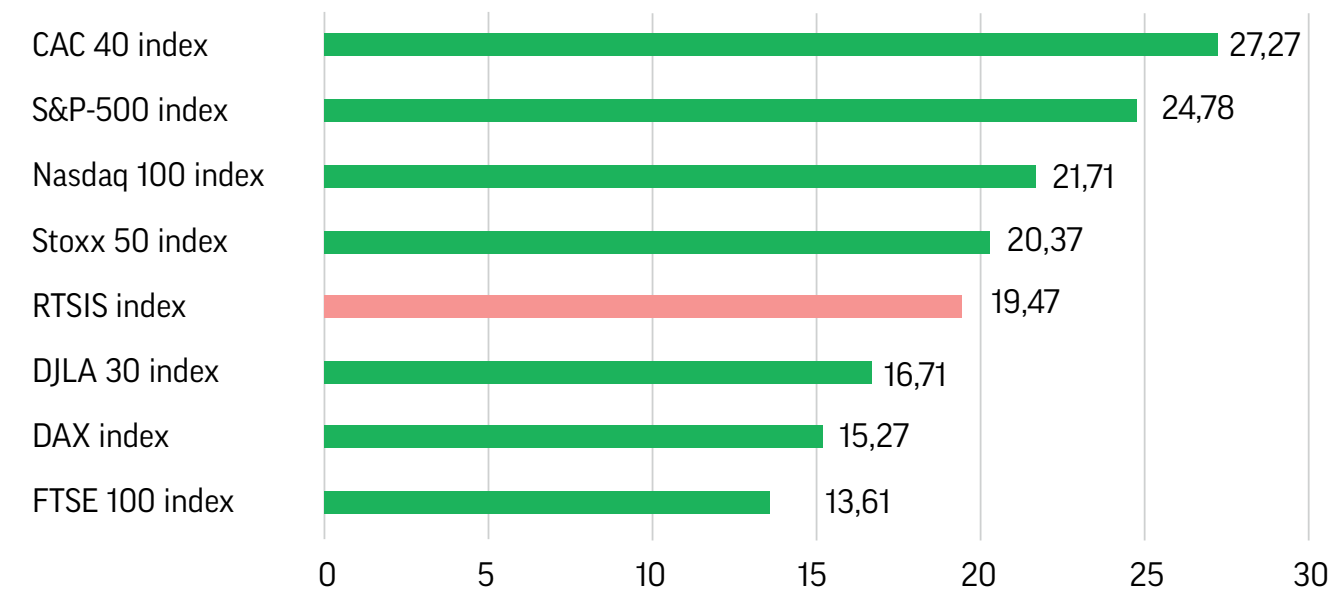




# Рынок России. Итоги года и перспективы

## Игра по новым правилам

### Мировые и российские индексы с начала года, %



Расчеты аналитиков ИК «Фридом Финанс»

### Рэнкинг доходности: лидеры и аутсайдеры среди акций (за 11 месяцев 2021-го):

Место в топе	Наименование	Тикер	Рост
1	Самолет	SMLT	431,84%
2	Мечел, ап	MTLRP	243,15%
3	Ижсталь, ао	IGST	180,85%
4	TCS Group Holding	TCSG**	180,17%
5	ИСКЧ	ISKJ	175,79%
6	Южный Кузбасс	UKUZ	174,13%
7	Самараэнерго, ап	SAGOP	161,63%
8	Ижсталь, ап	IGSTP	158,32%
9	ТНС энерго Воронеж	VRSB	156,72%
10	Распадская	RASP	156,13%

Данные Московской биржи, расчеты аналитиков ИК «Фридом Финанс»

но редко попадают в топ по доходности два года подряд и более. Если какой-то рынок демонстрирует бурный рост в текущем периоде, обычно это служит сигналом к тому, что в следующем году не стоит активно вкладываться в тот же индекс.

**Среди лидеров роста на этот раз оказались и ликвидные акции. Если год назад для попадания в топ достаточно было продемонстрировать доходность более 50%, то в 2021-м этот показатель должен был превысить 150%.** Префы Мечела, которые в прошлом не раз возглавляли как рейтинги лидеров роста (с рекордом в сотни процентов), так и списки аутсайдеров, в этом году вошли в топ акций, торговавшихся лучше рынка. В число лидеров роста, как и в прошлом году, попала всего одна из индексных бумаг – TCS (в 2020-м это были акции Полюса). Бумаги этой финансовой группы можно отнести к прорывам года:

Место в топе	Наименование	Тикер	Падение
1	Лензолото, ап	LNZLP	-51,96%
2	Лензолото, ао	LNZL	-44,67%
3	ОВК	UWGN	-43,45%
4	ОКС	UCSS	-41,84%
5	VK	VKCO	-41,61%
6	АСКО-СТРАХОВАНИЕ	АСКО*	-39,32%
7	Обувь России	ORUP	-36,17%
8	Русснефть	RNFT	-34,65%
9	Petropavlovsk	POGR**	-33,23%
10	Росгосстрах	RGSS	-31,45%

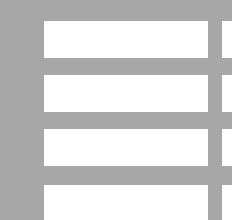
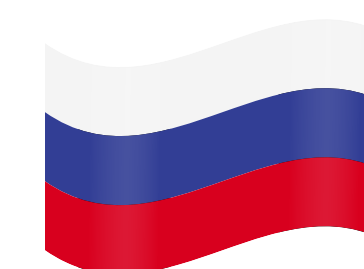
Выделены наиболее ликвидные инструменты

\*АСКО – торги прекращены

\*\*Входит в состав индекса Мосбиржи/ПТС

в марте-апреле 2020-го они потеряли около 50%, но с того момента выросли почти десятикратно. Важно отметить, что ни одна акция из продемонстрировавших наиболее сильную динамику (включая TCS), не входит в число самых популярных у частных инвесторов бумаг.

Как и в прошлом году, некоторым голубым фишкам не удалось избежать попадания в число аутсайдеров. На этот раз среди них оказались две бумаги, входящие в основной индекс с весом менее 1%. Одна из этих акций – VK (бывшая Mail.Ru Group) теряла более 50%. Не исключено, что Мосбиржа поставит эти акции, как и префы Мечела, на пересмотр, чтобы впоследствии исключить их из индекса. Еще одна бумага из состава бенчмарка – Русснефть оказалась в аутсайдерах второй год подряд. Но такая динамика может быть неустойчивой. К примеру, акции Лензолота, которые на этот раз возглавили топ неудачников (без учета дивиденда), в прошлом году входили в топ-10 самых динамично растущих. По всей видимости, частные инвесторы за 2021-й смогли многому научиться: **в «народном портфеле», в отличие от 2020-го, не оказалось ни одного аутсайдера!** Розничные игроки успели сократить позиции в бумагах Mail.Ru, до того как акции попали в антирейтинг. Прочие ликвидные бумаги демонстрировали преимущественно положительную динамику. Вложения в акции Сбера, Газпрома, ЛУКОЙЛа, ВТБ, Роснефти принесли инвесторам доходность более 20%. А те, кто своевременно приобрел бумаги ОК РУСАЛ и ВСМПО, получили более 100% доходности. Разочарование инвесторов вызывали ГМК, МТС, Полюс и Мосбиржа. Портфель, сформированный в конце 2020 года на основе «народных» предпочтений (без ребалансировок за 11 месяцев), принес 24% прибыли с учетом дивидендов. То есть «народный портфель» смог обогнать по доходности даже индекс Мосбиржи.





# Рынок России. Итоги года и перспективы

## Игра по новым правилам

### Основные факторы, определявшие динамику рынка

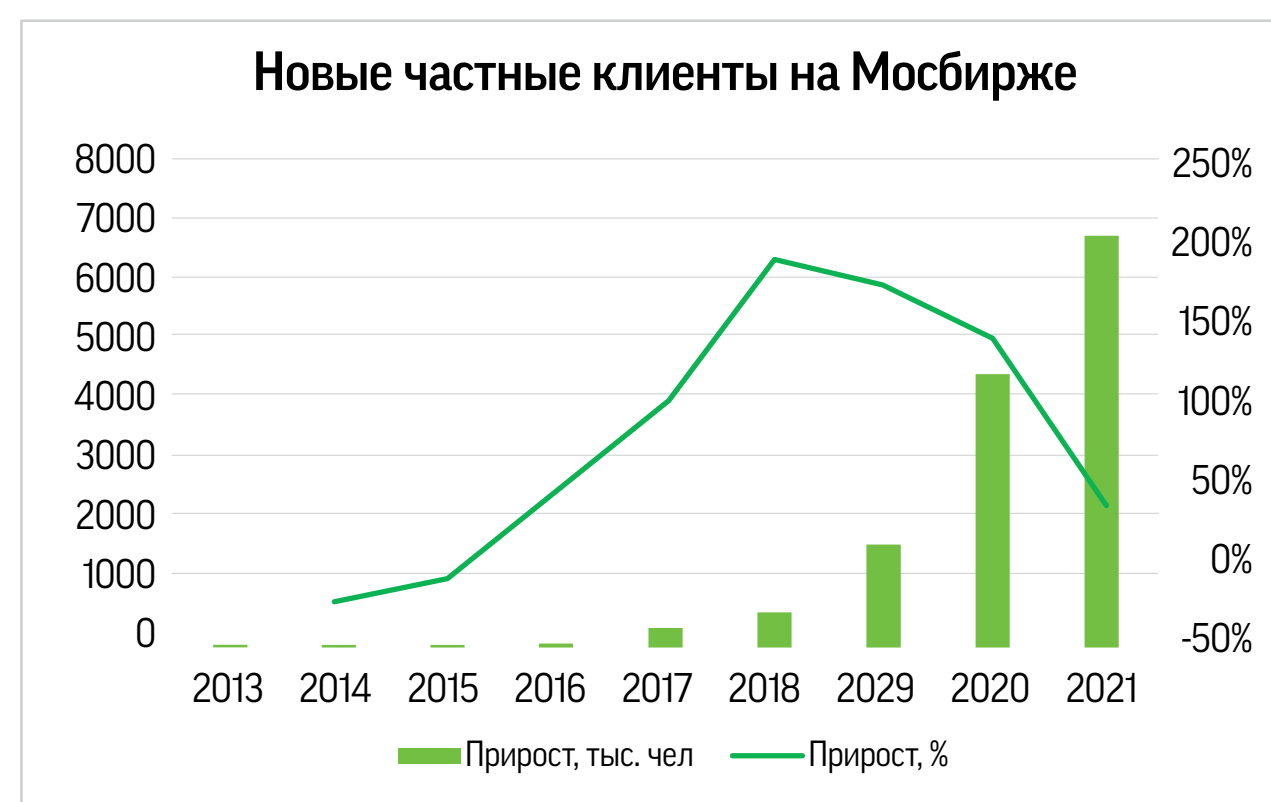
Пандемия COVID-19 обусловила ввод жестких карантинных ограничений, что привело к резкому сжатию экономики начиная со второго квартала прошлого года. ВВП США по итогам апреля-июня 2020-го сократился на 9,1% г/г, ВВП России упал на 7,8% г/г. Регуляторы и правительства стали оказывать поддержку экономике, предоставляя субсидии и дешевые кредиты предприятиям и домохозяйствам. ФРС снизила ключевую ставку до 0,25%, Банк России – до 4,5%. С начала года денежная масса в США выросла почти на 10%, или \$1,9 трлн, в России – приблизительно на 6%, до 60,8 трлн руб.

Опережающий рост свободной ликвидности по отношению к ВВП всегда приводит к бурной динамике в первую очередь на финансовых рынках, в то время как до реального сектора доходит лишь небольшая часть средств. Но в этом есть и позитивный момент: абсорбция денежной массы финансовыми рынками снимает инфляционное давление на национальную валюту. В итоге рост котировок привлекает новых инвесторов, оживляется спрос, в ответ рождается предложение. Так, объем размещений облигаций в этом году превысит 12 трлн руб., и примерно четверть этой суммы придется на негосударственный сектор. В сегменте акций мы наблюдали семь IPO и 15 SPO. То есть оживление экономики стало дополнительным драйвером роста фондового рынка. Повышение цен на нефть и металлы подстегнуло рост котировок их производителей. Наибольшее ускорение получил строительный сектор: ипотечный бум продолжается, за месяц выдается более 150 тыс. кредитов на сумму 500 млрд руб.

### Приток частных инвесторов

Активно управляемые фонды в 2021-м сокращали свое присутствие на рынке. Но если в прежние годы это привело бы

к неминуемому обвалу котировок, то на этот раз биржевые площадки удержались на плаву благодаря средствам частных инвесторов: **2021 год стал рекордным по притоку на биржу физических лиц**, за 12 месяцев их количество выросло на 125%. **Четвертый год подряд рынку удается нарастить базу розничных инвесторов более чем в два раза по сравнению с предыдущим периодом.**

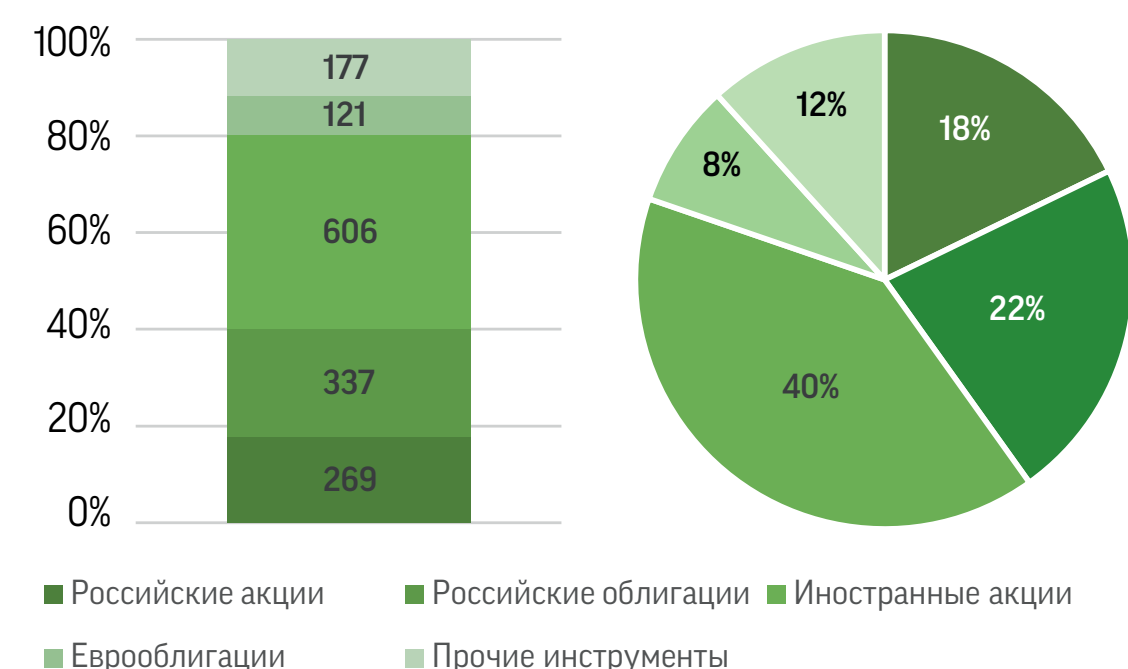


По данным Мосбиржи

К декабрю количество физических лиц, торгующих на бирже, достигло 17,1 млн, что соответствует примерно 11% населения России против прошлогодних 5%. Таким образом, по охвату розничных инвесторов отечественный рынок достиг уровня Китая. Объем активов инвесторов оценивается в 7,7 трлн руб., средств на брокерских счетах – 15,7 трлн руб. Всего за три года фондовые активы населения увеличились в 3,5 раза. За январь-сентябрь 2021 года физические лица влили на рынок 1500 млрд руб., около половины этой суммы пришлось на иностранные акции. Операции физических лиц состав-

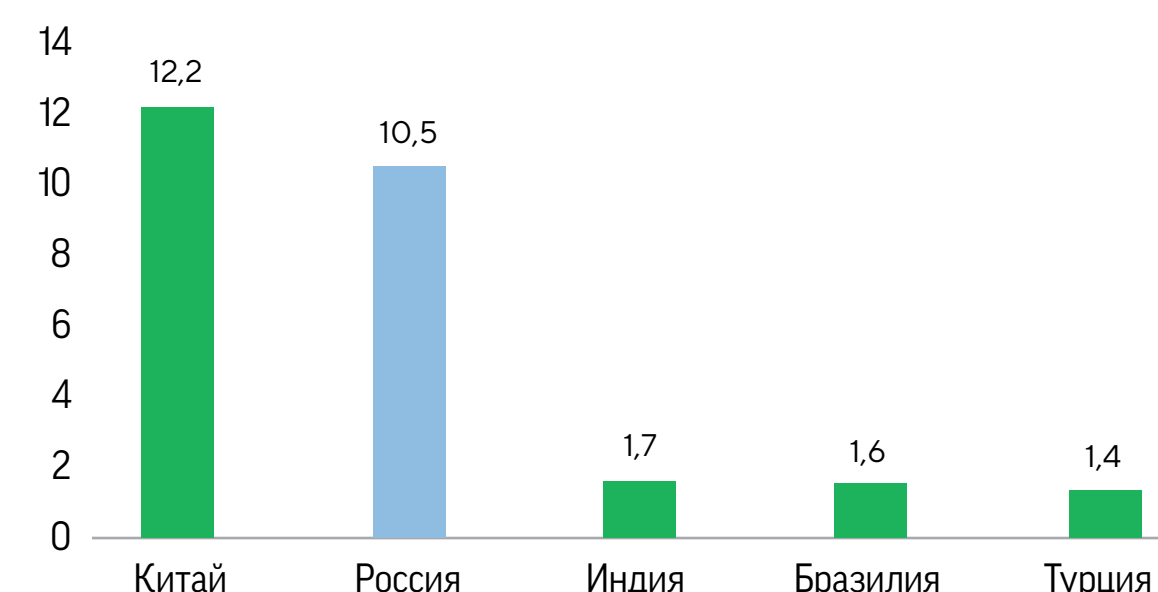
ляют 40% торгового оборота акций на Московской бирже. Для сравнения: депозиты физических лиц за январь-октябрь 2021-го пополнились на 1,65 трлн руб., до 35,8 трлн руб. Объем клиентских средств, размещенных на счетах в банках, вырос на 12,8%, до 82,94 трлн руб.

### Во что инвестировали россияне в 2021 году, млрд руб.



По данным НАУФОР, Банка России

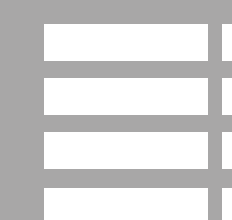
### Доля инвесторов в составе населения, %



По данным Московской биржи

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





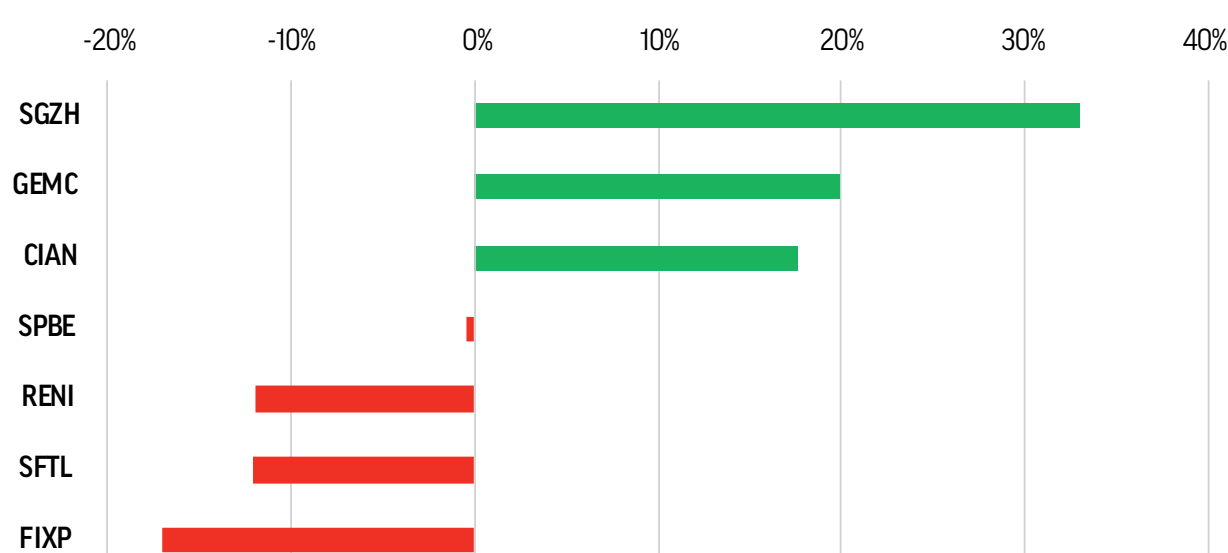
# Рынок России. Итоги года и перспективы

## Игра по новым правилам

### Первичные размещения акций

Если в 2020 году на российский фондовый рынок вышло лишь четыре компании, то в 2021-м число дебютантов увеличилось до семи, еще два IPO были отложены на неопределенный срок. При этом к успешным можно отнести не более половины размещений. На наш взгляд, основной причиной неудач стала завышенная цена IPO, из-за чего отсутствовал значительный неудовлетворенный спрос. Еще одним негативным фактором стала структура сделок, предусматривающая привлечение большого числа розничных инвесторов в отсутствие локап-периода. В итоге многие физические лица, зашедшие в позицию, почти сразу начинали ее закрывать, поскольку непосредственно после IPO акции не дорожали ввиду относительно низкого спроса после начала торгов.

### Динамика котировок акций после IPO на Московской бирже в 2021 году



По данным Московской биржи

### Макроэкономические показатели

Инфляция обрушила котировки облигаций, не оказав при этом поддержки фондам денежного рынка. Доходность

наиболее популярных ETF составила чуть более 3%, то есть проиграла не только инфляции, но даже банковским депозитам. Реакция рынка акций на макростатистику была слабо выражена, можно отметить лишь отдельные кейсы. Например, акции HeadHunter в этом году выросли на 80% на фоне возвращения безработицы к докризисной отметке 4,3%, фактически соответствующей уровню полной занятости. К акциям, которые могут сильнее других реагировать на макроиндикаторы, можно отнести бумаги Циан, VK, а также банков и строительных компаний.

