

Инвестиционный обзор



№238
23 декабря 2021

Фондовый рынок США:

ФРС закручивает гайки

Федеральная резервная система США взяла курс на нормализацию денежно-кредитной политики. Программу QE регулятор планирует завершить в марте 2022 года, после чего начнет повышать ключевую ставку

Российский рынок: Новый сезон скидок

Рынок Украины: Схватка с инфляцией

Рынок Казахстана: KASE взял передышку

Рынок Узбекистана: Год завершается в красном

Рынок Германии: В надежде на реванш

Инвестиции, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Содержание:

Рынок США. ФРС закручивает гайки.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. С наступающим годом новых возможностей!.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 20 декабря.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. FedEx. Ей доверяют ценное.....	11-12
Оptionная идея. BULL PUT SPREAD ON MOS.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. Justworks. Рабочий момент.....	15
Российский рынок. Новый сезон скидок.....	16-18
Инвестиционная идея. ОК РУСАЛ. Ставка на стратегическое сырье.....	19-20
Рынок Украины. Схватка с инфляцией.....	21-22
Рынок Казахстана. KASE взял передышку.....	23-24
Инвестиционная идея. FXKZ ETF. Движение к новой цели.....	25
Рынок Узбекистана. Год завершается в красном.....	26-27
Рынок Германии. В надежде на реванш.....	28-29
Среднесрочная идея. Bayer AG. В фарватере цифровой трансформации.....	30
Новости ИК «Фридом Финанс».....	31-32
Контакты.....	33



Фондовый рынок США

ФРС закручивает гайки

Федеральная резервная система США взяла курс на нормализацию денежно-кредитной политики. Программу QE регулятор планирует завершить в марте 2022 года, после чего начнет повышать ключевую ставку



Новости одной строкой:

- 09.12.21** Число первичных заявок на пособие по безработице сократилось до минимальных за 52 года 184 тыс.
- 10.12.21** Потребительская инфляция в ноябре ускорилась до 6,8% г/г – максимума с 1982 года
- 15.12.21** Конгресс США одобрил повышение потолка госдолга на \$2,5 трлн
- 15.12.21** FOMC с января удвоит темпы сворачивания QE: ежемесячное сокращение объема покупки долговых бумаг составит \$30 млрд

По состоянию на 21.12.2021

Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	-2,48%	-2,97%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-2,95%	-5,77%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-2,18%	-1,87%
UUP	Доллар	0,19%	0,50%
FXE	Евро	-0,02%	-0,15%
XLF	Финансовый сектор	-2,51%	-3,49%
XLE	Энергетический сектор	-4,74%	-3,04%
XLI	Промышленный сектор	-3,68%	-5,02%
XLK	Технологический сектор	-3,89%	-3,35%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-0,67%	3,31%
XLV	Сектор здравоохранения	0,52%	2,70%
SLV	Серебро	-0,19%	-9,58%
GLD	Золото	0,05%	-3,20%
UNG	Газ	-0,32%	-25,22%
USO	Нефть	-2,99%	-7,21%
VXX	Индекс страха	5,27%	8,68%
EWJ	Япония	-0,37%	-4,68%
EWU	Великобритания	0,00%	-3,61%
EWG	Германия	-1,91%	-5,53%
EWQ	Франция	-0,27%	-5,46%
EWI	Италия	-0,54%	-4,10%
GREK	Греция	-1,27%	-4,53%
EEM	Страны БРИК	-2,37%	-6,83%
EWZ	Бразилия	-3,20%	-5,76%
RSX	Россия	-2,85%	-13,40%
INDA	Индия	-2,57%	-11,97%
FXI	Китай	-5,82%	-12,19%



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (09.12.2021 – 15.12.2021)



09.12.2021

Число первичных заявок на пособие по безработице за неделю достигло минимума с 1969 года на уровне 184 тыс., продолжив сокращаться с пиковых значений весны 2020 года, когда оно превышало 6 млн



14.12.2021

Uber Technologies рассматривает продажу доли в Didi Global Inc., которая ранее анонсировала делистинг с Нью-Йоркской биржи и размещение в Гонконге



15.12.2021

Конгресс утвердил повышение лимита госдолга США на \$2,5 млрд, до \$31,4 млрд. 16 декабря закон был подписан президентом Байденом. Следующее повышение потолка госдолга может потребоваться уже в 2023-м