### Внутриотраслевая динамика: лидеры и аутсайдеры

Семь из 10 основных экономических секторов завершают год на положительной территории. Лидерами роста стали эмитенты из отрасли **химии и нефтехимии**. Как мы и предполагали ранее, после кризиса в производственной сфере начался спад в сельском хозяйстве, что привело к повышению цен на продовольствие и удобрения, позволив Фосагро и Акрону значительно улучшить финансовые показатели в 2021-м.

Кроме того, заметно улучшились результаты **банков и строительных компаний**, что оказало поддержку их котировкам. Индекс акций **нефтегазового сектора** не отражает в полной мере динамику цен на углеводороды, поскольку бумаги двигались разнонаправленно. Если акции Роснефти, ЛУКОЙЛа, НОВАТЭКа, Газпрома в целом выглядели лучше рынка, то бумаги Татнефти и Сургутнефтегаза принесли инвесторам прибыль только за счет дивиденда. Напомним, что по итогам 2020 года нефтегазовый сектор оказался аутсайдером фондового рынка.

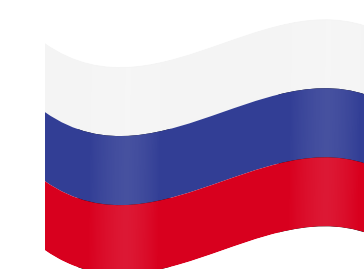
На бумаги **металлургов** действовали разнонаправленные факторы. С одной стороны, высокий спрос на промышленные металлы способствовал росту котировок ВСМПО, ОК РУСАЛ, ряда менее крупных производителей. С другой сто-

роны, снижение интереса к золоту как к защитному активу, корпоративные новости и решение правительства РФ увеличить налоговую нагрузку для некоторых компаний отрасли привели к тому, что доходность акций сектора оказалась достаточно низкой. В итоге эти компании смогли принести инвесторам прибыль лишь за счет дивидендов.

Не порадовали игроков рынка и акции **потребительского сектора**. Несмотря на сильные финансовые результаты, доходность этих инструментов была вдвое ниже показателей широкого рынка и образовалась в значительной степени благодаря выплатам акционерам. Бумаги М.видео упали более чем на 15% даже с учетом дивиденда, хотя на сопоставимую величину увеличились выручка и прибыль компании. 25% стоимости потеряли бумаги Ленты и X5. А акциям Магнита не помогла даже новость о выходе ВТБ из его капитала. Стоит отметить, что бумаги сектора резко отскочили сразу после окончания острой фазы кризиса в 2020 году: тогда они смогли обеспечить инвесторам около 40% доходности. В аутсайдерах оказались также бумаги **энергетических компаний**, на которые инфляция повлияла сильнее, чем на прочие активы. Однако эмитентам из этой отрасли удалось на 10% увеличить объемы производства электроэнергии, при этом рыночные цены на нее также возросли. Для сравнения: в 2020 году инвестиции в бумаги энергосектора принесли доход 18%.

### Национальная валюта

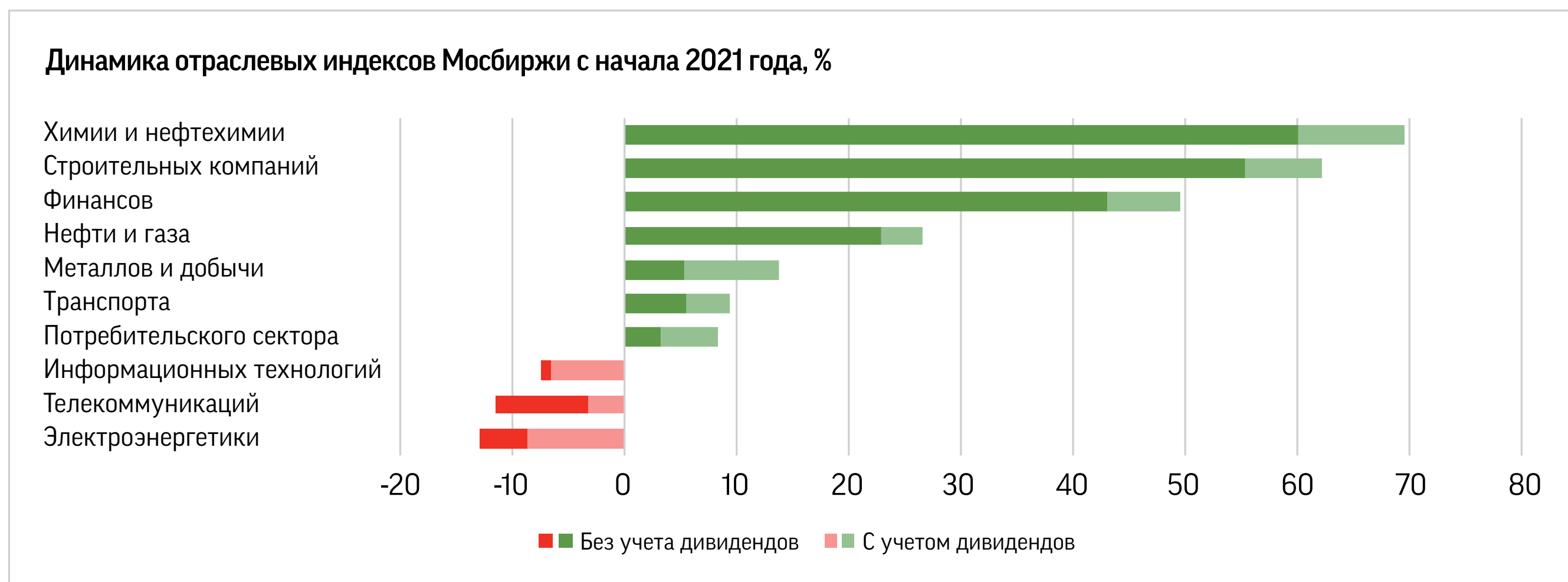
Почти весь 2021-й российский рубль с большим отрывом лидировал в рейтинге валют развивающихся рынков (ЕМ), но к декабрю курс вернулся к уровням начала года. Помимо общерыночных факторов на динамику национальной валюты оказали влияние инфляция и движение котировок экспортных товаров. В итоге разнонаправленные факторы смогли уравновесить действие друг





# Рынок России. Итоги года и перспективы

## Игра по новым правилам

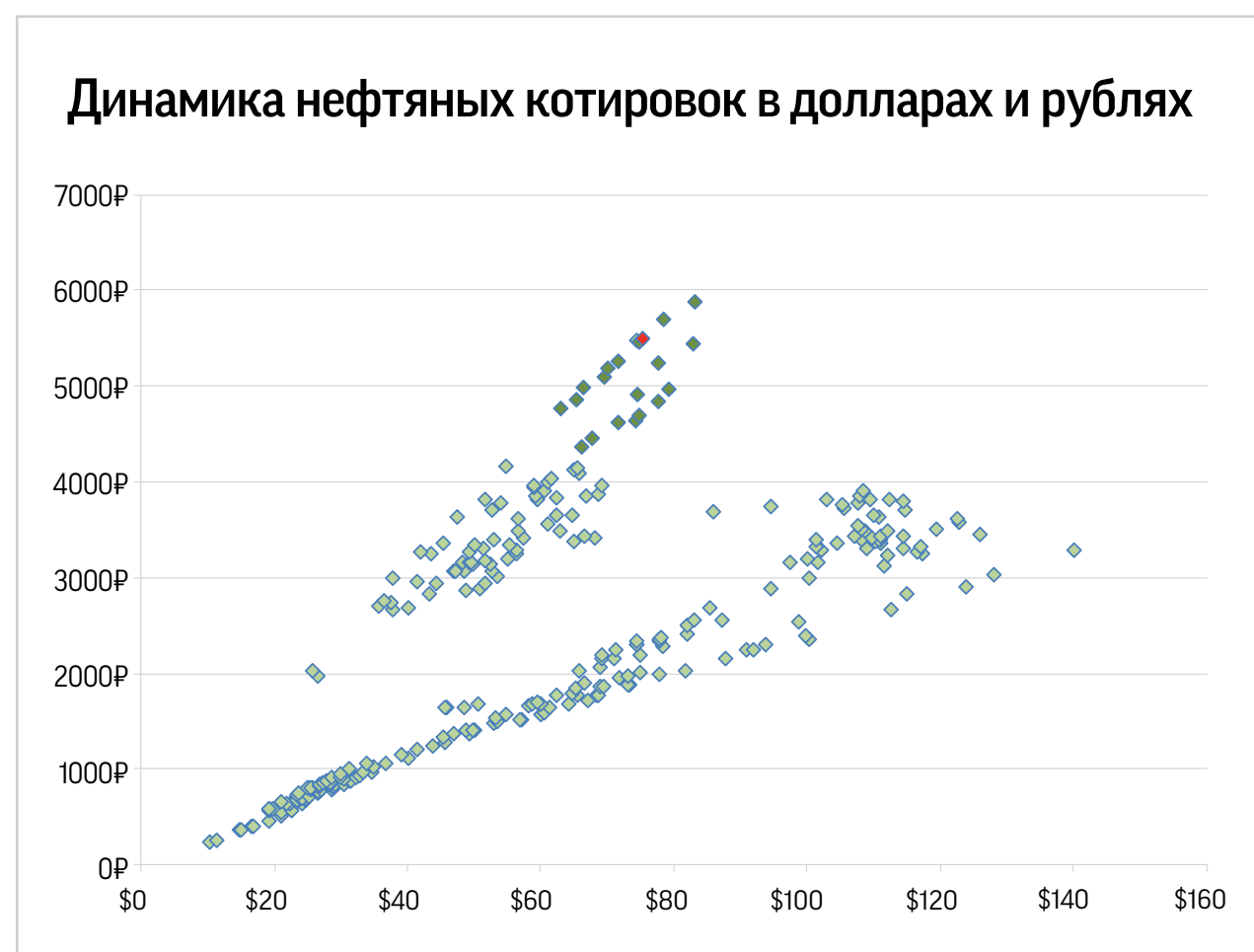


Данные Московской биржи, расчеты аналитиков ИК «Фридом Финанс»

друга, поэтому в 2021 году отмечалась более низкая, чем обычно, волатильность пары USD/RUB. Корреляция между ценами на черное золото и национальной валютой сохраняется. При нефтяных котировках в диапазоне \$70–85 за баррель ориентир по валютной паре USD/RUB рассчитывается исходя из стоимости нефти на уровне 5-6 тыс. руб. за бочку.

### Важнейшие события: развитие СПБ Биржи, категоризация инвесторов, увеличение времени торгов

В уходящем году динамику фондовых площадок определяли главным образом макроэкономические факторы, изменения в законодательстве, в том числе в части налогообложения, а также пересмотр некоторых параметров биржевого регламента.



**Макроэкономика.** Важнейшее влияние на рынок оказали восстановление ВВП к докризисным уровням, а также ускорение инфляции, которое привело к перетоку капитала из облигаций в акции.



**Повышение налогов для металлургов.** В результате проведенной реформы налоговые выплаты для компаний сектора были увеличены на 150–170 млрд руб., но дополнительная нагрузка не будет связана с объемом капзатрат, что позволит эмитентам сохранить предсказуемую дивидендную политику.

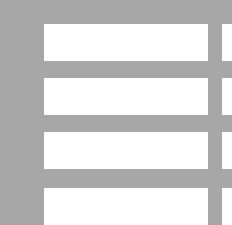
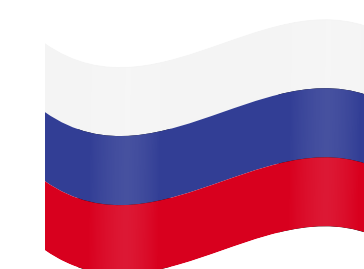
**Введение категоризации инвесторов.** На фоне беспрецедентного притока физических лиц на фондовый рынок неквалифицированные инвесторы, ранее не совершавшие сделок с определенными инструментами, ограничены в праве приобретать их, но это почти не повлияло на покупки физлиц. Цель этих мер – повысить финансовую грамотность розничных игроков и уменьшить концентрацию рисков активов в их портфелях.

**Изменение расписания торгов.** Московская биржа увеличила время торгов на рынке акций и облигаций. СПБ Биржа (находится в Москве), проводящая операции с наиболее ликвидными бумагами начиная с 7:00 мск, фактически превратилась в среднеевропейскую площадку по торговле американскими акциями.

### Инвестиционные перспективы 2022 года

17 декабря 2021

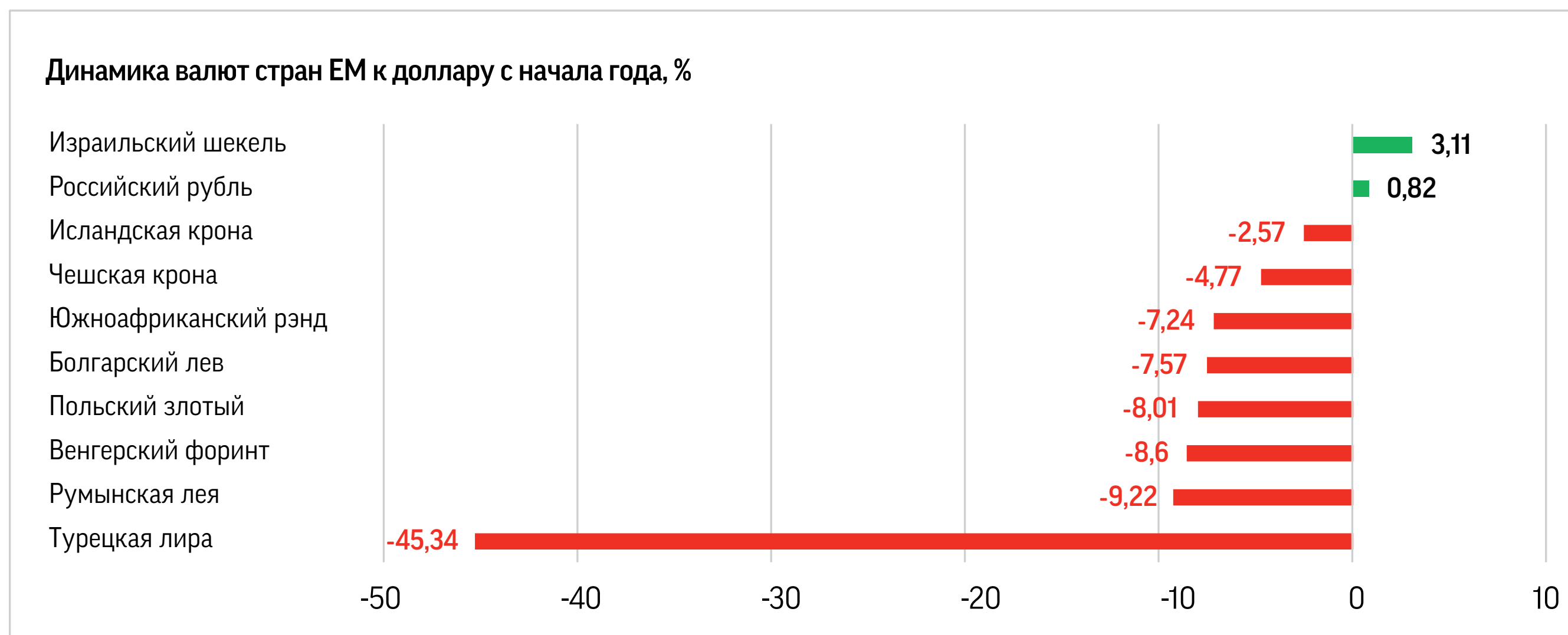
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Рынок России. Итоги года и перспективы

## Игра по новым правилам



По данным Bloomberg

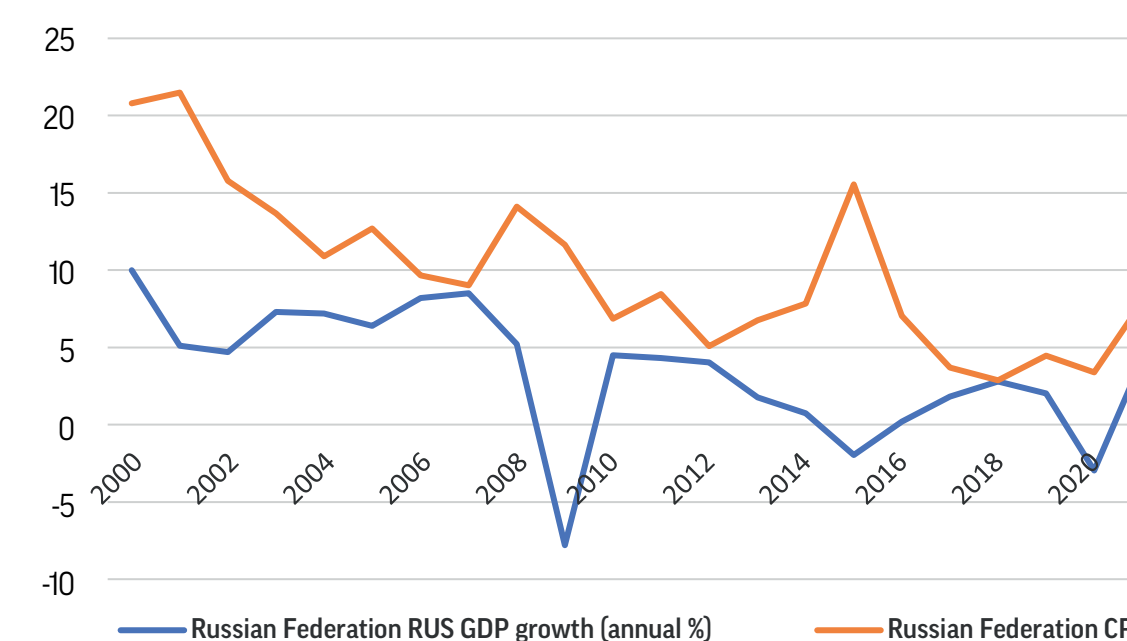
### Тренды 2022 года: от инфляции спроса к инфляции предложения

Мягкая монетарная политика регуляторов оправдала себя: мировая экономика уверенно восстанавливается после спада, вызванного пандемией COVID-19. Однако более инертное предложение, ограниченное, в частности, перебоями в цепочках поставок, не поспевает за спросом, разогнавшимся на дешевых деньгах. Особенно остро этот разрыв ощущается в отрасли микроэлектроники, продукция которой востребована в автомобилестроении, производстве бытовой техники и промышленного оборудования. По оценкам экспертов, дефицит предложения микрочипов будет преодолен лишь через один-два года. Важной темой новостной повестки во второй половине года стала продовольственная инфляция.

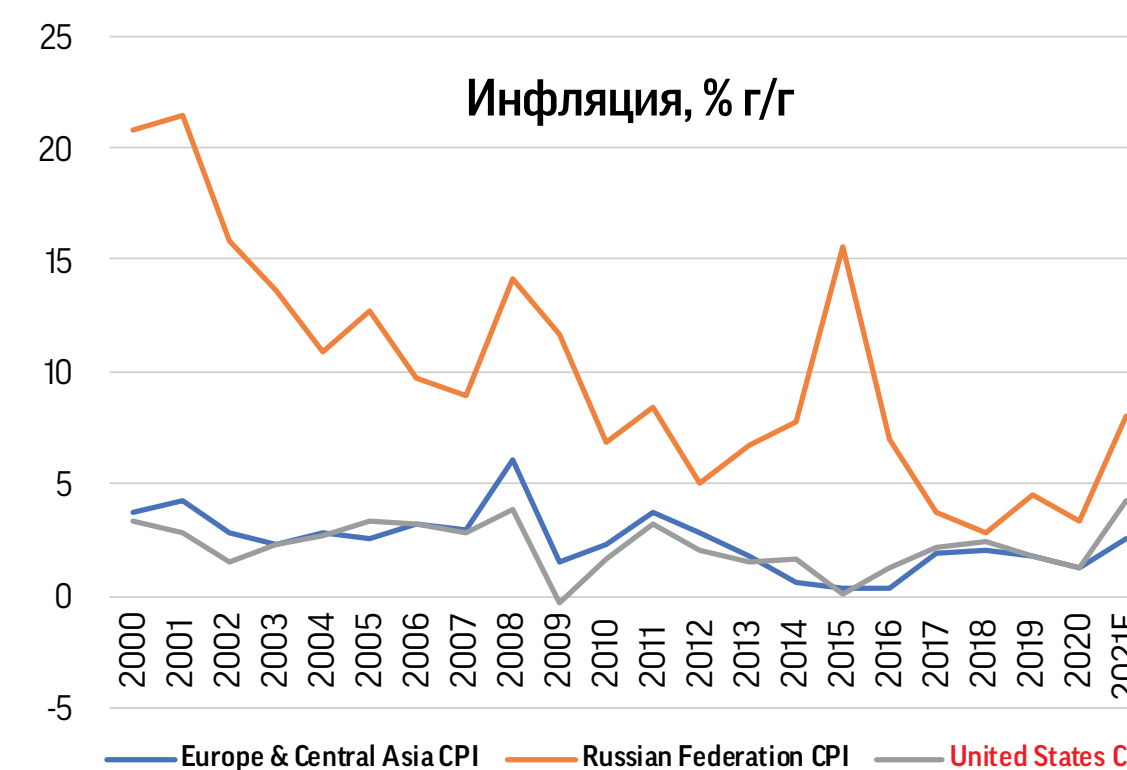
Ввиду дисбаланса спроса и предложения поднялись также цены на непродовольственные товары. На этом фоне монетарные власти вынуждены ужесточать денежно-кредитную политику.

Повышение ставок приведет к каскадному удорожанию товаров и услуг из-за роста затрат на каждом этапе цепочки поставок. Это явление называется инфляцией издержек (предложения). Дело в том, что производители уже сделали инвестиции в расширение производства, поэтому будут повышать цены, чтобы компенсировать затраты. Хотя разрыв между спросом и предложением уже значительно сократился, под влиянием инфляции спрос продолжает расти. В итоге регуляторы не имеют возможности снижать ставки в цикле инфляционного роста, поэтому они будут повышаться.