10.12.2021

Индекс потребительских цен в ноябре ускорился до максимальных с 1982 года 6,8% г/г, хотя его рост в сопоставлении месяц к месяцу снизился на 0,1%, до 0,8%, при консенсусе 0,7%



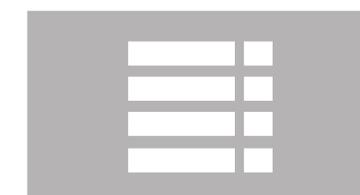
13.12.2021

Intel инвестирует более \$7 млрд в строительство предприятия по производству чипов в Малайзии. На реализацию этих планов потребуется около двух-трех лет. После выхода площадки на проектную мощность выручка корпорации может вырасти дополнительно на \$1-2 млрд



15.12.2021

На пресс-конференции по итогам заседания FOMC председатель ФРС Джером Пауэлл сообщил об удвоении темпов сворачивания QE с января. Также регулятор заявил, что может трижды повысить ключевую ставку в 2022 году



Самое главное

С наступающим годом новых возможностей!

Инфляция остается главной темой уходящего года. Потребительские цены (CPI) в ноябре разошлись до 6,9% г/г, чего не наблюдалось с июня 1982 года, а производственная инфляция (PPI) ускорилась до рекордных с ноября 2010-го 9,6%. На этом фоне рынок начал пересматривать ожидания в отношении монетарной политики. При этом безработица уже опустилась ниже уровня начала пандемии. Если в марте 2020-го она составляла 4,4%, то на сегодня достигла 4,2%. Ее дальнейшее снижение будет сигнализировать инвесторам и ФРС о том, что экономика уже в порядке и дополнительные монетарные стимулы ей не нужны.

В настоящее время рынок прогнозирует повышение ключевой ставки до 0,75–1%. Ожидания ужесточения монетарной политики, а также возобновления карантинных ограничений в связи с распространением омикрон-штамма COVID-19 спровоцировали коррекцию на фондовых площадках. Комбинация этих факторов вызвала у инвестсообщества беспокойство из-за риска стагнации – высокой инфляции на фоне отсутствия экономического роста. Успокоила инвесторов лишь информация о том, что, хотя новый штамм заразнее предыдущих вариантов коронавируса, его летальность для всех групп населения ниже. Кроме того, благодаря вакцинации и получению бустерных доз вероятность переболеть в легкой форме, а то и вовсе перенести встречу с новым штаммом бессимптомно значительно повышается.

Обоснованность пересмотра ожиданий инвесторов подтверждает и Федрезерв. В следующем году ряд членов Комитета по открытым рынкам считают целесообразным повысить ключевую ставку три раза. Все это позволяет рассчитывать на стабильный баланс при более высокой ключевой ставке. Снижение баланса на сегодня не рассматривается. Задача регулятора по работе с ожиданиями решена успешно. Рынок

Тимур Турлов,
глава инвестиционного
комитета ИК «Фридом Финанс»



учел в ценах перспективу ужесточения денежно-кредитной политики, находясь вблизи максимумов. Для ФРС сложилась непростая ситуация: ошибочные шаги грозят не просто коррекцией на фондовом рынке, но развитием рецессии в экономике. Однако Джерому Пауэллу и его команде удастся маневрировать между рыночными ожиданиями и рисками перегрева экономики в постпандемийный период. Инвесторы, считающие, что регулятор уже допустил роковую ошибку и в будущем году окажется в патовой ситуации, недооценивают инструментарий регулятора и умение проводить тонкую работу с рынком. Несмотря на прогнозируемое повышение ключевой ставки, доходность десятилетних облигаций США держится около 1,5%. Рынок боится неопределенности, поэтому проявляет высокий интерес к безопасным активам. Кстати, предлагаем обратить внимание на наш фундаментальный прогноз, который опубликован в [обзоре инвестиционных перспектив](#) на 2022 год. Ознакомившись с ним, вы получите более глубокое понимание дальнейшей монетарной политики, динамики фондового рынка и развития экономики, На краткосрочном горизонте инвесторам стоит либо частично сократить, либо захедржировать свои позиции. В период низкой ликвидности, совпадающий с рождественскими и новогодними праздниками, сложно прогнозировать движения рынка. Возможны как снижение ликвидности, так и всплески волатильности, но в целом наиболее вероятен боковик. Советуем подготовиться к следующему году и определиться с будущей аллокацией активов, ведь даже на пиках неопределенности на рынке остаются прекрасные возможности для успешных инвестиций. Первые драйверы роста – квартальный сезон отчетности и новые фискальные стимулы – появятся уже во второй половине января. С наступающим Новым годом всех инвесторов!