### Динамика инфляции и ВВП в России, % г/г



### Инфляция, % г/г



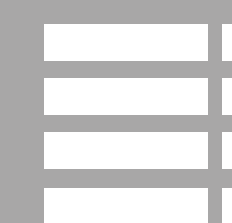
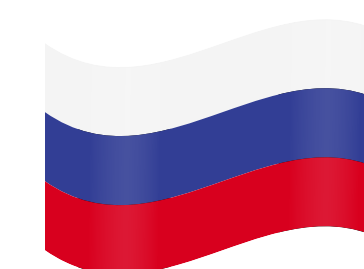
По данным Всемирного банка

В предстоящем году мы прогнозируем две волны инфляции: первая пойдет на спад в первом квартале, но уже в третьем цены могут вновь поползти вверх. Таким образом, до таргета Банка России на уровне 4,5% инфляция, на наш взгляд, не замедлится, даже несмотря на высокую базу 2021-го.

### Инвестиционные перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Рынок России. Итоги года и перспективы

## Игра по новым правилам

В этих условиях наиболее привлекательными для инвестиций становятся акции циклических секторов. В первую очередь стоит сделать ставку на сырьевые и промышленные компании, энергетику и телекомы, потребительский сегмент и розничный банкинг. Худшим объектом вложений станут защитные активы: золото, валюта, а также облигации с фиксированным купоном и номиналом. Волатильность на фондовом рынке в будущем году усилится, а приток инвесторов на него замедлится. С учетом всех указанных факторов и в рамках базового сценария прогнозируем движение индекса Московской биржи в диапазоне 3500–4500 пунктов. Оптимистический сценарий предполагает достижение отметки 5000 пунктов. Пара USD/RUB, на наш взгляд, будет торговаться в коридоре 65–75. В случае повышения нефтяных котировок до \$100 за баррель национальная валюта получит мощный импульс к укреплению.

### Товарный рынок: цены стабильны, сохраняется потенциал возобновления роста

В последние десять лет на рынке все чаще отмечается дефицит цветных металлов. Кроме того, по данным ООН, существенно выросли риски нехватки продукции АПК в глобальном масштабе. Не исключено и формирование дефицита в секторе ТЭК: риски дисбаланса спроса и предложения, а также резких ценовых колебаний усиливаются преимущественно из-за административных ограничений (в Китае и странах Юго-Восточной Азии) и товарных интервенций (в США, Японии, Индии). Тем не менее мировая экономика продолжит рост, чему будет способствовать все еще мягкая денежно-кредитная политика основных регуляторов. Однако к возможным шокам и инфляции спроса добавится инфляция предложения. Цикл инфляционного роста всегда

сопровождается повышением цен на углеводороды, ядерное топливо и металлы, а завершается он обычно резким удорожанием сырьевых товаров. Так, с 2003-го по 2006 год нефтяные котировки выросли втрое (с \$25 до \$75 за баррель), а с 2007-го по 2008-й – еще в два раза, до \$150 за баррель.

Текущая конъюнктура во многом схожа с ситуацией середины 2000-х, поэтому не исключен стремительный рост цен на металлы и нефть. В частности, вполне вероятно повышение котировок черного золота, особенно если ОПЕК+ продолжит сдерживать предложение. Кроме того, традиционные месторождения истощаются, а на расконсервацию скважин требуются инвестиции. Как следствие, цена на нефть в 2022 году в рамках оптимистического сценария может вырасти в диапазон \$125–150 за баррель.

Важным фактором остается зеленая повестка. По оценкам экспертов, объем ESG-инвестиций в России, которые необходимы для достижения углеродной нейтральности, составляет 90 трлн руб., или 0,7х годового ВВП. Переходный процесс растянется на 39 лет, а в указанных прогнозах не учитывается влияние инфляции в течение этого периода. Европа сможет стать углеродно нейтральной на 10 лет раньше России, поэтому уже в скором времени поставщикам «грязных» сырьевых товаров придется платить за выбросы дороже: углеродный налог может составить 2% ВВП. Поскольку вначале он будет распределяться только между экспортерами, это сильно повлияет на цены на внутреннем рынке.

Таким образом, резкое увеличение инвестиций и налогов подстегнет цены на углеводороды и металлы. Наименьшими капзатратами смогут обойтись производители газа и алюминия, а вот нефтяным, нефтехимическим и угольным компаниям придется вложить в модернизацию производства гораздо больше. По предварительным расчетам, нефтяники будут вынуждены нарастить расходы примерно на 10% EBITDA. В итоге для сох-

ранения рентабельности на текущем уровне этим компаниями придется поднять цены на 10–25%. Металлурги будут вынуждены увеличить капзатраты на 3–5% EBITDA, что может привести к заметному (до 12%) повышению регулируемых тарифов в будущем году.

### Макроэкономика: основная точка роста – инфляция

В конце октября Банк России представил обновленный базовый прогноз макропоказателей, который предполагает снижение цены на нефть, сокращение экспорта и сальдо торгового баланса. Среднюю цену на нефть в 2024 году регулятор закладывает на уровне \$50 за баррель, что предполагает неблагоприятную для бюджета ситуацию.

### Основные макроэкономические показатели РФ

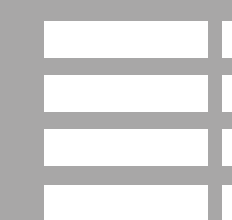
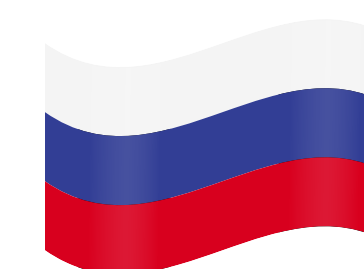
	2020	2021	2022П	2023П	2024П
Цена на нефть марки Urals, \$ за баррель (средняя за год)	42	70	65	55	50
Экспорт, \$ млрд	333	490	511	451	444
Импорт, \$ млрд	-240	-304	-307	-309	-314
Торговый баланс, \$ млрд	94	186	205	142	130
Валовой внутренний продукт, % г/г	-3	4,0 - 4,5	2,0 - 3,0	2,0 - 3,0	2,0 - 3,0
Инфляция, % (декабрь к декабрю предыдущего года)	4,9	7,4 - 7,9	4,0 - 4,5	4	4
Инфляция, в среднем за год, % г/г	3,4	6,5 - 6,6	5,2 - 6,0	4	4
Ключевая ставка, % годовых в среднем за год)	5,1	5,7 - 5,81	7,3 - 8,3	5,5 - 6,5	5,0 - 6,0

Банк России

### Инвестиционные перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Рынок России. Итоги года и перспективы

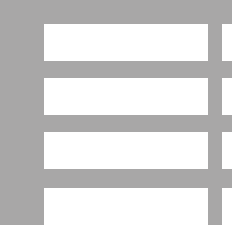
## Игра по новым правилам

Однако, на наш взгляд, более вероятно развитие и другого, инфляционного сценария. В США ИПЦ достиг максимальной отметки почти за 40 лет, но все еще далек от исторического рекорда второй половины 1970-х, когда разгон инфляции был спровоцирован повышением цен на нефть. При этом темпы экономического роста начали падать лишь в 1979 году. Котировки черного золота могут подниматься под влиянием спроса, административного регулирования, роста капитальных и операционных затрат, геополитических процессов. Важно отметить, что программа декарбонизации производства, как ни парадоксально, также на начальных этапах требует повышения нефтедобычи. По этой причине

правительство предполагает, что энергетический экспорт начнет сокращаться лишь после 2030 года, а до этого времени спрос на углеводороды будет расти.

По нашим прогнозам, в 2022-м регулятор не будет существенно смягчать монетарную политику, а таргет по инфляции на 2023-й может сместиться в диапазон 5,0-5,5%. Однако темпы роста ВВП ускорятся до 4-6% в год. Приведем конкретный пример: в 2007-2008-м стоимость квадратного метра жилья в Москве доходила до \$6 тыс. Эта цена на тот момент казалась очень высокой, но даже на фоне финансового кризиса 2008-2009-го стоимость упала лишь на 30%. Сейчас, напротив, экономика на подъеме, однако цена

за 1 кв. м недвижимости в том же регионе составляет «все-го» \$4 тыс. Цикл инфляционного роста экономики может продлиться два-три года и завершается обычно резким скачком цен, после чего возможно наступление рецессии, вызванной главным образом перегревом рынков, значительной инфляцией, которая начинает душить производителей, высокими ставками и закредитованностью населения. На сегодня этот цикл находится в середине, до его завершения примерно год, однако не исключено появление «черного лебедя» из Америки или Юго-Восточной Азии.





# Рынок России. Сектора в 2022 году

## К новым вершинам

### Нефтегаз

На фоне восстановления мировой экономики нефтяные котировки продолжают повышаться. В условиях добычных квот ОПЕК+ и ограниченного предложения в странах, не входящих в соглашение, цена на нефть достигала \$86 за баррель – максимума с 2018 года. Сильный спрос в Азии привел не только к росту нефтяных цен, но и к переориентации потоков СПГ: азиатский рынок вновь стал премиальным. В то же время в Европе не удалось за летний сезон наполнить газом подземные хранилища, что обусловило повышенный спрос в регионе.

Ввиду проволочек с сертификацией Северного потока – 2 нельзя исключать повторения такой ситуации и в 2022 году. Впрочем, данный газопровод теоретически может заработать и без сертификации, хотя в этом случае будут введены некоторые ограничения на перекачку топлива. На рынке нефти также не исключен дефицит. Продажа США и рядом крупных импортеров сырья из резервов, на наш взгляд, способны создать лишь краткосрочный профицит, который не превысит 1,5 млн баррелей в сутки. Консервативный сценарий предполагает, что Brent будут торговаться по \$65–95 за баррель. Но в условиях инфляции и нехватки сырья вполне вероятен рост котировок в диапазон \$100–125, а оптимистический сценарий закладывает возможность повышения цен до \$125–150.

Ключевой внутренний фактор, который продолжит влиять на отрасль в 2022 году, – это риски очередного ужесточения налоговой политики. Хотя отрасль еще не восстановилась в полной мере после кризиса, правительство отменило ряд льгот по НДС при одновременной и достаточно невыгодной для участников рынка корректировке параметров НДС. Кроме того, в предстоящем году продолжится обсуждение проблем, связанных с инвестициями крупнейших нефтегазовых компаний и налоговым маневром, который

окажет давление на маржу нефтепереработки на внутреннем рынке. Дополнительным фактором роста может стать либерализация экспорта газа. Основным бенефициаром этого решения выступит Роснефть.

Впрочем, несмотря на возможные сложности, эмитенты нефтегазового сектора, на наш взгляд, окажутся среди локомотивов фондового рынка, при этом вперед вырвутся газовые корпорации (Газпром, НОВАТЭК), а также наиболее недооцененные нефтяные компании (Татнефть, Башнефть). Однако и лидеры рынка (Роснефть, Газпром нефть, ЛУКОЙЛ) смогут продемонстрировать рост на фоне значительных масштабов производства.

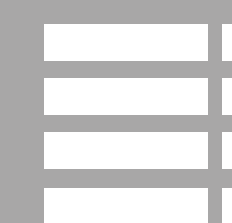
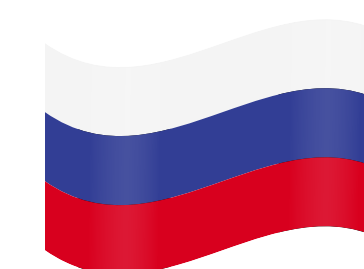
### MOEX Oil and Gas Index (MOEXOG)

Показатель	2020	2021П	2022П
EV/Выручка	1,14	0,78	0,72
P/E	8,76	5,47	4,89
P/CF	4,2	3,9	3,0
P/B	0,6	0,7	0,7
Чистый долг / EBITDA	0,7	0,1	0,1
Дивидендность, %	5,3	8,2	9,7

### Металлургия и добыча

Спрос на золото как на защитный актив будет относительно невысок, что ограничит рост его цены. В то же время промышленные потребители не смогут снижать закупки ввиду расширения ювелирного рынка и дефицита микрочипов. Себестоимость производства для большинства игроков останется в диапазоне \$400–1100 за унцию, а заметный рост золотодобычи начнется не ранее 2025 года. Таким образом, цена на уровне \$1700–1750, на наш взгляд, сможет обеспечить котировкам устойчивую поддержку, predetermined

ную монетарными факторами и низкими объемами добычи. Рынок никеля, согласно оценке ГМК Норникель, вернется в состояние профицита, который в базовом варианте состав-





# Рынок России. Сектора в 2022 году

## К новым вершинам

ляет 59 тыс. тонн, что соответствует 3% мирового спроса. Дефицит палладия оцениваем в 300 тыс. унций (4% мирового спроса). На рынке платины в предстоящем году профицит достигнет 0,9 млн унций (без учета инвестиций), что эквивалентно 12,5% мирового спроса. Впрочем, доля платины в выручке ГК составляет всего 4%. Дефицит алюминия на глобальном рынке в 2021-м достигнет 1,5 млн тонн – около 1% совокупного объема рынка алюминия и алюминиевой продукции. В следующем году нехватка этого металла только увеличится. Главной темой новостной повестки на локальном рынке стал налоговый маневр: повышение акцизов (взамен пошлин) позволит привлечь в казну примерно 150–170 млрд руб. в год, что обойдется сегменту черной металлургии приблизительно в 4–10% EBITDA. В то же время рентабельность EBITDA сектора составляет на текущий момент 25–35%, а долговая нагрузка незначительна. Как следствие, эмитенты, вероятнее всего, смогут сохранить дивидендные выплаты на привычном инвесторам уровне.

### MOEX Metals and Mining Index (MOEXMM)

Показатель	2020	2021П	2022П
EV/Выручка	2,59	2,06	2,07
P/E	17,93	5,77	6,25
P/CF	7,1	5,2	4,9
P/B	5,1	3,4	2,8
Чистый долг / EBITDA	1,6	0,7	0,8
Дивидендность, %	5,3	12,0	10,8

### Финансовый сектор

Мы не исключаем замедления прироста традиционного банковского бизнеса в первом квартале 2022-го на фоне



повышения кредитных ставок, стоимости жилья и удорожания товаров длительного пользования, что может отразиться на котировках компаний сектора. Еще одним фактором давления станет переоценка облигационных портфелей. Эти инструменты останутся убыточными (с учетом инфляции), но они составляют основу банковского портфеля ценных бумаг.

Мы убеждены, что через несколько месяцев инфляция станет драйвером роста для кредитных организаций. Подъем экономики, невозможный без банковских кредитов, повышение цен экспортных товаров и увеличение доходов от экспорта приведут к наращиванию банковских оборотов. Достаточность капитала российских финансово-кредитных организаций составляет сей-

час 12,3% и будет расти по мере увеличения прибыли. Розничный рынок оживится за счет активности в сегментах ипотечного и потребительского кредитования. Триггером может стать пересмотр цели Банка России по инфляции или сроков, когда этот уровень будет достигнут. Высокая инфляция станет привычной, как это было в середине 2000-х. В качестве дополнительного драйвера роста для банковского сегмента выступит относительная стабильность рубля. Если при росте нефтяных котировок валютная пара USD/RUB уйдет ниже 70, это будет способствовать привлечению депозитов в систему до тех пор, пока сохраняется высокая ключевая ставка. Коэффициент рентабельности банковских активов (ROA) ожидаем в районе 2%, он может увеличиться на фоне успешного развития экосистем. Преимущество получают банки, активно развивающие финтех-направления: Сбер, ТКС, ВТБ.

### MOEX Financials Index (MOEXFN)

Показатель	2020	2021П	2022П
P/E	9,22	6,28	5,81
Дивидендность, %	4,4	7,1	7,8

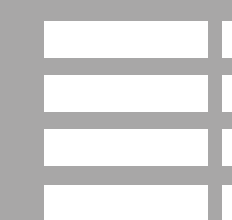
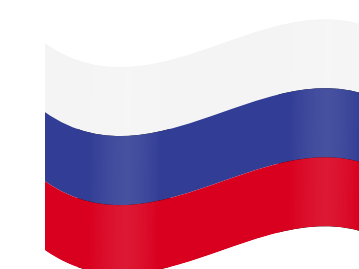
### Строительство

Уходящий год был успешным как для застройщиков, так и для инвесторов в их бумаги. Однако лидерами роста в 2021-м с большим отрывом стали акции девелоперской компании Самолет, вышедшей на IPO в прошлом году. Основные риски в строительстве связаны с обесценением рубля и с инфляцией. Второй риск более существенный, поскольку его трудно хеджировать в силу длительности цикла строительства. С одной стороны, инфляция обесценивает деньги, лежащие на счетах эскроу. С другой стороны, после продажи квартиры проходит обычно

### Инвестиционные перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Рынок России. Сектора в 2022 году

## К новым вершинам

9–18 месяцев до окончания строительства. За это время материалы могут серьезно подорожать. Пандемия также привела к оттоку и нехватке рабочих, которые не могут приехать в Россию из-за закрытых границ либо уходят в другие отрасли, становясь курьерами и таксистами.

В настоящий момент мы прогнозируем, что цены на жилье повысятся на 5–15%, однако важно понимать, что эти оценки постоянно пересматриваются ввиду ужесточения монетарной политики. Рост ставок негативно влияет на активность в ипотечном сегменте, что опосредованно тормозит повышение цен на жилье. Еще один риск связан с тем, что жилье дорожает в среднем на 20–30% быстрее по сравнению с ростом реальных зарплат в РФ. В таких условиях не исключено снижение интереса к бумагам застройщиков в начале года. Их дальнейшая динамика будет больше зависеть от финансовых результатов эмитентов, а не от цен на жилье.

### MOEX Real Estate

Показатель	2020	2021П	2022П
EV/Выручка	1,3	1,8	1,5
P/E	6,3	8,0	7,3
P/CF	Отр.	Отр.	Отр.
P/B	1,7	2,1	1,6
Чистый долг/ЕБИТДА	1,6	2,4	2,5
Дивидендность, %	7,1	3,7	4,1

### Телекоммуникации

Новая стратегия Ростелекома предполагает рост выручки в 2025 году до более 700 млрд руб. с 547 млрд руб. в 2020-м. В этом случае компания сможет нарастить OIBDA и чистую прибыль в указанном периоде как минимум в 1,5х и 2х соответственно.

Ростелеком стремится решить проблему стагнации числа абонентов фиксированной связи за счет региональной экспансии и цифровых сервисов. В сентябре компания завершила строительство базовых станций в 140 населенных пунктах в рамках второго этапа проекта устранения цифрового неравенства. В них совокупно проживает несколько миллионов человек, поэтому запрос на мобильную связь там очень высок. Оценочный среднесрочный прирост выручки компании от реализации данной инициативы составляет около 10%.

### MOEX Telecommunication Index (MOEXTL)

Показатель	2020	2021П	2022П
EV/Выручка	1,86	1,80	1,72
P/E	10,16	7,83	6,96
P/CF	3,2	2,6	2,4
P/B	5,1	4,0	3,1
Чистый долг/ЕБИТДА	2,2	2,3	2,1
Дивидендность, %	9,3	10,3	10,1

Для финансовых показателей МТС ключевым долгосрочным драйвером остается диверсификация бизнеса. В 2012–2020 годах доля поступлений от мобильной связи в выручке эмитента сократилась на 7%, до 68%. Мы ожидаем снижения этого показателя до 60% в перспективе до 2026 года.

Пандемию COVID-19 по-прежнему можно отнести к драйверам роста бизнеса эмитента. Так, режим нерабочих дней, введенный год назад, привел к замедлению прироста выручки МТС до 0,1% г/г. Однако по мере ослабления

ограничений был отмечен близкий к максимальному за семь лет рост на 5% г/г в третьем квартале, а в целом по итогам прошлого года выручка и чистая прибыль увеличились на 5% и 8% г/г. Это позволило акциям МТС восстановиться раньше других бумаг.

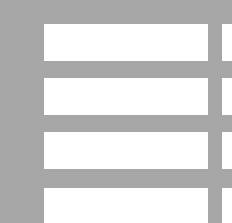
Мы полагаем, что в 2022 году импульс для роста котировок телекомов обеспечат повышение тарифов и дивиденды. Коррекция акций МТС до минимумов с 2020 года увеличивает инвестиционную привлекательность бумаг ввиду ожидаемой дивидендности на уровне около 10%.

### Энергетика

Наряду с сектором нефтегазовых компаний отрасль остается существенно недооцененной по сравнению с широким рынком с точки зрения анализа финансовых мультипликаторов. Это во многом связано с тем, что предприятия электроэнергетики зависят как от «входящих» цен, формируемых в том числе сырьевыми монополиями, так и от политики властей в отношении тарифов для потребителей. С учетом этих факторов энергокомпании быстро наращивают долговую нагрузку в периоды кризиса. Прежде всего это касается представителей сетевого сектора. К примеру, у ФСК ЕЭС и Россетей отношение чистого долга к ЕБИТДА в 2008-м выросло до 1,8х против 1,2х годом ранее. В 2014 году этот показатель увеличился до 2,1х против 1,42х и 2х в 2012-м и 2013-м соответственно.

Риски для компаний сектора также связаны с необходимостью значительного увеличения капитальных расходов в долгосрочной перспективе. В особенности это касается периодов, когда ВВП РФ растет на 3% г/г и выше.

Акции энергокомпаний, на наш взгляд, будут пользоваться спросом у инвесторов ввиду низких значений основных мультипликаторов и хорошей ожидаемой дивидендной доходности. Инфляция не станет сдерживающим факто-





# Рынок России. Сектора в 2022 году

## К новым вершинам

ром для этого сектора, если государство не будет препятствовать индексации регулируемых тарифов, которые могут увеличиться на значительные 6–8% в первой половине года, а затем еще раз повыситься летом. Кроме того, энергетики наконец начнут поднимать и тарифы для коммерческих потребителей, которые маскируются под бытовых. С учетом негативной динамики акций энергосектора в 2021 году можно ожидать значительного роста их котировок в 2022 году. Лучше рынка, на наш взгляд, будут выглядеть акции Интер РАО, ОГК-2, ФСК и Русгидро.

MOEX Electric Utilities Index (MOEXEUP)

Показатель	2020	2021П	2022П
EV/Выручка	0,91	0,76	0,73
P/E	6,97	4,41	3,99
P/CF	2,6	2,3	2,6
P/B	0,4	0,3	0,3
Чистый долг/ЕБИТДА	1,2	0,9	0,9
Дивидендность, %	6,2	7,4	9,1

### Потребительский сектор

В последние месяцы котировки ретейлеров находились под давлением, несмотря на улучшение их финансовых показателей. Негатива добавила отмена IPO Mercury Retail Group, которое могло стать крупнейшим в секторе.

Благоприятное влияние на отрасль оказывала заметная M&A-активность. Так, Магнит приобрел 2,5 тыс. магазинов Дикси, а Лента купила сеть супермаркетов Билла и пермского ретейлера Семья, укрепив свои позиции в регионах присутствия. В ближайшие годы консолидация отрасли продолжится как за счет сделок по поглощениям, так и благодаря органическому

росту. В пользу этого говорят долгосрочные цели основных игроков, а также тот факт, что Россия все еще сильно отстает по уровню консолидации сектора от развитых стран. На долю 10 крупнейших компаний приходится примерно 37% рынка при 60–70% для передовых регионов.

Пандемия оказала значительное влияние на отрасль. Жесткий локдаун привел к изменениям потребительского поведения: покупатели стали реже посещать гипермаркеты, предпочитая магазины в формате «у дома» и онлайн-покупки. Наличие каналов дистанционного обслуживания стало критически важным для крупных сетей. Вскоре мы можем даже увидеть первое в России IPO цифрового розничного бизнеса.

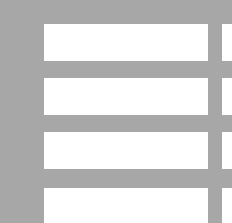
Результаты последних двух лет определили основные среднесрочные тенденции развития продовольственного сектора: цифровизация, закрытие гипермаркетов и супермаркетов или их трансформация в более компактные форматы, развитие дискаунт-направления.

Риски в секторе создает тенденция к нерыночному регулированию бизнеса в сегменте продажи продуктов питания: продовольственные компании вынуждены вести деятельность в условиях ограничения торговых надбавок. Меры законодательного регулирования, в частности заморозка цен на основные продукты, формально не применялись, но государство заключило с розничными сетями соглашение об ограничении наценок. Антимонопольные органы мониторят рынок и периодически направляют ретейлерам предписания о необходимости снизить цены. Торговая наценка на некоторые продукты зафиксирована на околонулевом уровне. Но мы отмечаем признаки того, что государство будет отказываться от нерыночных мер административного регулирования в обмен на адресную поддержку сетями наиболее уязвимых слоев населения. На динамику розничных продаж в России в будущем сильно повлияет ряд разнонаправленных факторов.

К основным относятся пандемия COVID-19, инфляция, динамика реальных располагаемых доходов, а также риск усиления контроля со стороны государственных органов. Мы сохраняем прогноз роста розничных продаж в РФ в реальном выражении в 2022–2025 годах на уровне 4% против 3% в период посткризисного восстановления 2017–2019 годов. Интерес к акциям компаний потребительского сектора вновь усилится. В настоящий момент оценочный потенциал роста капитализации компаний отрасли на конец 2022 года составляет 5–30%.

MOEX Consumer Index (MOEXCN)

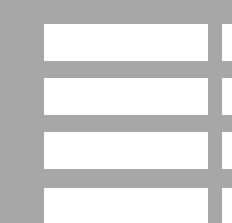
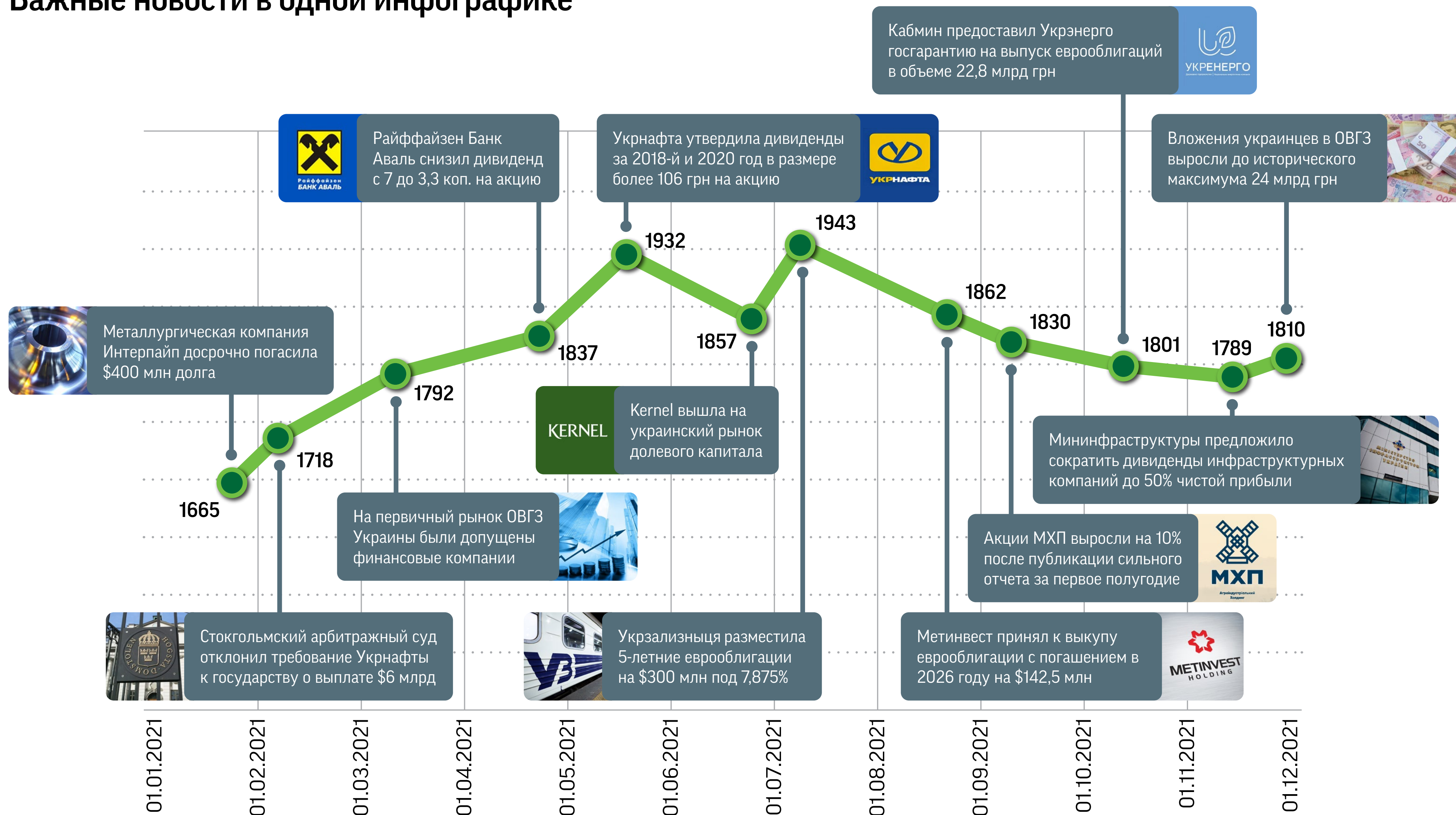
Показатель	2020	2021П	2022П
EV/Выручка	0,89	0,61	0,54
P/E	10,29	10,64	9,96
P/CF	5,4	5,1	4,7
P/B	1,9	4,0	3,7
Чистый долг/ЕБИТДА	2,2	2,1	1,9
Дивидендность, %	4,0	7,5	7,6





# Рынок Украины в 2021 году (индекс UX)

## Важные новости в одной инфографике





# Рынок Украины. Итоги года

## В водовороте событий

За последние 12 месяцев ОВГЗ смогли укрепить позиции и вернуть доверие инвесторов, регулятор значительно повысил ставки в рамках борьбы с инфляцией, а некоторые крупные компании выплатили повышенные дивиденды

По сравнению с прошлым годом 2021-й оказался относительно стабильным для государственных облигаций Украины. Доходности гривневых ОВГЗ в зависимости от срока их обращения на протяжении всего периода держались в пределах 8,5–13,25%. Ощутимые повышения ставок (+0,5%) наблюдались в апреле и ноябре. Оба раза это было вызвано повышенной обеспокоенностью инвесторов по поводу скопления российских войск на границах Украины. Доходности украинских евробондов выросли и на международных рынках. В начале декабря доходность долларовых еврооблигаций с погашением в 2032 году достигала 8,3%. В настоящий момент она снижается на фоне стабилизации новостного фона, продолжения сотрудничества с МВФ и очередного повышения ключевой ставки.

Мы отмечаем определенные изменения в поведении держателей украинских ОВГЗ. Например, коммерческие банки прекратили наращивать свои портфели после апрельского заявления главы Нацбанка Кирилла Шевченко, в котором он указал на превышение допустимого уровня соотношения между инвестициями в ОВГЗ и привлеченными депозитами. При граничном значении в 35% этот показатель для украинского банковского сектора составлял 39%, что потенциально ведет к эффекту фискального вытеснения. В то же время физлица нарастили свои портфели за год более чем вдвое, что свидетельствует о росте популярности ОВГЗ как инструмента инвестирования. Примечательно, что 51% инвестиций физлиц приходится на долларовые бумаги. Также ОВГЗ продолжили пользоваться популярностью у нерезидентов, 99% портфелей которых приходится на гривневые бумаги с погашением преимущественно в 2025–2027 годах. В целом

за 2021-й объем внутреннего государственного займа увеличился на 30 млрд грн, до 1028,5 млрд грн.

Еще одним ярким макроэкономическим трендом стало повышение Нацбанком учетной ставки за год в полтора раза – с 6% до 9%, а ставки рефинансирования – на 400 б.п., с 6% до 10% годовых. Эти шаги были предприняты регулятором на фоне роста потребительской и производственной инфляции с 3,8% и 8,6% в ноябре 2020-го до 10,3% и 60,7% в аналогичный период текущего года соответственно.

Корпоративная повестка была насыщена дивидендными новостями. Агрохолдинг МХП сохранил дивиденд на уровне прошлого года, а в декабре, благодаря сильным операционным и финансовым результатам, смог провести дополнительные выплаты. Компания Центрэнерго в апреле приняла решение начислить дивиденды за 2018-й и 2020 годы в размере более 230 млн грн, или 62 коп. на акцию, при рыночной цене на уровне 9,1 грн за бумагу, однако эта новость не повлияла на котировки компании из-за низкого уровня доверия к эмитенту. 18 мая Укрнафта также приняла решение о распределении выплат акционерам за 2018-й и 2020 годы в размере 106 грн на бумагу при рыночной стоимости в 268 грн за акцию. Это решение спровоцировало рост котировок на 12% за день, до 300 грн. А вот Райффайзен Банк, напротив, уменьшил размер дивидендов с 7 до 3,3 коп. на бумагу.

В ноябре началось активное обсуждение раздела активов Укрнафты. Структура Игоря Коломойского, которой принадлежит 42% компании, может получить в собственность нефтяные активы Укрнафты, а государственная НАК Нафтогаз Украина – газовые. Инвесторы внимательно следят за переговорами по этому вопросу.

Роман Калиновский,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Украина



Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

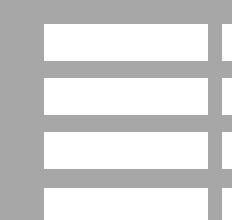
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



35

### Динамика наиболее интересных акций

Акция	Значение на 04.01.2021	Значение на 08.12.2021	Доходность, %
Индекс украинских акций (UX)	1 627,10	1 792,18	10,15
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,43	0,41	-4,63
Укрнафта, (UNAF)	195,00	290,58	49,02
Центрэнерго, (CEEN)	7,40	7,85	6,08
Донбасэнерго, (DOEN)	23,00	24,00	4,35
Турбоатом, (TATM)	8,25	5,50	-33,33
МНР S.A., (MHP)	176,17	190,00	7,85
Крюковский вагоно- строительный завод, (KVBZ)	18,00	17,00	-5,56





# Рынок Украины в 2022 году

## Мода на бонды

### Основные тренды следующего года:

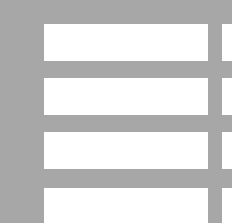
- 1.** На фоне статичности ставок по депозитам и роста аппетита частных инвесторов к риску популярность на внутреннем рынке приобретают корпоративные облигации с доходностью 16–25%. Большинство их эмитентов относятся к финсектору (банки, лизинговые компании, микрофинансовые организации). Данное направление продолжит развиваться и в 2022 году, поскольку выпуск облигаций для компаний намного удобнее, чем привлечение банковских кредитов (не требуется залог, нет контроля за использованием средств).
- 2.** В Украине продолжается размещение муниципальных облигаций. Сейчас в обращении находятся выпуски Киева, Харькова и Львова. В 2022 году на долговой рынок выйдут и другие областные центры. Такие бумаги участвуют в программе рефинансирования банков от НБУ наравне с ОВГЗ, следовательно развивается и рынок репо по этим облигациям, что делает их более ликвидными. Доходность инструмента обычно на 1-2 п.п. превышает показатель ОВГЗ с аналогичной дюрацией. Последние выпуски бондов Киева и Харькова размещались со ставкой на уровне «учетная ставка + 5%», что делает их гибкими по отношению к изменениям монетарной политики.

- 3.** Расширится список допущенных к торгам бумаг иностранных эмитентов. Если в 2020 году таких инструментов было 27, то в 2021-м их число достигло 92. Среди них – акции из S&P 500, ETF, облигации украинских SPV-компаний и другие инструменты. Появление фьючерсов на каждую из этих бумаг дополнительно увеличит ликвидность данного рынка (уже запущен фьючерс на акции FRHC).
- 4.** Инфляция будет замедляться с текущих 10,3% до таргета НБУ на уровне 5±1%. Среди прочего этому будет способствовать повышение учетной ставки. Кроме того, сейчас нет условий для роста валютной пары UAH/USD до более 30 ввиду наличия золотовалютных резервов, покрывающих 4,9 месяца критического импорта. Продолжение сотрудничества с МВФ как минимум до конца июня 2022 года позволит поддержать положительное сальдо платежного баланса, на которое при этом будут давить растущие темпы импорта при возобновлении экономической активности.
- 5.** ОВГЗ останутся самым популярным инструментом инвестирования физлиц ввиду освобождения от налога, гарантий государства, высокой ликвидности и доходности, более чем в полтора раза превышающей чистую ставку по депозитам.

Динамика индекса UX



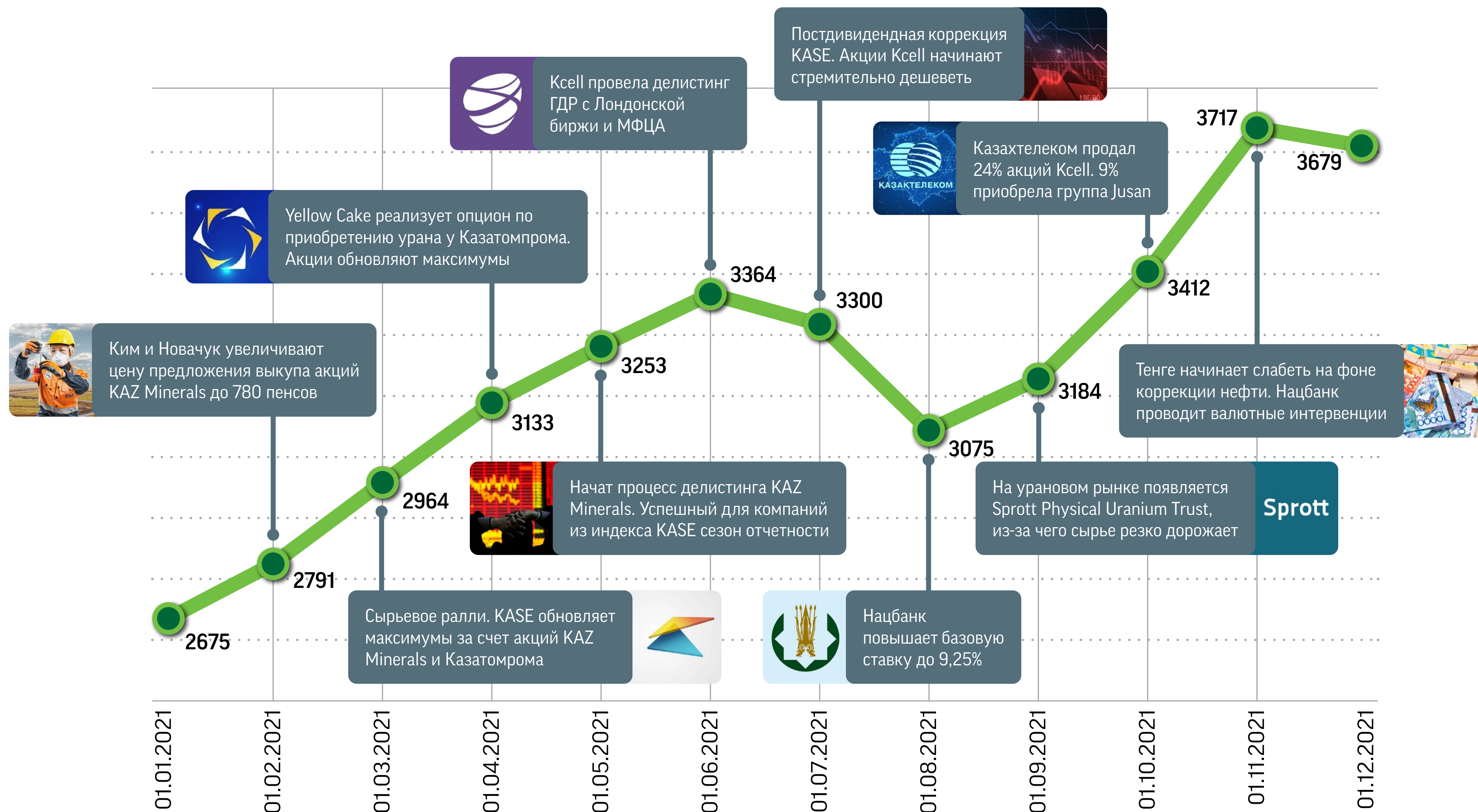
Динамика USD/UAH





# Рынок Казахстана в 2021 году (индекс KASE)

## Важные новости в одной инфографике





# Рынок Казахстана. Итоги года

## KASE выложился по максимуму

2021 год для индекса KASE выдался весьма удачным. Рынок смог закрепить и развить успех прошлого года, обновив исторические максимумы, чего не удавалось сделать 14 лет. Поддержку котировкам оказали ралли в ценах на сырье, повышение дивидендов и уверенное улучшение финансовых показателей ведущих компаний

Индекс Казахстанской фондовой биржи за 2021 год вырос на 36%. Практически все входящие в KASE акции прибавили в цене. Исключение составили бумаги Kcell, которым пока не удалось полностью компенсировать потери, понесенные в результате резкой коррекции в июле, несмотря на последовавший за ней отскок. Безусловным лидером роста оказался Казатомпром, который с начала года подорожал на впечатляющие 144,8%. Успешным уходящий год стал и для акций банковского сектора, который расширился до трех компаний: на бирже KASE появились обыкновенные акции Kaspi. Хотя эти бумаги пока не включены в индекс, они пользовались повышенным спросом у инвесторов. Темной лошадкой казахстанского рынка можно назвать Банк ЦентрКредит (БЦК), капитализация которого увеличилась на внушительные 73%, хотя в течение года эмитент не выделялся прорывным ростом финансовых показателей, зафиксированных в отчетности.

Уверенное развитие повышательного тренда на рынке Казахстана было обусловлено несколькими факторами, в числе которых:

**Корпоративные события.** С самого начала уходящего года на локальном рынке происходило множество важных корпоративных событий, которые имели сильное влияние на динамику акций. В начале года мы получили оферту обратного выкупа от крупных акционеров KAZ Minerals. Договориться с миноритариями получилось не сразу, в связи с чем до финального предложения цена выкупа несколько раз повышалась. В итоге к концу первого полугодия Nova Recourses B.V,

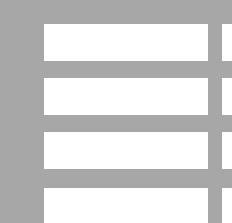
представляющая крупнейших акционеров компании, все же получила необходимый порог одобрения и вывела акции со всех листингованных бирж. Потеря такого эмитента была досадной, но мы считаем, что высвободившиеся в результате средства инвесторов были распределены среди других компаний, включенных в индекс KASE, что способствовало его росту. В сентябре Казахтелеком на торгах продал 24% акций Kcell. 9% из этого стейка ушло группе Jusan, которая, по всей видимости, решила выйти на рынок телекоммуникаций Казахстана. В начале лета состоялся делистинг ГДР Kcell с LSE и AIX. Именно этот фактор в компании назвали основной причиной сильной просадки бумаг в июле. В первой половине года БЦК объявил о дополнительном размещении акций по превышавшей на тот момент рыночную цене. Ближе к концу года обратный выкуп на \$350 млн анонсировал и Народный банк.

**Рост сырьевых рынков.** В течение всего 2021 года продолжалось уверенное ралли в ценах сырьевых товаров. Оно стало следствием активного восстановления мировой экономики по мере ослабления влияния на нее пандемии. Рост цен на сырье стал одной из причин резкого ускорения инфляции. В начале года на урановом рынке возникли предпосылки к появлению дефицита предложения, так как Yellow Cake реализовала опцион покупки сырья у Казатомпрома, для чего последнему даже пришлось закупать уран на открытом рынке. В августе Sprott Physical Uranium Trust предпринял активную скупку физического урана, что стало причиной его резкого удорожания. На этом

Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год





# Рынок Казахстана. Итоги года

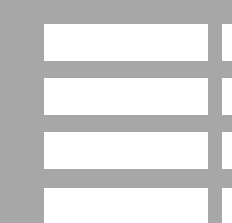
## KASE выложился по максимуму

фоне взлетели котировки остальных немногочисленных уранодобывающих компаний. Говоря о ситуации на сырьевых площадках, нельзя не отметить и главный драйвер роста казахстанского рынка – нефть. С начала года Brent подорожала на 43,7%, что во многом обусловило позитивную динамику фондового рынка страны в целом. Вместе с тем рост нефтяных цен по итогам года никак не повлиял на курс национальной валюты.