Важные новости

Число первичных обращений за пособием по безработице в США на неделе к 9 декабря сократилось на 43 тыс., достигнув минимума с 1969 года на уровне 184 тыс. при консенсусе 223,5 тыс. На пике – свыше 6 млн заявок в неделю – показатель был в марте-апреле 2020 года.

Вышедшая 10 декабря статистика за ноябрь зафиксировала ускорение потребительской инфляции до 6,8% г/г (на уровне консенсуса) с 6,2% в октябре. Рост показателя в сопоставлении месяц к месяцу замедлился на 0,1%, до 0,8%, при прогнозе 0,7%. Индекс потребительских цен за исключением волатильных компонентов (продовольствие и энергоносители) повысился на 0,3% м/м, достигнув 4,9%.

Сенат и палата представителей Конгресса США 15 декабря одобрили повышение потолка госдолга на \$2,5 трлн, до \$31,4 трлн. Соответствующий закон уже подписал президент Байден. Ранее министр финансов Джанет Йеллен предупредила об исчерпании средств для финансирования правительства, если лимит госдолга не будет повышен до 15 декабря.

Комитет по открытым рынкам ФРС США (FOMC) на последнем в уходящем году заседании, завершившемся 15 декабря, принял решение увеличить объем сокращения QE с \$15 млрд до \$30 млрд с января 2022-го. Выкуп гособлигаций будет ежемесячно уменьшаться на \$20 млрд, выкуп ипотечных облигаций урежут на \$10 млрд в месяц. Также ФРС может трижды повысить ключевую ставку в 2022 году. Ранее рынок закладывал в прогнозы два повышения.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 между уровнями 4500 и 4700 пунктов

Актуальные тренды

Обзор на 20 декабря

Глобальная картина

За последние две недели индекс S&P 500 вырос на 1,8%, до 4620,6 пункта. В начале декабря отмечалась повышательная динамика бенчмарка, что было обусловлено как техническим отскоком котировок после распродаж в конце ноября, так и тем фактом, что предварительные испытания вакцин Pfizer и BioNTech показали их высокую эффективность против варианта коронавируса «омикрон». В начале второй декады декабря настроения поменялись на противоположные: ФРС ужесточила риторику, инвесторы готовятся к ребалансировкам портфелей, омикрон-штамм распространяется высокими темпами. В настоящий момент стартует сезон отчетности за четвертый квартал, но пока результаты опубликовали лишь отдельные компании, включая Oracle, Costco Wholesale, Accenture, FedEx, Nike. Их EPS превзошли ожидания рынка на 8,7%, 11,3%, 5,4%, 12,9% и 31,6% соответственно. Слабые отчеты представили Brown-Forman, Lennar, General Mills: их прибыли на акцию оказались ниже консенсуса на 6,8%, 5,8% и 5,8% соответственно. В ближайшие две недели финансовые результаты представят такие крупные игроки, как CarMax, Cintas, Paychex.

Макроэкономическая статистика

Макроданные последних двух недель в целом оцениваем как слабые. Так, предварительный декабрьский индекс деловой активности

в производственном секторе снизился до 57,8 пункта (ожидался рост до 58,3 пункта), декабрьский PMI в секторе услуг опустился до 57,5 пункта (ожидалось повышение до 58,5 пункта), ноябрьские розничные продажи увеличились на 0,3% м/м (ожидался рост на 0,8%), ноябрьский индекс потребительских цен повысился на 0,8% м/м (ожидалось увеличение на 0,7%). При этом предварительный декабрьский индекс ожиданий потребителей от Мичиганского университета вырос до 67,8 пункта (прогноз: снижение до 62 пунктов), число открытых вакансий на рынке труда в октябре составило 11,03 млн (прогноз: 10,37 млн). В течение ближайших двух недель инвесторы будут отслеживать данные по занятости, расходам на личное потребление, а также по рынку недвижимости.