**Финансовые результаты.** Отчеты в этом году продолжили радовать инвесторов. Все три квартала 2021 года оказались для казахстанских эмитентов удачными. Сильных промахов в отношении ожидаемой прибыли и откровенно плохих результатов не показала ни одна из отечественных компаний. Рекордную квартальную выручку продемонстрировали Народный банк, Казахтелеком, Kaspi. Казатомпром не попал в этот список,

поскольку резкий рост стоимости урана в августе-сентябре не был отражен в отчете за третий квартал из-за контрактных характеристик продаж сырья. Уверенная позитивная динамика выручки компаний стала фундаментом для другого драйвера роста – оптимистичных ожиданий в отношении дивидендов.

**Дивиденды.** Выплаты акционерам в 2021 году увеличились на 47% по сравнению с уровнем 2020-го. В связи с этим в преддивидендный период (с февраля по апрель) индекс KASE вырос на 18%. Примечательно, что коррекция рынка, которая обычно начинается в апреле, когда проходит дивидендная отсечка по акциям Народного банка, в этом году не случилась. Рынок продолжал ралли до начала июня. Тем не менее после выплаты дивидендов Казтрансойла на KASE начался сезонный постдивидендный спад.





# Рынок Казахстана в 2022 году

## Всестороннее развитие

### Основные тренды следующего года:

- 1. Дивиденды.** В будущем году выплаты акционерам могут повысить Народный банк (до 100% чистой прибыли), Казтрансойл, Казахтелеком, Казатомпром и KEGOC. Наиболее заметное увеличение дивидендов вновь можно ожидать от Казахтелекома, снизившего долговую нагрузку, нарастив свободный денежный поток и продав крупную долю Kcell, которая способна пополнить список дивидендных фишек. От ЦентрКредита дивидендов за 2021 год мы не ждем, хотя планы в дальнейшем начать делиться прибылью с акционерами у эмитента есть.
- 2. Сезонность.** С сезоном отчетов, который стартует в феврале, начнется преддивидендное ралли, которое выйдет на пик в апреле. Рассчитываем на продолжение роста прибыли и рентабельности входящих в KASE эмитентов, что будет способствовать повышению их акций. Летом прогнозируем традиционное затишье, которое завершится осенью.
- 3. Сырьевой фактор.** Одним из крупных трендов станет увеличение производства нефти в рамках соглашения ОПЕК+. Восстановление мировой экономики и потребления уже вернуло спрос на энергоносители к допандемическим уровням. Мы не исключаем дальнейшего смягчения ограничений на добычу. Влияние на KASE спо-

собен оказать энергетический кризис, усиливший тренд на развитие атомной и зеленой генерации. Это позитивно для Казатомпрома. Его инициатива по созданию нового фонда инвестиций в физический уран Anu Energy может создать дополнительный спрос на него и усилить международное влияние биржи МФЦА.

- 4. Новые IPO.** Выход на биржу планируют КазТрансГаз (КТГ) и Эйр Астана. Президент Казахстана Касым-Жомарт Токаев одобрил предложение фонда Самрук-Казына о передаче газотранспортной компании доступа к новым месторождениям. Тогда же глава государства предположил, что КТГ может быть выведен на IPO в 2022 году. Авиакомпания, по некоторым сведениям, уже инициировала подготовку к первичному размещению.

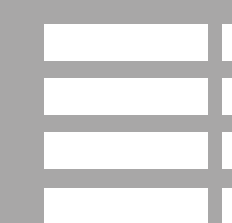
- 5. Новые биржевые инструменты.** Среди интересных трендов операции с иностранными акциями. В новом секторе KASE Global они доступны с 11:20 до 22:00 и котируются в долларах США. Оборот с 29 ноября по 3 декабря достиг здесь 748,8 млн тенге (\$1 724,3 тыс.). Торги некоторыми бумагами компаний из США переведены в режим T+2. Все это способствует усилению притока на рынок частных инвесторов.

### Ожидания

Финансовые отчеты за третий квартал зафиксировали продолжение развития позитивных тенденций у половины компаний, включенных в индекс KASE. По нашим расчетам, ситуация в 2022 году в целом останется такой же, но из-за отсутствия эффекта низкой базы темпы роста несколько замедлятся. Мы также ожидаем сохранения сезонных особенностей рынка и прогнозируем традиционные ралли в первом и третьем квартале.

### Динамика акций и ГДР

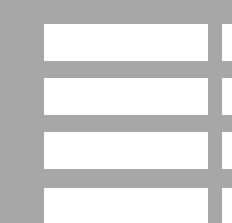
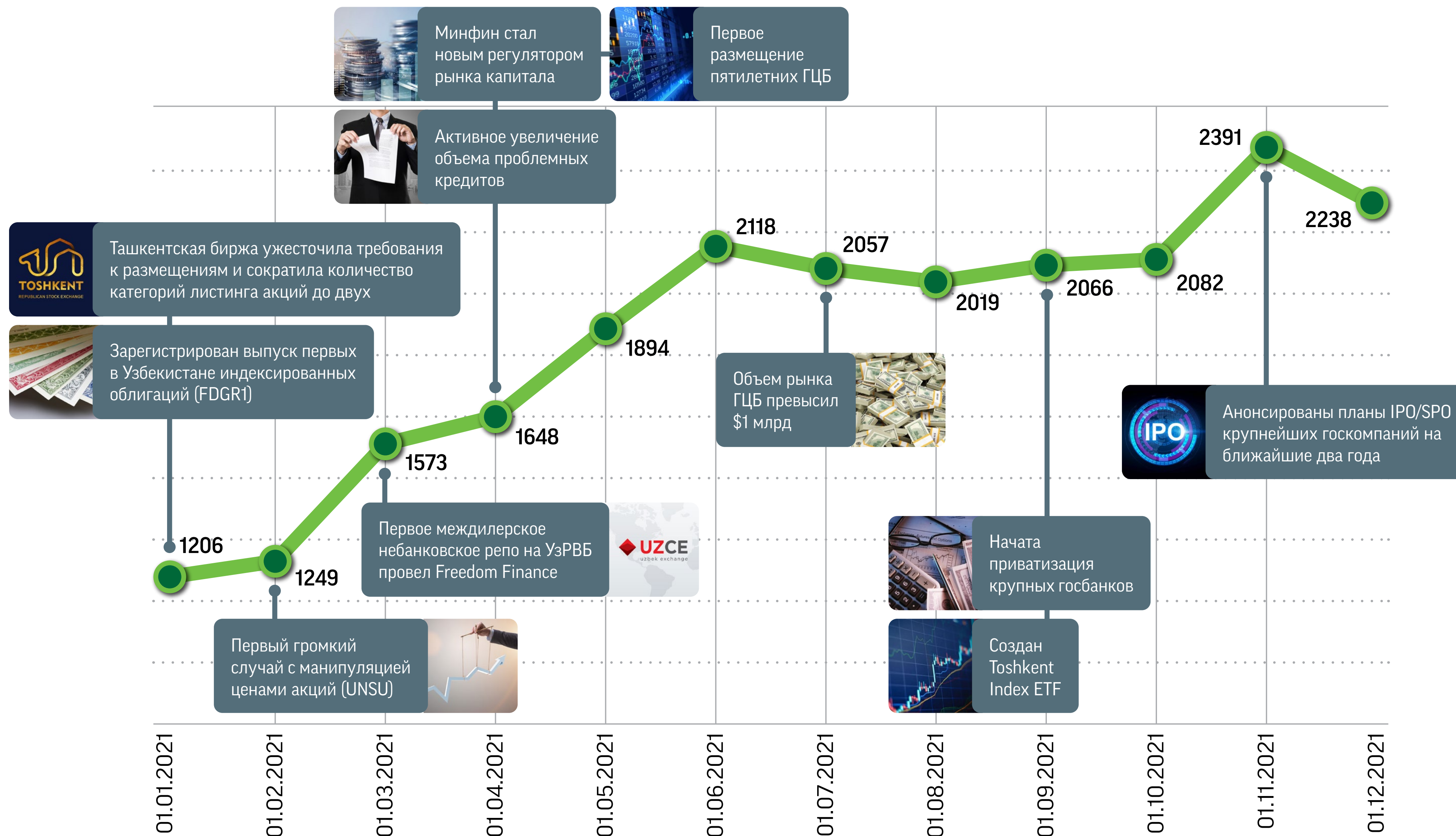
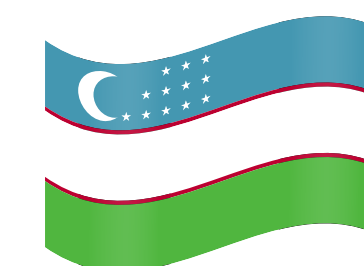
Акция	Значение на 31.12.2020	Значение на 09.12.2021	Доходность, %
KASE	2 675,58	3 639,12	36,0%
Казатомпром (KZAP)	7 150,00	17 500,00	144,8%
Kaspi.kz (KSPI)	67,10	128,60	91,7%
БЦК (CCBN)	215,64	372,86	72,9%
Народный банк (HSBK)	123,99	181,50	46,4%
FINEX FFIN KASE ETF (IE_FXBF)	1 353,48	1 936,33	43,1%
Казахтелеком (KZTK)	26 700,00	35 501,00	33,0%
КазТрансОйл (KZTO)	970,00	1 118,00	15,3%
KEGOC (KEGC)	1 697,00	1 869,00	10,1%
Kcell (KCEL)	2 760,00	1 571,00	-43,1%





# Рынок Узбекистана в 2021 году (индекс EqRe Blue)

## Важные новости в одной инфографике





# Рынок Узбекистана. Итоги 2021 года

## Трансформация продолжается

Уходящий год на рынке капитала Узбекистана стал периодом перемен. EqRe Blue вырос более чем на 80%, причем вверх двигались котировки всех входящих в него компаний

В январе Ташкентская фондовая биржа ужесточила правила для выходящих на публичный рынок компаний. Необходимым условием листинга было названо отсутствие у эмитента убытков за последний год. В то же время был разрешен листинг ETF, казначейских и муниципальных облигаций, депозитарных расписок и деривативов, а также выпущены первые в истории Узбекистана облигации, индексированные к курсу доллара. Их эмитентом стала First Developing Group, андеррайтером размещения выступил холдинг Freedom Finance. В течение года на биржу были выведены такие же бонды Mind Asia (на 126 млрд UZS) и Капиталбанка (на 150 млрд UZS).

В конце февраля капитализация небольшой страховой компании Универсал-Сугурта (UNSU) взлетела с \$3 млн до \$5,5 млрд, а за следующий месяц подошла к \$100 млрд. Так на локальном рынке по-своему повторился американский феномен GameStop. После этого Ташкентская биржа получила полномочия останавливать торги отдельными акциями, если за короткий промежуток времени их котировки изменились более чем в два раза без фундаментальных причин. Позже регулятор призвал к ужесточению контроля действий трейдеров и спекулянтов.

В марте увеличился объем операций репо на Узбекской валютной бирже. Холдинг Freedom Finance первым из небанковских финансовых компаний провел междилерское репо в Узбекистане. Через полгода валютная биржа отменила комиссии за репо.

В апреле в банковском секторе начала стремительно расширяться доля «плохих» кредитов, в результате чего в течение нескольких последующих месяцев NPL отдельных банков стал преддефолтным. Из-за этого 7 октября Fitch дало негативный прогноз по сектору, предупредив о риске дальнейшего ухудшения качества активов. Минфин в том же месяце принял на себя функцию регулятора рынка капитала при проведении реформы.

В апреле состоялось первое размещение пятилетних государственных облигаций, а уже в июле объем госбондов превысил \$1 млрд. Осень оказалась наиболее продуктивным периодом для развития узбекистанского рынка капитала. В конце сентября появился первый в стране торгуемый биржевой фонд Tashkent Index ETF. На данный момент он формирует свой первоначальный капитал и еще не доступен для торгующих на бирже инвесторов. Бенчмарком фонда стал индекс EqRe Blue.

В сентябре прошла приватизация крупных государственных банков, в частности, в собственность венгерского OTP-Bank перешли 75% акций Ипотека-банка. По плану Минфина, к 2025 году доля частных банков в стране превысит 60%.

В середине ноября был опубликован календарь IPO/SPO крупнейших госкомпаний на Ташкентской бирже в 2022-2023 годах. По нашим данным, UzAuto Motors, Алмалыкский ГМК и Узметкомбинат уже начали поиск андеррайтеров.

Бехрузбек Очиров,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Узбекистан



Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

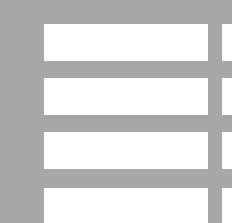
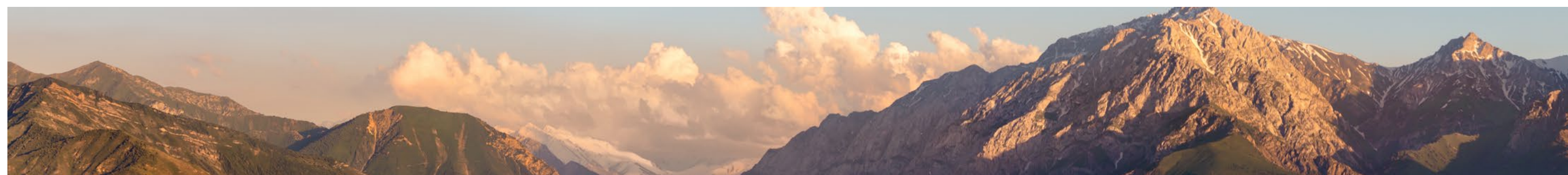
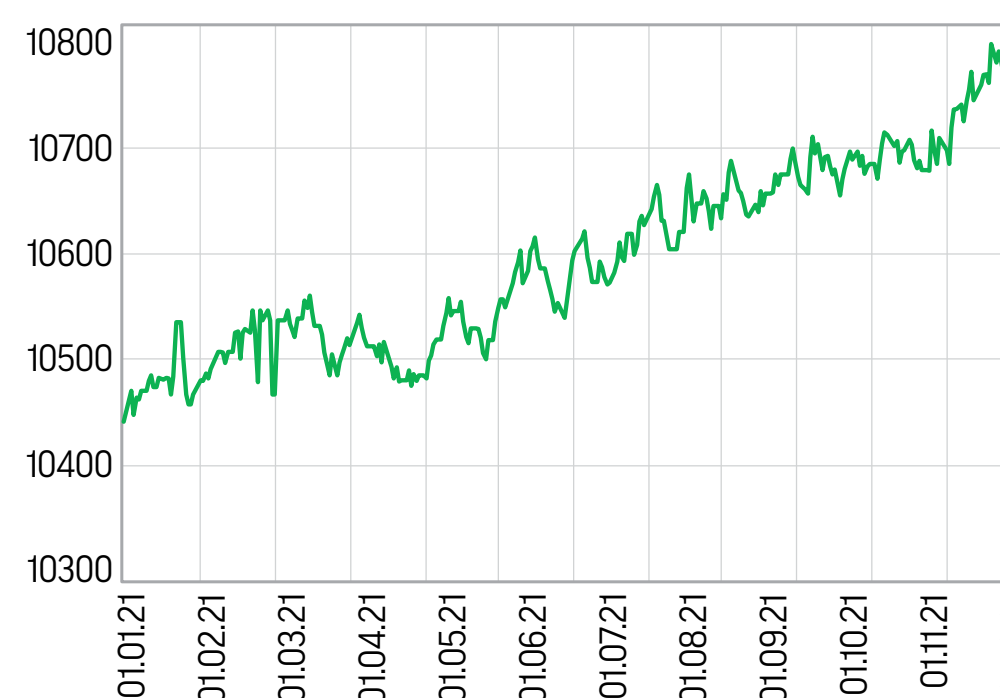
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год





# Рынок Узбекистана в 2022 году

## Курс на укрупнение

### Основные тренды следующего года:

- 1. IPO и SPO ведущих госкомпаний.** Мы рассчитываем на размещение на Ташкентской бирже UzAuto, Алмалыкского ГМК, Узмектомбината, НБУ и Узбекнефтегаза. Первые три компании уже начали поиски андеррайтеров и планируют разместить до 5% своей государственной доли, таким образом, рынок может увеличить количество акций в свободном обращении на сумму до \$500 млн в предстоящем году.
- 2. Приход институциональных инвесторов.** Размещение крупных пакетов госкомпаний и приватизация банков привлекательны для институциональных инвесторов. С будущего года компании, представленные на местном рынке, будут обязаны отчитываться по МСФО. У некоторых эмитентов уже есть международные кредитные рейтинги, ряд компаний начали подготовку к получению ESG-рейтингов. На данный момент не отмечается большого количества институционалов на бирже Узбекистана, но мы прогнозируем приход и локальных, и международных инвесторов этой категории в следующем году.
- 3. Развитие коллективного инвестирования.** В конце 2021 года был создан Tashkent Index ETF на основе индекса EqRe Blue. Мы ожидаем, что в 2022 году фонд будет доступен для внешнего инвестирования

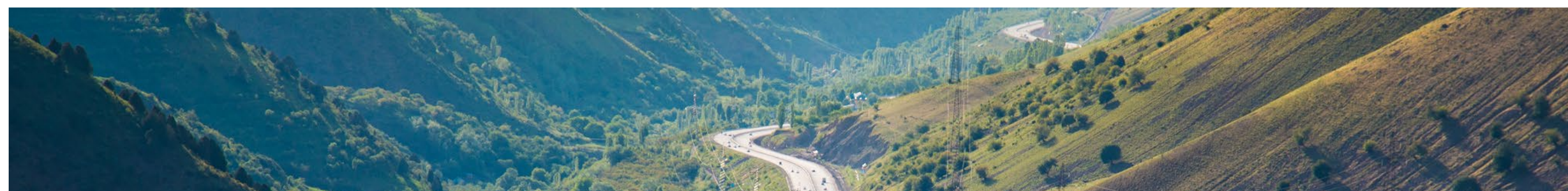
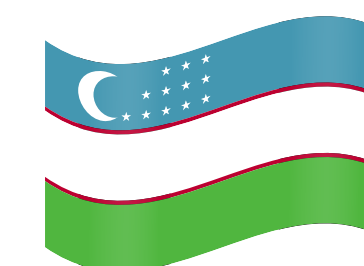
с началом листинга. Появление этого инструмента привлечет на рынок Узбекистана банки и страховые компании, которые не имеют права инвестировать в отдельные акции, но охотно стали бы вкладываться в биржевой фонд.

- 4. Новые биржевые продукты.** Также рассчитываем, что Минфин в соответствии с ранее заявленными планами представит ETF на золото. Кроме того, УзРТСБ должна вывести на рынок товарно-сырьевые фьючерсы, валютные свопы и другие валютные деривативы. С отменой комиссий по операциям репо на УзРВБ появится новая ликвидность. По нашему мнению, РФБ снизит комиссии по этим операциям, что приведет к повышению оборотов на обеих биржах. Ожидаем листинг депозитарных расписок на популярные зарубежные акции.

- 5. Развитие инфраструктуры рынка и доступности его инструментов.** В преддверии размещений на зарубежных биржах после листинга на локальной депозитарий будет добиваться членства в Euroclear и Clearstream и получит ограниченную банковскую лицензию для автоматизации расчетов по облигационным купонам и дивидендам. Рассчитываем на доступ к API-кодам, благодаря чему брокеры смогут разработать сторонние приложения для доступа к биржевым торгам.

### Статистика по компонентам индекса

Акция	Значение на 04.01.2021	Значение на 10.12.2021	Доходность, %
EqRe Blue	1219,52	2206,25	80,91%
KVTS	3180,99	4295	35,02%
QZSM	3888,88	6000	54,29%
SQBN	15,5	15,58	0,52%
URTS	8000	23300,1	191,25%
UZMK	32000	102500	220,31%
KSCM	555555	610000,01	9,80%
HMKB	27	35,99	33,30%
IPTB	0,92	1,05	14,13%
UVCM	10000,03	14000	40,00%





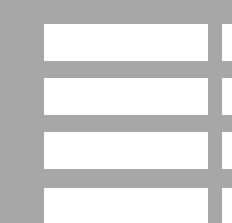
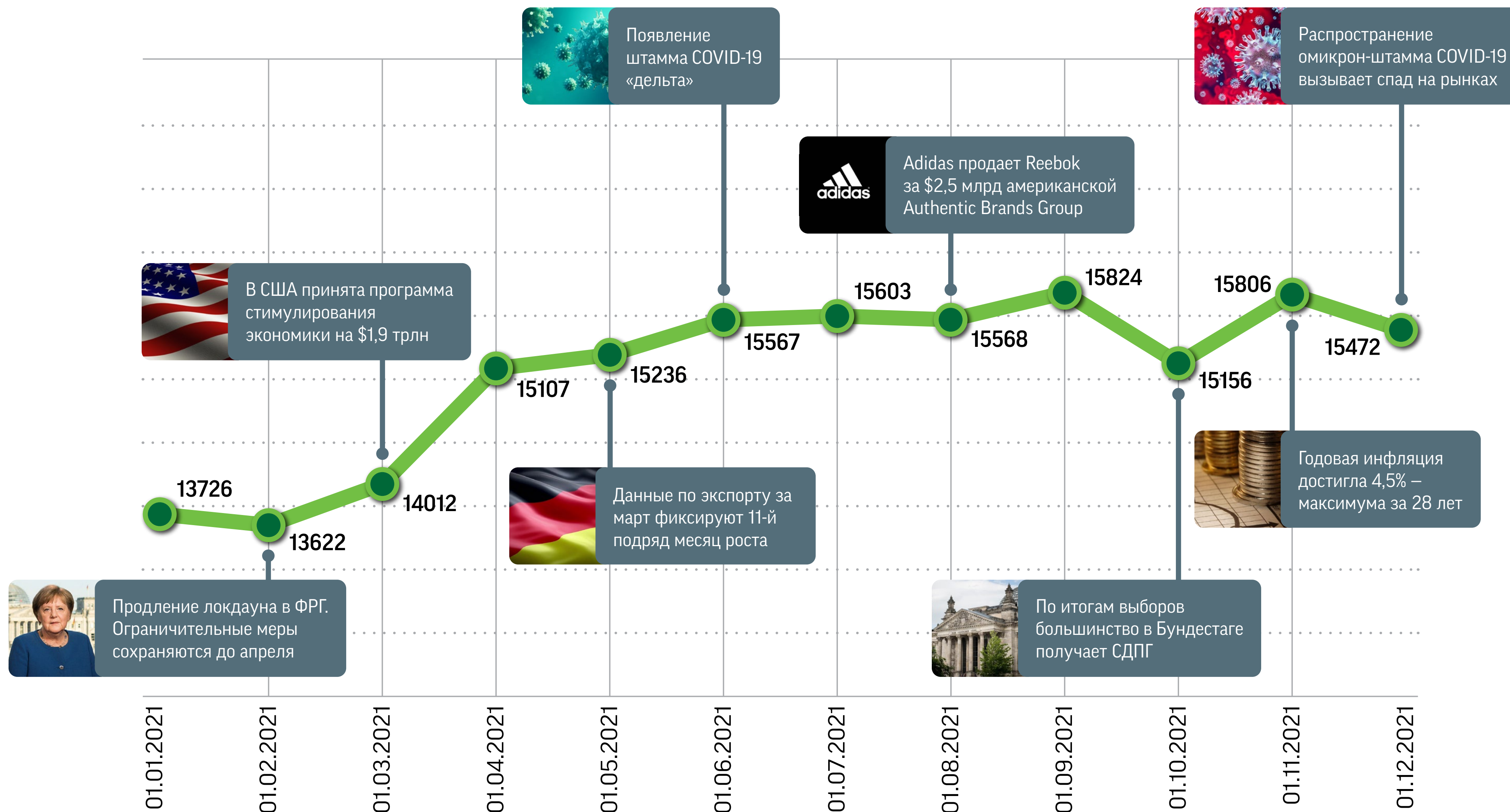
# Рынок Германии в 2021 году (индекс DAX)

## Важные новости в одной инфографике

Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Рынок Германии. Итоги 2021 года

## Тише едешь – дальше будешь

В 2021 году немецкий фондовый рынок продолжил восстанавливать потери, понесенные во время коронакризиса. Несмотря на резкое ускорение инфляции в мире и связанный с выборами период политической нестабильности, DAX обновил исторические максимумы

**За первый квартал 2021 года основной немецкий фондовый индекс DAX повысился на 9,4%.** В результате самым успешным в уходящем году периодом для рынка Германии стал март. Наблюдавшиеся в январе всплески волатильности были обусловлены в основном факторами пандемии, которая продолжала оказывать заметное влияние на динамику инструментов фондового рынка вплоть до начала полномасштабной вакцинации в Европе. До конца квартала рост поддерживали заявления ЕЦБ о планах увеличить объем покупок облигаций с рынка во втором квартале, в также принятие в начале марта пакета стимулирующих экономику США мер на сумму \$1,9 трлн. В этом же месяце ФРС анонсировала временное ускорение инфляции вкупе с ростом экономики, но отметила, что повышать ставки в обозримом будущем не планирует. Эти заявления также способствовали активности покупателей на фондовых площадках.

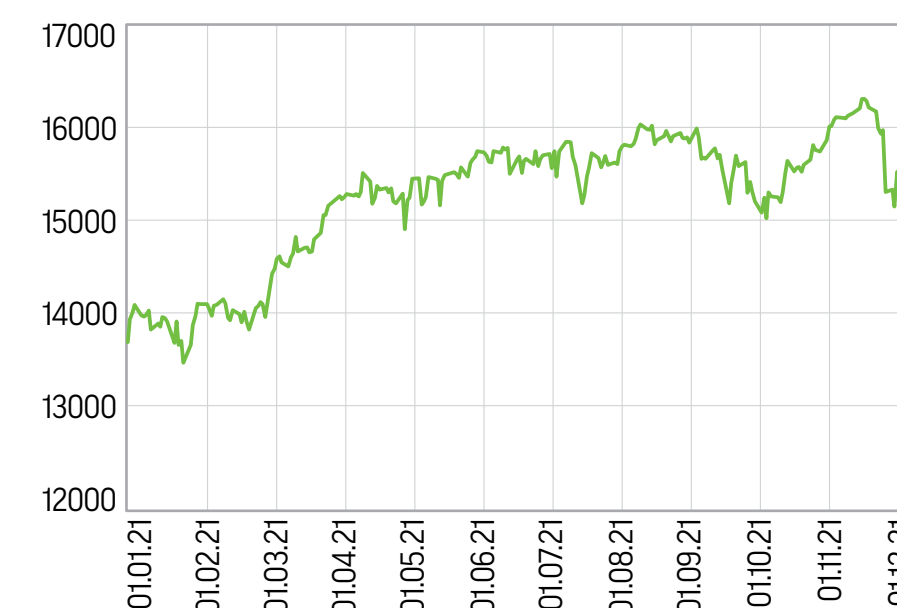
**С начала второго квартала до конца лета волатильность существенно уменьшилась.** DAX по итогам каждого из пяти рассматриваемых месяцев показывал слабую позитивную динамику. В трех из них он прибавлял менее 0,9%, максимальный рост составил 1,9%. На первый план новостной повестки постепенно вышла инфляция, которая в апреле-мае резко ускорилась, что объяснялось влиянием эффекта низкой базы аналогичного периода 2020-го. Однако уже в июле показатель в Германии достиг максимума с 2008 года, а в еврозоне превысил целевой уровень ЕЦБ (2%), также побив многолетние рекорды. Впрочем,

инвестсообщество в основном оценивало разгон инфляции как временное явление. Сезоны отчетности за первый и второй квартал оказались успешными и поддержали рынки. К середине августа DAX медленно, но верно достиг 16000 пунктов.

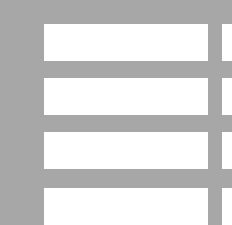
**Осенью турбулентность вернулась на фондовые площадки.** В октябре DAX сумел частично компенсировать сентябрьское снижение на 3,6%. Однако ноябрь на новостях о появлении нового штамма COVID-19 завершился падением почти на 4%. В целом за осень немецкий фондовый рынок просел примерно на 4,6%. Важным для него фактором стали выборы в Бундестаг. Правящая фракция ХДС/ХСС по итогам голосования набрала 24,1% и потеряла лидерство в парламенте. Большинство получила партия СДПГ с результатом в 25,7%. После формирования коалиции в начале декабря был избран новый федеральный канцлер Олаф Шольц, который возглавляет партию СДПГ. Инфляция в еврозоне и в Германии продолжила расти, однако ЕЦБ не намерен ужесточать монетарные условия. Глава европейского регулятора Кристин Лагард назвала маловероятным повышение ключевой ставки в 2022 году.

В целом мы умеренно позитивно оцениваем 2021 год на немецком фондовом рынке. Его рост превысил 14%. В то же время другие площадки Европы в среднем оказались более доходными. Вероятно, отставание обусловлено экспортоориентированным характером немецкой экономики и более высокой, чем в еврозоне, инфляцией в Германии.

Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год





# Рынок Германии в 2022 году

## Новое правительство – новые вызовы

### Основные тренды следующего года:

**1 В приоритете борьба с инфляцией.** Наблюдавшийся в 2021 году разгон инфляции стал глобальным трендом, обусловленным сбоями в цепочках поставок, низкой базой 2020-го и сверхмягкой монетарной политикой ведущих регуляторов. Цель ЕЦБ – замедлить инфляцию с текущих 4,9% и приблизить ее к собственному таргету 2%. Главной причиной роста цен в уходящем году стало удорожание энергоносителей. Ожидается, что в 2022-м влияние этого фактора ослабнет и будет способствовать снижению инфляции. Новые жесткие карантинные ограничения, которые могут помешать международной торговле и вызвать новый виток роста цен, маловероятны. Большинство экономистов считают, что инфляция в 2022 году опустится к 2% или даже ниже.

**2 Экономика Германии продолжит восстанавливаться.** Правительство снизило прогноз роста ВВП в 2021 году с 3,5% до 2,6% с одновременным его повышением на 2022-й с 3,6% до 4,1%. Исследовательский институт Ifo настроен еще более оптимистично и рассчитывает, что ВВП Германии в будущем году прибавит 5,1%. Реализация этих прогнозов будет во многом зависеть от преодоления проблем с цепочками поставок сырья для немецкой промышленности, ориентированной на экспорт. Статистика экспорта за 2021 год была сильной, ожидается дальнейший рост объемов поставок продукции за рубеж.

**3 Продолжение мягкой монетарной политики ЕЦБ.** Программа Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP), в рамках

которой регулятор приобрел облигации на сумму свыше 1,5 трлн евро, продолжится как минимум до конца марта 2022 года. Средства от погашения купленных ЕЦБ долговых бумаг будут реинвестированы самое меньшее до конца 2023 года. Последние заявления руководства Центробанка указывают на то, что покупки с рынка по остальным программам будут продолжены и в 2022 году, а учетная ставка останется на прежнем уровне.

**4 Будет ли больше инвестиций?** Правительство Олафа Шольца намерено увеличивать финансирование модернизации промышленности и снижения углеродных выбросов. Однако Конституцией ФРГ установлены определенные лимиты государственных заимствований, что будет тормозить реформирование экономики в указанных направлениях. Некоторые СМИ сообщают, что правительство попытается использовать обходные пути для увеличения госдолга. В случае успешной реализации планов нового руководства страны ее фондовый рынок получит дополнительную поддержку.

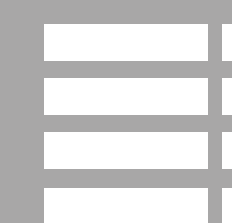
**5 Тренд на ускорение «озеленения» экономики.** Новые власти уже к 2030 году (на восемь лет раньше предварительно намеченного срока) намерены отказаться от использования угля и довести долю генерации электроэнергии из возобновляемых источников до 80% с ранее запланированных 45%. Достижение этих целей потребует дополнительных инвестиций уже с 2022 года. Вероятнее всего, этот фактор окажет заметное влияние на акции энергетических компаний Германии.

### Ожидания

Несмотря на улучшение эпидемической ситуации, в 2021 году Германии не удалось выйти на запланированные темпы роста экономики, а немецкий рынок отстал от других европейских фондовых площадок. В 2022 году мы рассчитываем на ускорение роста экономики и существенное снижение инфляции вместе с продолжением мягкой монетарной политики ЕЦБ. Все эти факторы благоприятно скажутся на фондовом рынке Германии. Со сменой руководства страны в ее экономике уже появляются новые тренды.

### Динамика акций с начала года

Акция	Значение на 30.12.20	Значение на 08.12.21	Доходность, %
DAX INDEX	13 718,78	15 687,09	14,3%
BOSS GR Equity	27,29	52,64	92,9%
SRT3 GR Equity	343,60	572,60	66,6%
VOW GR Equity	170,10	281,00	65,2%
G1A GR Equity	29,28	46,73	59,6%
SHL GR Equity	41,98	66,96	59,5%
MRK GR Equity	140,35	221,20	57,6%
PAH3 GR Equity	56,40	85,32	51,3%
DAI GR Equity	57,79	85,96	48,7%
UN01 GR Equity	28,24	39,79	40,9%
KGX GR Equity	71,16	100,20	40,8%
BMW3 GR Equity	55,20	74,85	35,6%
DPW GR Equity	40,50	54,46	34,5%
IFX GR Equity	31,39	41,05	30,8%





# Итоги рынка IPO-2021

## Испытание волатильностью

Ротация капитала и повышение ставок обусловили высокую волатильность на рынке первичных размещений. С февраля по май ETF IPO потерял в цене 31,22% и с октября по декабрь подешевел на 21,9%. Период с середины мая по конец октября, напротив, отмечился ростом котировок этого фонда на 33,08%. С июня по октябрь было проведено около 50% всех IPO

С 1 января до 9 декабря 2021 года IPO провела 441 компания, а за полный 2020-й – лишь 253. Объем привлеченных в результате первичного размещения средств за уходящий год составил \$165,92 млрд при \$97,85 млрд в 2020-м. Самым крупным стало IPO производителя электрических внедорожников Rivian Automotive Inc. Стартап привлек \$11,934 млрд, разместив на NASDAQ 153 млн акций по цене \$78. На момент написания отчета бумаги торговались на 56% выше этого уровня.

**Больше всего IPO состоялось в секторах здравоохранения и информационных технологий – 157 и 77 соответственно.**

**На конец года 17 разместившихся компаний демонстрируют доходность выше 100%.** Среди них Esports Technologies Inc (309%), ZIM Integrated Shipping Servic (282%), Global-e Online Ltd (169%), Affirm Holdings Inc (159%), Doximity Inc (139%), Vera Therapeutics Inc (121%) и Monday.com Ltd Inc (110%).

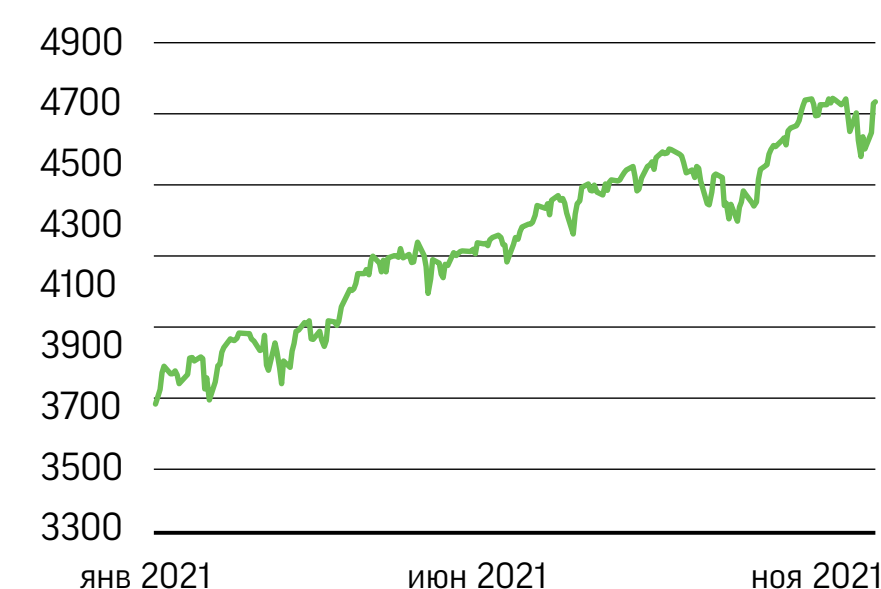
Главными разочарованиями года стали Zhangmen Education Inc (-89%), Waterdrop Inc (-88%), Smart Share Global Ltd (-82%), VectivBio Holding AG (-81%) и Cloopen Group Holding Ltd (-79%).

**Из 441 разместившейся за уходящий год компании 169, или 38,32%, торгуются выше цены IPO.** Нулевую доходность показывают четыре эмитента (0,009% от общего числа), 267 (60,5% от общего количества) торгуются ниже цены IPO. Одна из разместившихся в течение этого года компаний уже провела делистинг.

**Значительное повышение доходности десятилетних гособлигаций США с февраля по май вызвало переток капитала из акций «роста» в акции «стоимости».** К началу лета доходность десятилетних трежерис замедлила рост, а акции вышедших на IPO компаний начали активно дорожать, скорректировавшись лишь на фоне повышения ставок.



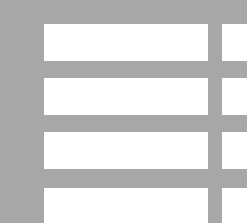
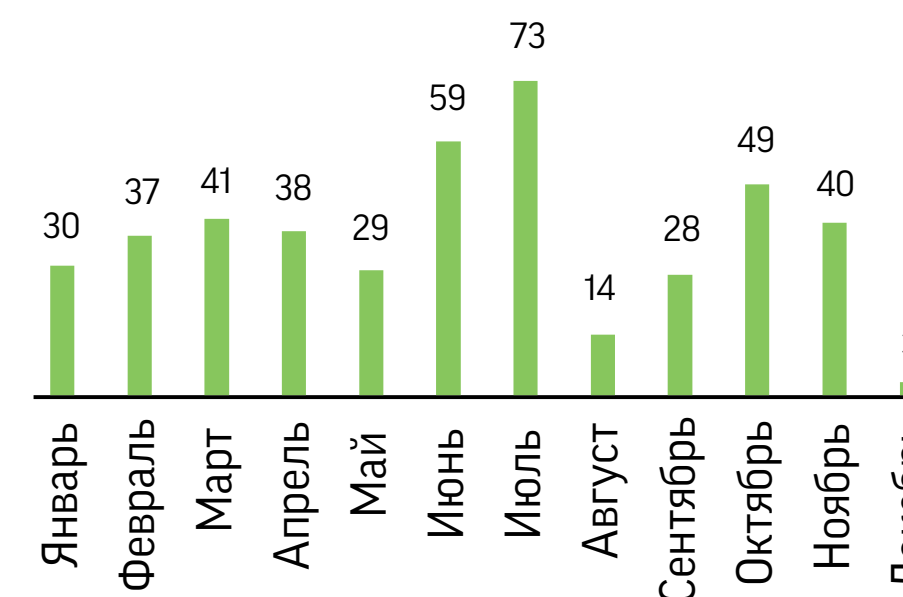
Изменения индекса SPX за 1 год



Изменения индекса IPO за 1 год



Количество размещений в месяц

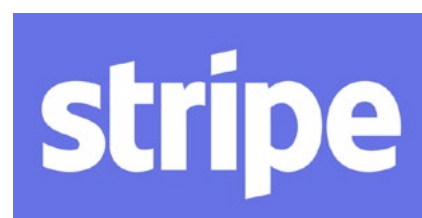




# Прогноз на 2022 год

## Самые ожидаемые IPO

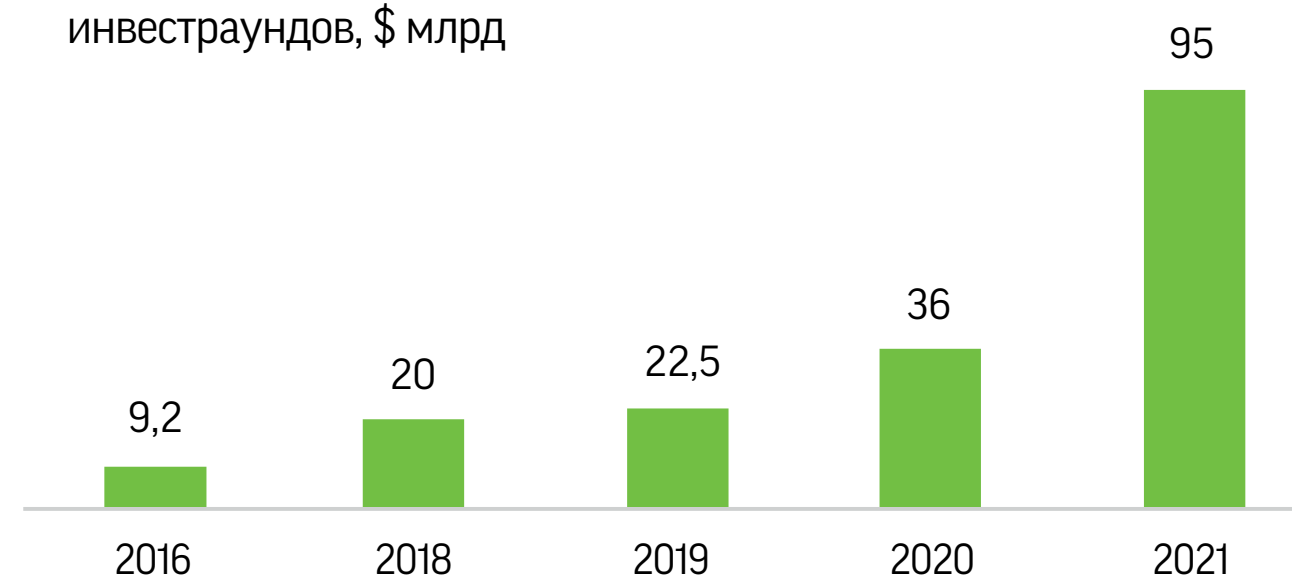
В будущем году дебютировать на публичном рынке планируют Stripe, Instacart, Databricks и Discord



Год основания: **2010-й**  
Число сотрудников: **5531**  
Всего привлечено: **\$2,3 млрд**  
Последняя оценка: **\$95 млрд**  
Выручка за 2020 год: **\$2,5 млрд**

**Stripe** – разработчик платформы для онлайн-платежей, заслужившей доверие пользователей из 120 стран. В декабре компания анонсировала запуск сервиса Stripe Treasury, который представляет собой API-интерфейс для встраивания финансовых услуг, в частности переводов, получения и хранения денежных средств. Таким образом, бизнес Stripe трансформируется в сторону онлайн-банкинга.