Монетарная политика ФРС

По итогам заседания Комитета по открытым рынкам (состоялось 14-15 декабря) регулятор решил удвоить темпы сворачивания программы выкупа активов с рынка. С января будущего года QE будет сокращаться на \$30 млрд ежемесячно. Последняя точечная диаграмма ФРС (dot plot) сигнализирует о том, что в 2022-м и 2023-м ключевая ставка может быть сдвинута вверх трижды. Прогноз по базовой инфляции на 2022 год увеличен с 2,2% до 2,7%, а прогноз роста ВВП – с 3,8% до 4%.

Техническая картина

После тестирования диапазона 4700–4730 пунктов котировки индекса S&P 500 скорректировались к нижней границе восходящего тренда. Полагаем, что в ближайшей перспективе вероятно проторговка в коридоре 4500–4570 пунктов. Если котировки смогут закрепиться ниже 4500 пунктов, значение индекса может скорректироваться до 4400 пунктов. Если восходящий канал сохранится, то S&P 500 может стабилизироваться и начать восстановление.



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



Intel (INTC) инвестирует около \$7,1 млрд в строительство еще одной фабрики в малазийском штате Пенанг, где на текущий момент у компании уже есть производственные мощности по сборке и тестированию полупроводников. На новом предприятии Intel в Малайзии будут выпускаться наиболее современные чипы, что должно позволить корпорации преодолеть отставание от конкурентов в этом сегменте.

Мы оцениваем как очень низкие риски срыва или переноса реализации этого проекта, так как он получил политическую поддержку и в Малайзии, и в США. Американская сторона не видит угроз для сохранения технологий под контролем.

15 декабря CEO Intel Пэт Гелсингер подтвердил инвестиционные планы компании. Ввиду отсутствия деталей относительно производственных мощностей и продуктовой линейки прогноз экономического эффекта для Intel пока дать невозможно. Кроме того, подобные предприятия строятся в несколько этапов, что дополнительно затрудняет оценку их влияния на общий бизнес компании. Пока не до конца понятно, удастся ли за счет новой площадки устранить дефицит сборочных мощностей. Запуск малазийской фабрики запланирован на 2024 год. Инвестиции Intel в этот проект укладываются в планы США и Малайзии заключить соглашение об усилении прозрачности, устойчивости и безопасности цепочек поставок в сегменте производства микроэлектроники. Исходя из стоимости аналогичных предприятий Intel и TSMC, мы можем предположить, что при выходе на полную мощность новый объект может генерировать \$1-2 млрд выручки. Срок реализации проекта может составить два-три года.

Глава Intel полагает, что дефицит чипов будет сохраняться на рынке до 2023 года. Более конкретных оценок ожидаемой динамики индустрии в следующем году и/или в среднесрочной перспективе топ-менеджмент корпорации не дает. В то же время CEO Intel анонсировал раскрытие некоторых планов по увеличению инвестиций в создание производства в США и Европе. Поскольку деталей инвестиционного проекта компания не сообщает, мы сохраняем целевую цену акции Intel без изменений. Позитивно оцениваем смещение фокуса компании с выкупа акций к расширению производственных мощностей в долгосрочной перспективе.



Фармгигант **Pfizer (PFE)** объявил о заключении соглашения о приобретении Arena Pharmaceuticals (ARNA) за \$6,7 млрд. Arena Pharmaceuticals (ARNA) – биотехнологическая компания, специали-

зирующаяся на разработке препаратов против воспалительных и иммунологических заболеваний. По условиям соглашения о поглощении Pfizer приобретет находящиеся в обращении акции Arena по \$100 за единицу, заплатив за весь пакет \$6,7 млрд. Премия к рыночной цене этих бумаг на закрытие торгов 10 декабря составляет 100%. Сделка будет полностью оплачена денежными средствами Pfizer.

Разработки Arena дополняют линейку иммунологических препаратов Pfizer, находящихся на поздних стадиях клинических испытаний. В пайплайне Arena 10 разработок и 17 исследований, находящихся на разных этапах.

Один из наиболее перспективных препаратов Arena ETRASIMOD находится на III фазе клинических испытаний для лечения язвенного колита, в фазе II/III для лечения болезни Крона и во II фазе исследований против эозинофильного эзофагита. Также этот продукт проходит III фазу испытаний против атопического дерматита и II – против алопеции ареата.

Pfizer планирует ускорить клинические испытания этого средства, чтобы в сжатые сроки начать его коммерциализацию. За счет продаж ETRASIMOD удастся поддержать рост выручки в сегменте лекарств от воспалительных заболеваний. За счет этого направления Pfizer в третьем квартале 2021 года сгенерировала 4,5% совокупной выручки. Одобрение регуляторами препаратов из текущего пайплайна Arena может помочь Pfizer компенсировать снижающуюся выручку блокбастеров Enbrel и Xeljanz.

Результаты текущих фаз испытаний ETRASIMOD против язвенного колита, болезни Крона и алопеции ареата ожидаются в январе-марте, апреле-июне и июле-декабре будущего года соответственно. В случае получения одобрения от FDA для применения против язвенного колита данный продукт может быть выведен на рынок в течение следующего года.

Pfizer и сама занимается разработкой препарата для лечения язвенного колита, но продукт Arena находится на более поздней стадии, поэтому его коммерциализация может начаться раньше. При этом крайне важными станут показатели эффективности и безопасности ETRASIMOD в сравнении с недавно одобренным препаратом Zeposia от компании Bristol Myers Squibb (BMY). Если клинические испытания ETRASIMOD продемонстрируют лучшие результаты, чем у конкурента, приобретение Arena Pharmaceuticals позволит Pfizer выйти в лидеры сегмента лекарств против язвенного колита.



Совет директоров **Visa (V)** утвердил программу обратного выкупа акций в объеме \$12 млрд. В уходящем году на buy back компания потратила \$8,9 млрд, ежеквартально выкупая в сред-

Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

нем 9,9 млн акций на сумму \$2,2 млрд. На данный момент действует принятая 30 сентября программа объемом \$4,7 млрд, из которых использовано около \$3,5 млрд. С учетом таких темпов назначение нового buy back было ожидаемым. Имея в остатке \$1,2 млрд, до начала 2023 года компания сможет вернуть акционерам \$13,2 млрд. Подчеркивается, что разрешение на обратный выкуп действует бессрочно, программа будет реализовываться в зависимости от рыночной конъюнктуры, котировок и финансовых результатов Visa. Предусмотрена возможность сворачивания buy back в любое время по решению руководства.

С 2009 года Visa стабильно увеличивает дивиденды. Эти выплаты в совокупности с buy back являются частью стратегии, направленной на повышение привлекательности компании для инвесторов и ее долгосрочной акционерной стоимости, а также отражает сильные фундаментальные позиции эмитента. Visa успешно преодолела последствия коронакризиса.

По итогам 2021 года ее выручка выросла на 10%, до \$24 млрд, а чистая прибыль увеличилась на 13%, до \$12 млрд. Бизнес Visa характеризуется высокой маржинальностью. Рентабельность чистой прибыли составляет 51,07%. Кроме того, компания обладает достаточной ликвидностью: объем денежных средств и их эквивалентов на конец текущего года составил \$16,5 млрд. Долговая нагрузка остается несущественной. Соотношение между долгосрочной задолженностью и собственным капиталом равно 53,15% при среднем по сектору 80,4%. Коэффициент Net Debt/EBITDA находится на отметке 0,1 при медианном по отрасли уровне 0,6. За прошедшие 12 месяцев свободный денежный поток Visa после выплаты дивидендов увеличился на 49%, до \$14,52 млрд. Это позволило компании повысить квартальный дивиденд на 17%, до \$0,375 на акцию, доходность увеличилась с 0,53% до 0,71% годовых.

Прогноз на 2022 год предполагает рост выручки Visa на 17,3% при повышении чистой прибыли на 16,5%. Достижению этих темпов будет способствовать восстановление потребительской и деловой активности, нормализация глобальных цепочек поставок на фоне улучшения экономической ситуации и восстановление объемов трансграничных платежей благодаря реализации отложенного спроса на туристические услуги. Долгосрочные перспективы развития бизнеса Visa связаны с дальнейшей экспансией безналичных платежей в мире, в особенности – в развивающихся странах Азиатско-Тихоокеанского региона. Дополнительным позитивным драйвером выступит развитие сервиса рассрочки и технологий открытого банкинга с применением интерфейсов прикладного программирования API, обеспечивающих безопасное соединение и использование данных пользователей.