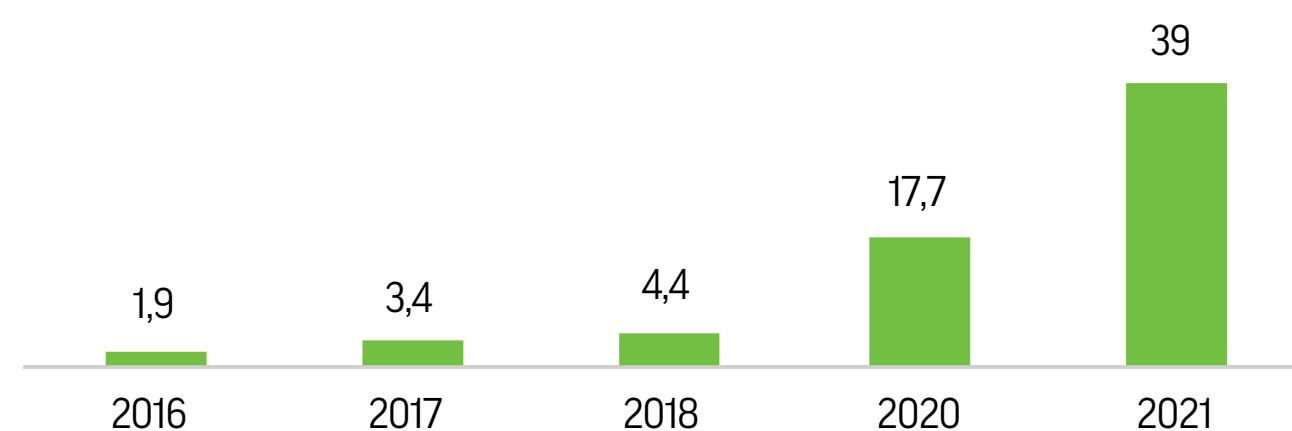
■ Оценка стоимости после состоявшихся инвестраундов, \$ млрд



Год основания: **2012-й**  
Число сотрудников: **12305**  
Всего привлечено: **\$2,7 млрд**  
Последняя оценка: **\$39 млрд**  
Выручка за 2020 год: **\$1,5 млрд**

**Instacart** – один из самых популярных сервисов доставки продуктов, выстроивший сложную логистическую систему. Компания сотрудничает более чем с 400 розничными продавцами и более чем с 30 тыс. магазинов. Услуги Instacart доступны около 85% домохозяйств в США и 80% в Канаде. На IPO компанию могут оценить в \$50 млрд.

■ Оценка стоимости после состоявшихся инвестраундов, \$ млрд



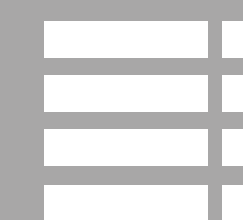
Ерлан Абдикаримов,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Прогноз на 2022 год

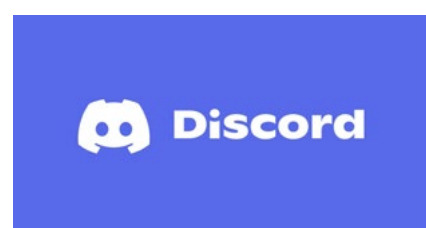
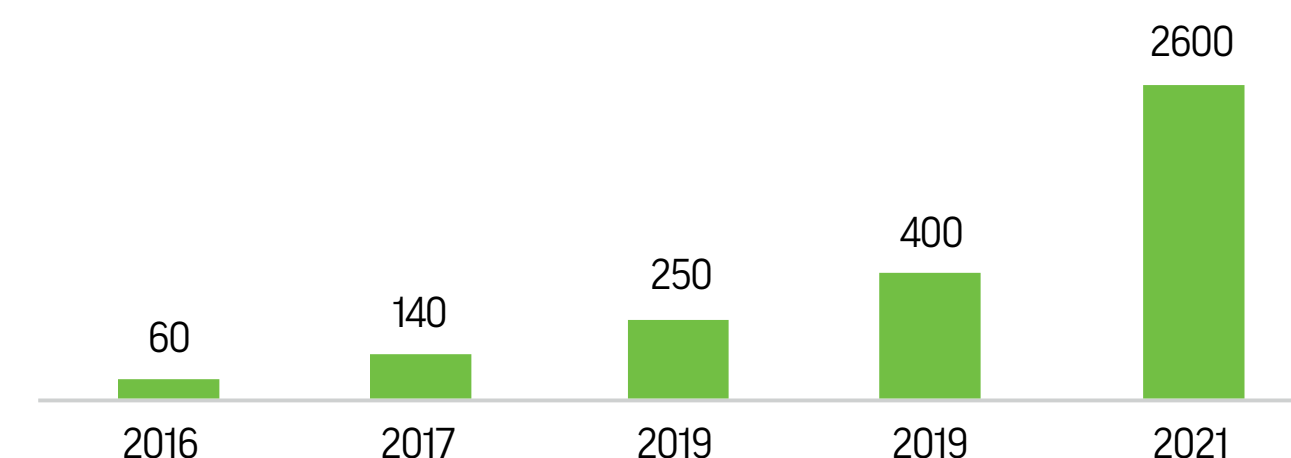
## Самые ожидаемые IPO



Год основания: 2013-й  
 Число сотрудников: 2822  
 Всего привлечено: \$1,9 млрд  
 Последняя оценка: \$38 млрд  
 Выручка: \$-  
 Рост за 2020 ФГ: +98%

**Databricks** – разработчик ПО для быстрой обработки и подготовки к анализу больших данных. У компании более 5 тыс. клиентов, в том числе CVS Health, Comcast, Condé Nast и Nationwide. Ее инвесторы – это Fidelity Management and Research, Whale Rock Capital Management, Amazon, Salesforce Ventures, Andreessen Horowitz, Capital G (Google) и Microsoft. По прогнозу Business Times, на IPO Databricks могут оценить в \$35–50 млрд.

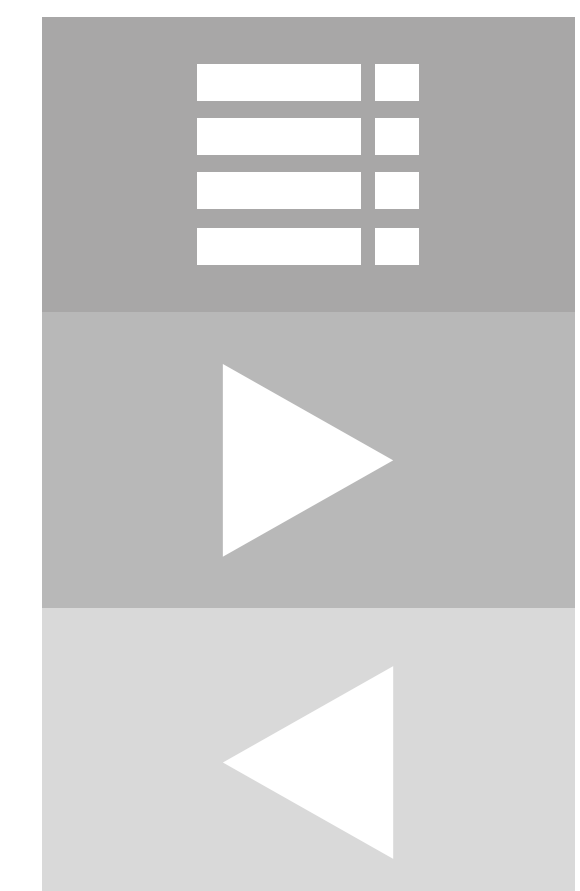
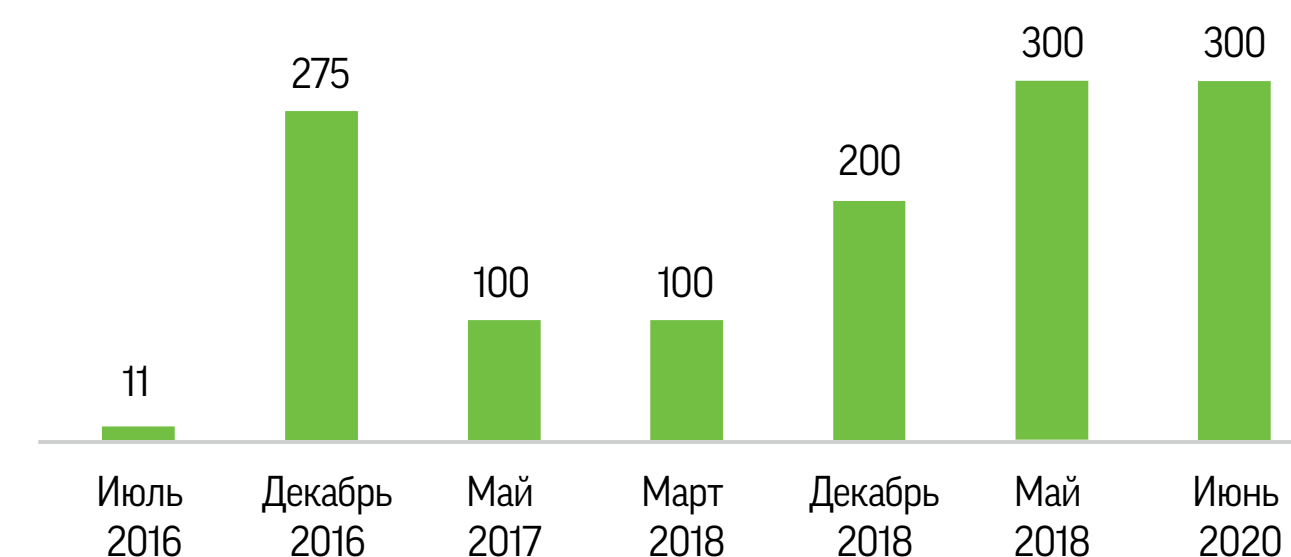
■ Привлеченные средства, \$ млн



Год основания: 2012-й  
 Число сотрудников: 1312  
 Всего привлечено: \$479,3 млн  
 Последняя оценка: \$3,5 млрд

**Discord** – платформа для бесплатного обмена текстовыми, аудио- и видеосообщениями, ориентированная на геймеров. Популярность приложения значительно выросла во время пандемии. В 2021 году Microsoft сделала предложение о поглощении за \$10 млрд, но руководство компании его отклонило.

■ Количество пользователей, млн





# Инвестиционные рекомендации на 2022 год: США

## Модельный портфель (базовый сценарий)

### Характеристики портфеля

При составлении портфеля мы исходили из базового сценария, согласно которому в 2022 году будет наблюдаться уверенный рост экономики. Проблемы в цепочках поставок постепенно разрешатся, а инфляция замедлится, хотя продолжит заметно превышать таргет ФРС. Занятость будет расти умеренными темпами ввиду дефицита рабочей силы. ФРС повысит ключевую ставку два раза, реагируя на улучшение ситуации на рынке труда, а также на инфляционное давление.

Портфель включает бумаги секторов и компаний, которые, по нашему мнению, будут демонстрировать позитивную динамику. Опираясь на ожидания сильного роста ВВП (4%), снижения безработицы (3,8%) и сохранения высокой деловой активности, мы полагаем, что в целом фондовые котировки продолжат двигаться вверх. Однако, принимая во внимание высокую инфляцию и значительную вероятность поднятия процентных ставок в 2022 году, мы отдаем предпочтение фактору «стоимости» (52,2%) при формировании портфеля.

На фоне ожидания сильных отраслевых трендов полагаем, что в 2022 году крупные и высокомаржинальные ИТ-компании останутся бенефициарами рынка. Также мы позитивно оцениваем перспективы секторов промышленности и основных материалов в силу их проциклических характеристик. В частности, из-за энергетического кризиса в Европе и Азии ожидаем дефицита удобрений и продукции нефтехимии, поэтому включили в состав портфеля представителей этих секторов. Кроме того, проблемы в цепочках поставок будут стимулировать спрос на логистику.

На фоне повышенной инфляции и ожидаемого роста ставок неплохую динамику, на наш взгляд, продемонстрируют компании финансового сектора, в особенности стоимостные акции. Кроме того, с нашей точки зрения, инвестиционный бум продолжится и в 2022 году, от чего выиграют компании, работающие на рынке капитала.

Собирая портфель, мы также сделали ставку на сектор здравоохранения, поскольку считаем, что сохраняющаяся эпиде-

мическая напряженность поддержит рост котировок соответствующих эмитентов.

### Характеристика текущего портфеля

Тикер	Компания	Цена на 14.12.21	Таргет	Потенциал роста	Бета	Доля в портфеле	Взвешенная доходность	Дивдоходность	Взвешенная дивдоходность
BRK.B	Berkshire Hathaway Inc. Class B	288,2	332,5	15%	0,82	3,65%	1%	0,00%	0,0%
ICE	Intercontinental Exchange, Inc.	135,5	155,9	15%	0,75	3,26%	0%	1,04%	0,0%
RJF	Raymond James Financial, Inc.	97,6	120,5	23%	1,12	5,17%	1%	1,55%	0,1%
MET	MetLife, Inc.	60,6	73,1	21%	1,58	5,24%	1%	3,88%	0,2%
HOLX	Hologic, Inc.	74,8	86,1	15%	1,08	2,65%	0%	0,00%	0,0%
BIO	Bio-Rad Laboratories, Inc. Class A	746,1	918,8	23%	0,62	3,73%	1%	0,00%	0,0%
JNJ	Johnson & Johnson	165,5	184,9	12%	0,58	2,41%	0%	2,53%	0,1%
A	Agilent Technologies, Inc.	156,3	176,6	13%	0,87	3,20%	0%	0,49%	0,0%
CF	CF Industries Holdings, Inc.	61,2	70,1	15%	1,21	4,33%	1%	3,10%	0,1%
CE	Celanese Corporation	160,9	195,4	21%	1,30	5,44%	1%	1,91%	0,1%
MOS	Mosaic Company	36,7	46,2	26%	1,34	6,00%	2%	0,87%	0,1%
LYB	LyondellBasell Industries NV	89,9	114,2	27%	1,52	5,37%	1%	4,58%	0,2%
FDX	FedEx Corporation	246,3	300,8	22%	1,11	4,93%	1%	0,83%	0,0%
CMI	Cummins Inc.	218,1	274,6	26%	1,00	5,39%	1%	2,33%	0,1%
RTX	Raytheon Technologies Corporation	86,2	103,4	20%	1,51	4,42%	1%	3,02%	0,1%
TDY	Teledyne Technologies Incorporated	435,4	536,3	23%	1,24	4,87%	1%	0,00%	0,0%
ENPH	Enphase Energy, Inc.	215,0	264,0	23%	1,84	3,94%	1%	0,00%	0,0%
WDC	Western Digital Corporation	57,9	75,1	30%	1,65	4,78%	1%	0,00%	0,0%
MU	Micron Technology, Inc.	85,5	98,2	15%	1,31	3,13%	0%	0,14%	0,0%
MSFT	Microsoft Corporation	342,5	366,4	7%	0,86	2,65%	0%	0,83%	0,0%
ADBE	Adobe Inc.	654,5	720,7	10%	0,87	2,42%	0%	0,00%	0,0%
CRM	salesforce.com, inc.	266,0	330,9	24%	1,05	5,39%	1%	0,00%	0,0%
FB	Meta Platforms Inc. Class A	329,8	398,3	21%	1,03	4,27%	1%	0,00%	0,0%
GOOGL	Alphabet Inc. Class A	2960,0	3333,7	13%	0,88	3,46%	0%	0,00%	0,0%

Вадим Меркулов,  
директор  
аналитического департамента  
ИК «Фридом Финанс»



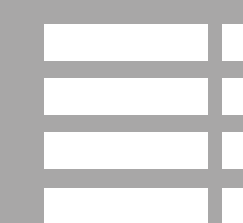
Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