Uber

Uber Technologies Inc. (UBER) рассматривает продажу доли в Didi Global Inc. По состоянию на конец третьего квартала Uber инвестировала около \$13,1 млрд в сторонние компании, в том числе \$4,1 млрд было вложено в Didi (около 17,7% акций было получено в ходе обмена китайских активов на пакет Didi в 2016 году, на текущий момент эта доля равна 12,8%).

В прошлом квартале Uber впервые в своей истории вышла в прибыль, а Didi принесла ей убыток в размере \$2,4 млрд, так как ее капитализация сократилась более чем на 50% с момента проведения IPO. Обвал был обусловлен новостями о подготовке к делистингу и проблемах с китайскими регуляторами, которые проверяют практику использования компанией пользовательских данных. Didi объявила о планах немедленного делистинга с Нью-Йоркской биржи и о готовящемся размещении своих акций в Гонконге, притом что ранее ей пришлось отказаться от IPO на этой площадке из-за несоответствия некоторым ее требованиям.

Однако продажа Uber пакета в Didi связана не только с токсичностью китайских компаний для американских инвесторов и с политическими аспектами ведения бизнеса в КНР, но и с желанием Uber консолидировать активы в наиболее перспективных для себя регионах. Выход из капитала Didi позволит Uber сосредоточиться на инвестировании в собственное развитие. Это наиболее рациональное решение в условиях невозможности влиять на бизнес-процессы китайской компании.

Lilly

Eli Lilly (LLY) повысила прогноз non-GAAP EPS по итогам текущего года с \$7,95–8,05 до \$8,15–8,2 (рыночный консенсус: \$8,02). Выручку компания закладывает в диапазоне \$28–28,3 млрд (предыдущий прогноз: \$27,2–27,6 млрд, консенсус: \$27,6 млрд). Пересмотр оценок связан с получением дополнительного дохода от продажи антител к COVID-19, соглашением о закупках со стороны правительства США и влиянием обновленного перечня NRDL в Китае. Выручка от антител к COVID-19 за 2021 год ожидается на уровне \$2,1 млрд. Прогноз валовой рентабельности понижен с 79% до 78%, операционная рентабельность по-прежнему ожидается на уровне 30%. Non-GAAP EPS на 2022 год компания закладывает в пределах \$8,5–8,65 (консенсус: \$8,13). Выручка ожидается в диапазоне \$27,8–28,3 млрд (консенсус: \$27,77 млрд). Ключевым драйвером увеличения выручки должно стать повышение объема продаж таких препаратов, как Trulicity, Verzenio, Taltz, Jardiance, Cyramza, Emgality, Tyvyt, Retevmo и Olumiant. При этом ожи-

Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

дается снижение продаж Alimta, который утратит эксклюзивный статус, и сокращение доходов от антител к COVID-19. Валовая рентабельность в 2022 году прогнозируется на уровне 80%, а операционная – на отметке 32%.

Lilly планирует начать дополнительные исследования препарата tirzepatide, будет проводить тестирование новой методики применения еженедельных инъекций инсулина в III фазе клинических испытаний. Продолжатся продвижение инсулиновых препаратов нового поколения и доклинические исследования глюкозочувствительного инсулина.

Инициирована подача заявки в FDA на ускоренное одобрение препарата pirtobrutinib для лечения мантийноклеточной лимфомы. Решение регулятора по этому продукту ожидается в начале 2023 года. В планах на середину 2022 года проведение исследований фазы III при лечении диагностированного на ранней фазе рака предстательной железы. Кроме того, в будущем году Eli Lilly опубли-

кует некоторые результаты доклинических исследований и ранних фаз клинических испытаний. Компания представила обновленные данные по биомаркерам потенциального блокбастера donanemab, полученные в ходе II фазы исследования TRAILBLAZER-ALZ. Результаты donanemab оказались лучше, чем у аналога Aduhelm от Biogen (BIIB), что может обеспечить Eli Lilly лидирующую позицию на рынке препаратов против болезни Альцгеймера. Компания надеется получить одобрение FDA на применение этого средства для терапии пациентов с ранней стадией болезни Альцгеймера к концу первого квартала 2022-го. Успешными оказались и результаты I фазы клинических испытаний антител нового поколения N3PG-IV, снижающих уровень амилоида. Активная работа Eli Lilly над получением новых методов и препаратов для лечения болезни Альцгеймера и других нейродегенеративных заболеваний увеличивает интерес инвесторов к акциям LLY.