50



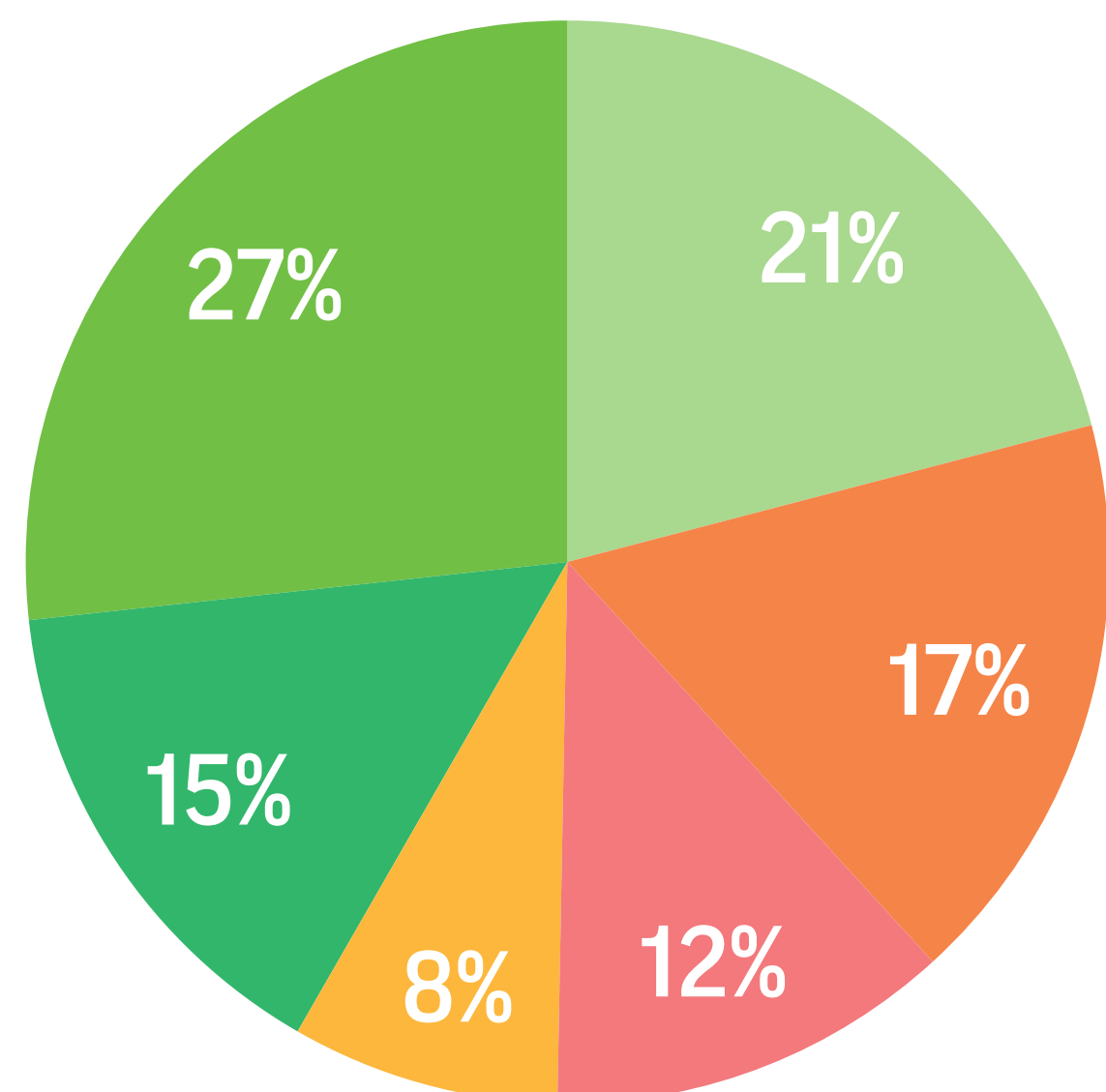


# Инвестиционные рекомендации на 2022 год: США

## Модельный портфель (базовый сценарий)

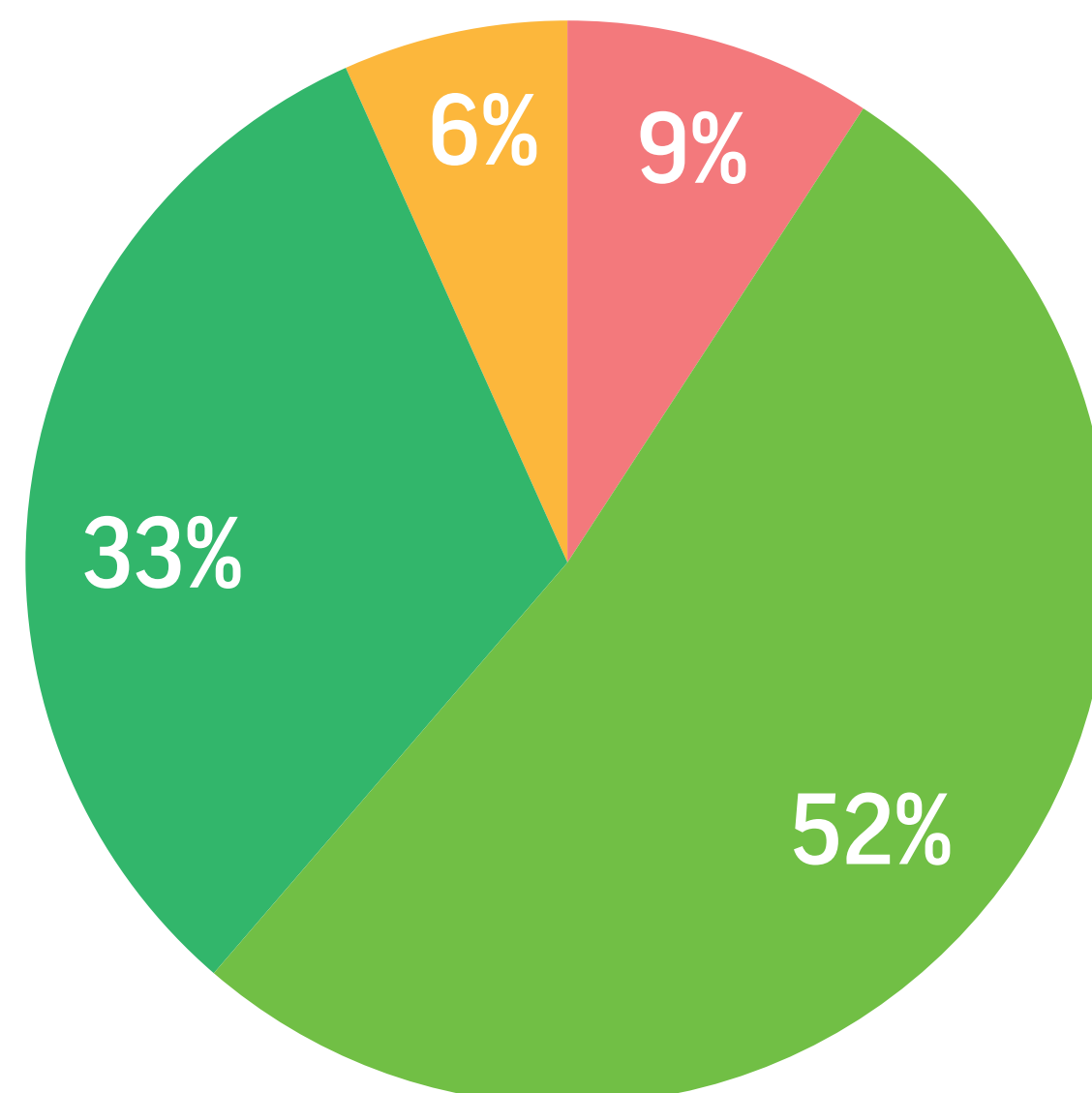


Структура портфеля  
по секторам



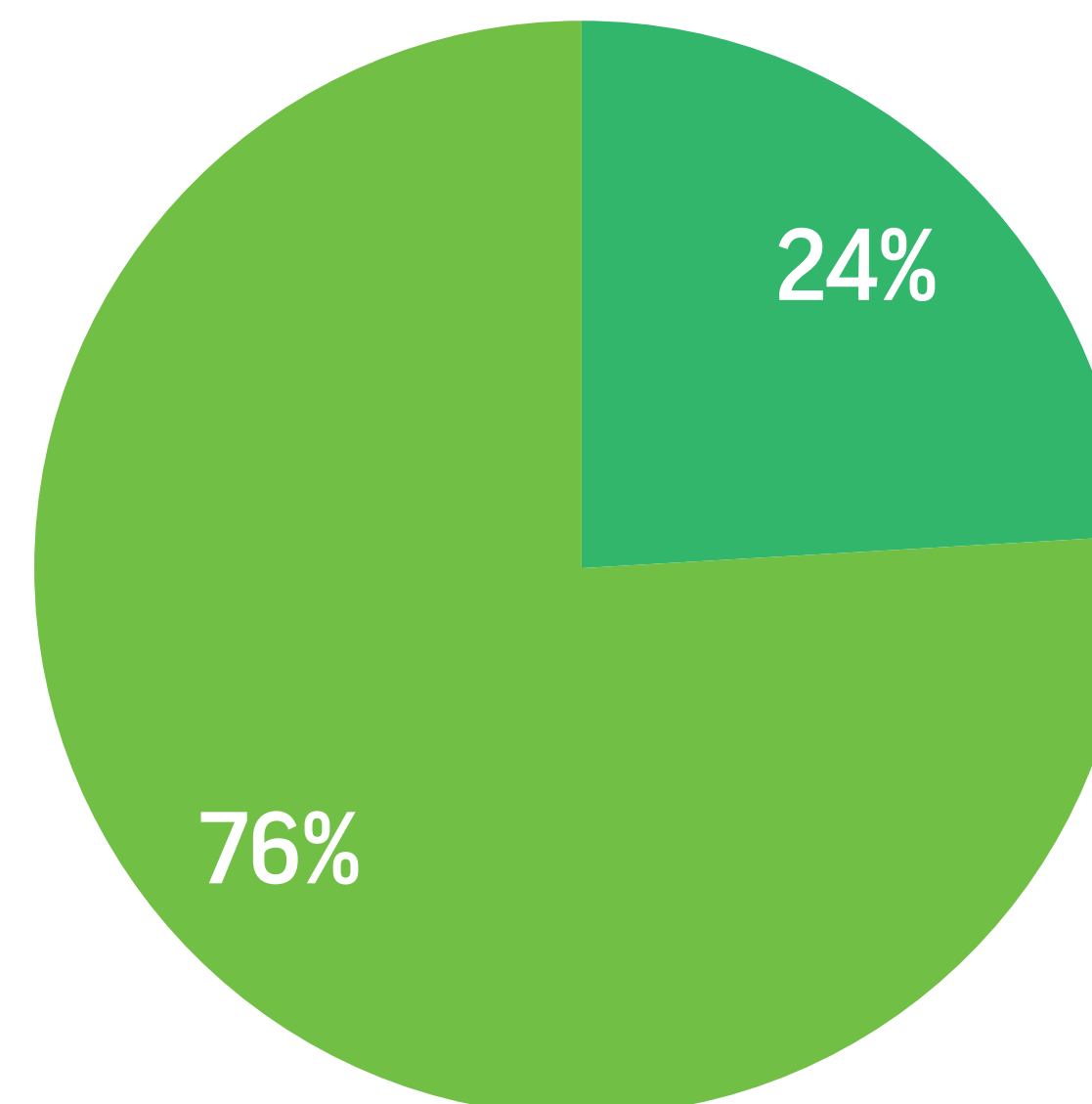
- Основные материалы
- Финансы
- Здравоохранение
- Коммунальные сервисы
- Промышленность
- Информационные технологии

Структура портфеля  
по факторам



- Growth
- Value
- Low-Vol
- Quality

Структура портфеля  
по капитализации



- Mega
- Large





# Инвестиционные рекомендации на 2022 год: США

## Модельный портфель (базовый сценарий)



### Характеристики портфеля

<b>Ожидаемая доходность</b>	<b>20%</b>
Equity	20%
Dividend	1,26%
<b>Стандартное отклонение (за последние 12 мес.)</b>	<b>17%</b>
за последние два года	32%
за последние три года	28%
<b>Коэффициент Шарпа</b>	<b>1,15</b>
<b>Бета (S&amp;P 500)</b>	<b>1,09</b>

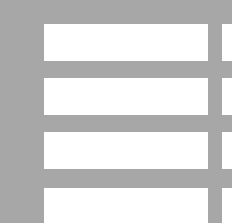
Источники: Bloomberg, FactSet

**Стандартное отклонение** (standard deviation) – стандартная мера риска портфеля. Величина отражает разницу между ожидаемой и фактической доходностью в определенный момент времени. Чем больше разброс результатов, тем менее предсказуемы доходы, тем более рискованна инвестиция. Риск, как и доходность, является динамической величиной, которая зависит от структуры портфеля и волатильности входящих в него инструментов.

Данные по портфелю приведены за один, два и три года для лучшей репрезентативности рисков. Стандартное отклонение за последний год минимально, что обусловлено нормализацией рыночной волатильности в течение последних 12 месяцев.

**Бета** отражает степень зависимости изменения стоимости портфеля от движения индекса S&P 500. То есть на каждую единицу изменения бенчмарка изменение портфеля составит 0,94. Это означает, что системный риск портфеля соответствует общерыночному показателю.

**Коэффициент Шарпа** для портфеля составляет 1,12 (за трехлетний период). Значение показателя отражает эффективность портфеля и величину доходности инвестора на единицу принятого риска (за вычетом безрисковой доходности). То есть на каждую единицу принятого риска инвестор может ожидать доходность на уровне 1,12.



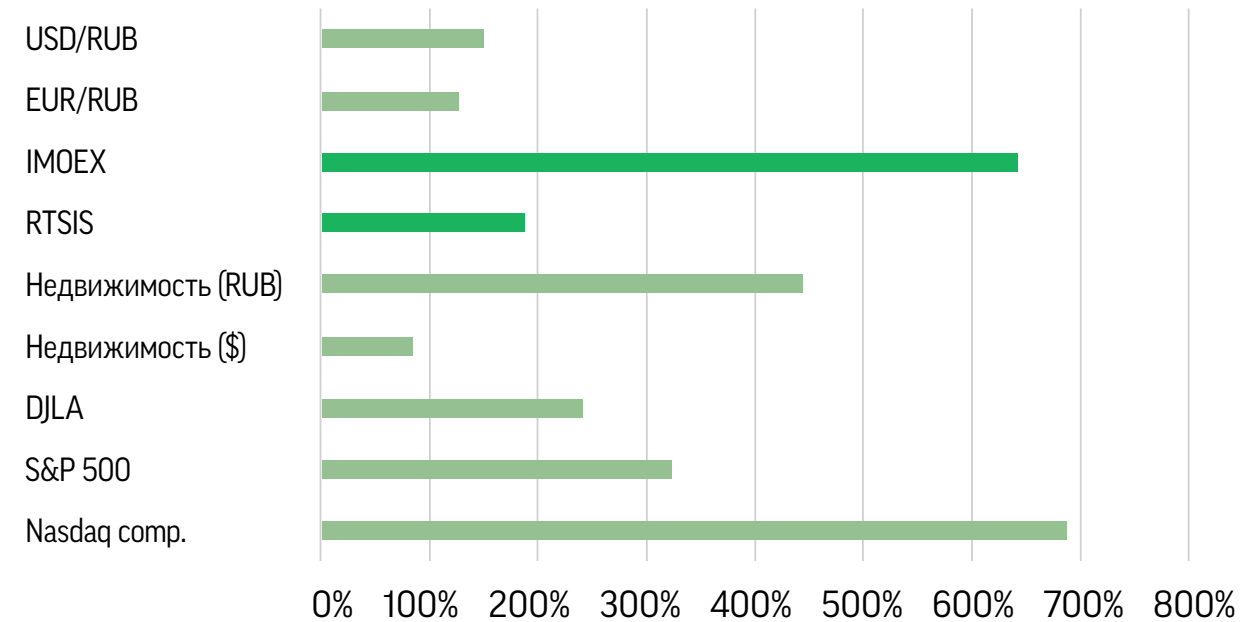


# Инвестиционные рекомендации на 2022 год: РФ

## Что покажет статистика

По данным РБК на 2021 год, второе место по популярности у российских инвесторов занимает недвижимость. Но еще в середине 2000-х фондовый рынок был не особенно популярен у розничных инвесторов, доверия к нему было значительно меньше. Именно по этой причине динамику фондового рынка чаще всего сравнивают с динамикой цен на недвижимость и котировок иностранной валюты. В Москве, по данным сервиса irn.ru, недвижимость без учета рентного дохода за 18 лет подорожала примерно в 5,6 и 1,8 раза в рублевом и долларом выражении соответственно. Инвестиции в столичную недвижимость в американской валюте с 2004 года даже с учетом рентного дохода (в среднем +3% к уровню депозита) уступили бы доходности вложений в наличный доллар, спрятанный «под матрас».

### Доходность с 2004 по 2021 год



Расчеты аналитиков ИК «Фридом Финанс»

С 2004-го по 2021 год индекс Мосбиржи вырос в 7,5 раза (без учета дивиденда), а рубль обесценился к доллару в 2,5 раза. Усредненная доходность индекса Мосбиржи (в рублях без учета дивиденда) за последние 18 лет со-

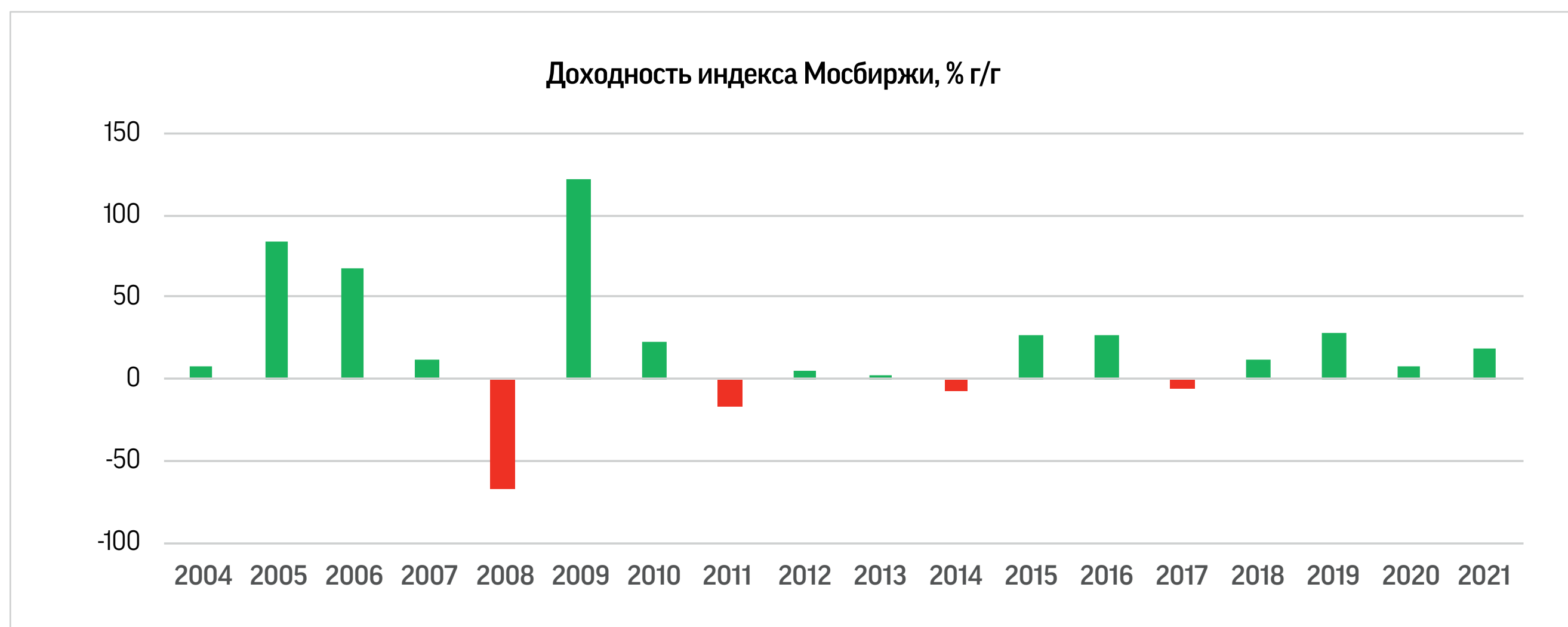
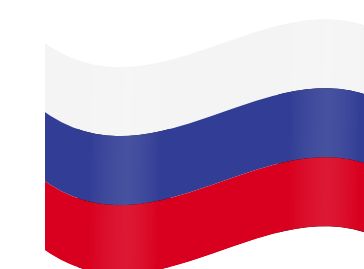
Георгий Ващенко,  
заместитель директора  
департамента торговых операций  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционные  
перспективы 2022 года

17 декабря 2021

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Расчеты аналитиков ИК «Фридом Финанс»

ставила 19,1% в год. Для сравнения: доходность S&P 500 (в долларах, без учета дивиденда) за этот период в среднем равнялась 11,7% ежегодно.

Если рассматривать динамику более сопоставимых индексов РТС и Dow 30 за те же 18 лет, выясняется, что среднегодовая доходность в долларах у российского индекса составляет 16,3% против 8,06% у американского. То есть отечественный бенчмарк вдвое прибыльнее. Правда, эту статистику портят просадки 2008-го, 2011-го и 2014 годов. РТС даже спустя 13 лет после обвала на 75% не вернулся на прежние максимумы и фактически находится на уровнях 2006-го.

**Это наглядно иллюстрирует то, что стратегия пассивного индексного инвестирования в России на длительном горизонте не очень эффективна.** Главным

образом это объясняется обесценением рубля и сильными шоками на фондовых и сырьевых площадках. Хотя на временных отрезках в несколько лет рост РТС доходил до 100% и более, каждый раз он оказывается



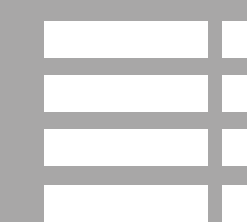
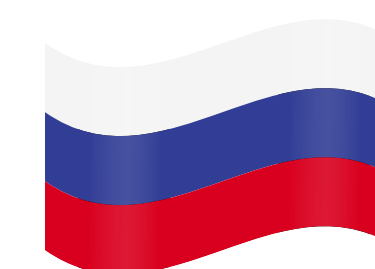
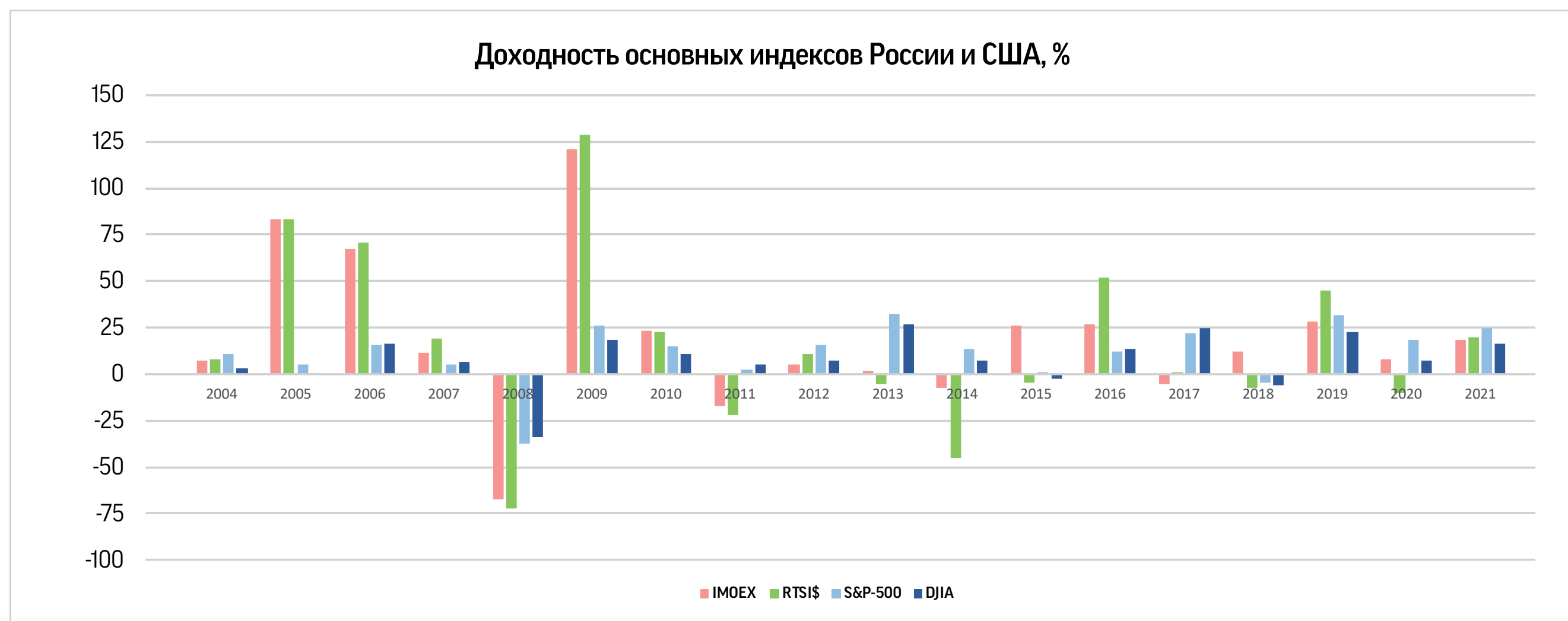


# Инвестиционные рекомендации на 2022 год: РФ

## Что покажет статистика

почти полностью растерян в результате коррекций. Стоит учесть, что состав индекса меняется, за рассматриваемый период доля сырьевых компаний в нем сократилась. Если раньше нефтегазовый сегмент занимал около половины в индексе, то сейчас – около трети. И все же примерно 40% индекса приходится на трех эмитентов: Сбербанк, Газпром и ЛУКОЙЛ. Это обуславливает высокую концентрацию не только сырьевых, но и геополитических рисков.

Лучшей стратегией инвестирования в этой связи мы считаем активное управление портфелем, при котором отраслевой спецификации стоит предпочесть отбор компаний с лучшими прогнозами роста финансовых показателей или вложения в бумаги недооцененных представителей различных секторов.





**Москва** ☎ +7 (495) 783-91-73

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

www.ffin.ru | info@ffin.ru



**Архангельск**

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

**Астрахань**

☎+7 (8512) 990-911  
ул. Кирова, д.34  
astrakhan@ffin.ru

**Барнаул**

☎+7 (3852) 29-99-65  
ул. Молодежная, д.26  
barnaul@ffin.ru

**Белгород**

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

**Братск**

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

**Владивосток**

☎+7 (423) 279-97-09  
ул. Фонтанная, д.28  
vladivostok@ffin.ru

**Волгоград**

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

**Вологда**

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

**Воронеж**

☎+7 (473) 205-94-40  
ул. Карла Маркса, д.67/1  
voronezh@ffin.ru

**Екатеринбург**

☎+7 (343) 351-08-68  
ул. Сакко и Ванцетти, д.61  
☎+7 (343) 351-09-90  
ул. Хохрякова, д.10  
yekaterinburg@ffin.ru

**Ижевск**

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

**Иркутск**

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

**Казань**

☎+7 (843) 249-00-51  
ул. Сибгата Хакима, д.15  
☎+7 (843) 249-00-49  
ул. Гоголя, д.10  
kazan@ffin.ru

**Калининград**

☎+7 (4012) 92-08-78  
пл. Победы, д.10, БЦ «Кловер», 1 этаж  
kaliningrad@ffin.ru

**Кемерово**

☎+7 (3842) 45-77-75  
Советский пр-т, д. 49  
kemerovo@ffin.ru

**Краснодар**

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

**Красноярск**

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

**Курск**

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

**Липецк**

☎+7 (4742) 50-10-00  
ул. Гагарина, д.33  
lipetsk@ffin.ru

**Набережные Челны**

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

**Нижний Новгород**

☎+7 (831) 261-30-92  
ул. Минина, д.1  
nnovgorod@ffin.ru

**Новокузнецк**

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

**Новосибирск**

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

**Омск**

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

**Пермь**

☎+7 (342) 255-46-65  
ул. Екатерининская, д.120  
perm@ffin.ru

**Ростов-на-Дону**

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

**Рязань**

☎+7 (4912) 77-62-62  
ул. Свободы д. 24А  
ryazan@ffin.ru

**Самара**

☎+7 (846) 229-50-93  
Ульяновская улица, д.45  
samara@ffin.ru

**Санкт-Петербург**

☎+7 (812) 313-43-44  
Басков переулок, д.2, стр. 1  
☎+7 (812) 200-99-09  
Московский пр., д.179, лит. А  
spb@ffin.ru

**Саратов**

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

**Сочи**

☎+7 (862) 300-01-65  
ул. Парковая, д.2  
sochi@ffin.ru

**Ставрополь**

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

**Сургут**

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

**Тверь**

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

**Тольятти**

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

**Томск**

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

**Тюмень**

☎+7 (3452) 56-41-50  
ул. Челюскинцев, д.10, офис 112  
tyumen@ffin.ru

**Ульяновск**

☎+7 (842) 242-52-22  
ул. Карла Либкнехта, д.24/5А, оф. 77  
Бизнес центр «Симбирск», 7 этаж  
ulyanovsk@ffin.ru

**Уфа**

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

**Челябинск**

☎+7 (351) 799-59-90  
ул. Лесопарковая, д.5  
chelyabinsk@ffin.ru

**Череповец**

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

**Якутск**

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

**Ярославль**

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