**Инвестиционный
обзор №238**
23 декабря 2021
www.ffin.ru



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

Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	65 063	2021-12-21	246	305	2022-12-21	24%	Покупать
SQ	BLOCK INC	Услуги в сфере информационных технологий	63 189	2021-11-23	158	244	2022-11-23	54%	Покупать
BHP	BHP GROUP	Металлы и горнодобывающая промышленность	86 182	2021-11-08	58	75	2022-11-08	28%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	144 567	2021-10-25	93	120	2022-10-25	29%	Покупать
CRWD	CROWDSTRIKE HOLDINGS INC	Производство программного обеспечения	42 951	2021-12-02	206	276	2022-10-11	34%	Покупать
MRK	MERCK INC	Производство фармацевтической продукции	193 007	2021-09-28	76	93	2022-09-28	22%	Покупать
GPS	GAP INC	Специализированная розничная торговля	6 232	2021-11-24	17	22	2022-09-11	32%	Покупать
NFLX	NETFLIX INC	Развлечения	262 998	2021-10-20	594	690	2022-08-31	16%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	556 912	2021-10-18	115	136	2022-08-17	18%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	15 432	2021-08-09	13	18	2022-08-03	41%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	30 808	2021-10-26	36	45	2022-07-20	25%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	6 508	2021-07-06	31	71	2022-07-06	126%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	17 405	2021-08-24	110	193	2022-06-22	76%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	266 233	2021-06-08	146	220	2022-06-08	50%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	23 716	2021-08-04	198	187	2022-05-25	-6%	Продавать
FANG	DIAMONDBACK ENERGY INC	Добыча нефти, газа и потребляемого топлива	17 958	2021-08-03	99	103	2022-05-11	4%	Держать
ENPH	ENPHASE ENERGY INC	Производство полупроводников	24 113	2021-06-08	179	174	2022-04-27	-3%	Держать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	44 470	2021-10-08	239	276	2022-04-13	15%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	12 779	2021-06-08	39	134	2022-03-30	246%	Покупать
NLOK	NORTONLIFELOCK INC	Производство программного обеспечения	14 998	2021-11-08	26	29	2022-03-16	12%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	20 564	2021-03-01	178	220	2022-03-02	23%	Покупать
PFE	PFIZER INC	Производство фармацевтической продукции	342 497	2021-11-02	61	47	2022-02-09	-23%	Продавать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	4 011	2021-01-25	40	60	2022-01-20	50%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	4 299	2021-11-03	30	55	2022-04-30	85%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	11 850	2021-11-02	84	115	2022-04-21	36%	Покупать
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACH.	Услуги в сфере информационных технологий	113 947	2021-10-07	127	146	2022-03-24	15%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	16 578	2021-04-30	31	50	2022-04-25	59%	Покупать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	39 641	2021-04-30	202	245	2022-04-25	21%	Покупать
CSCO	CISCO SYS INC	Производство оборудования для связи	254 575	2021-08-18	60	57	2022-03-06	-5%	Продавать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	18 534	2021-11-03	114	119	2022-03-24	5%	Держать
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	7 849	2021-05-10	141	125	2022-05-05	-11%	Продавать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	71 507	2021-10-21	44	80	2022-04-18	80%	Покупать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	308 666	2021-02-02	115	290	2022-01-28	152%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	175 241	2021-07-30	57	65	2022-04-25	15%	Покупать
SLB	SCHLUMBERGER LTD	Нефтесервисные услуги	39 933	2021-07-23	28	33	2022-04-18	16%	Покупать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	52 253	2021-11-22	530	600	2022-03-24	13%	Покупать
PPC	PILGRIMS PRIDE CORP	Производство продуктов питания	6 728	2021-03-29	28	24	2022-03-24	-13%	Продавать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	11 170	2021-05-05	30	48	2022-04-30	59%	Покупать
ASML	ASML HOLDING N V	Производство полупроводников	308 941	2021-11-03	753	730	2022-08-11	-3%	Держать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	197 870	2021-11-22	177	212	2022-04-23	20%	Покупать

**Инвестиционный
обзор №238**
23 декабря 2021
www.ffin.ru



10



Инвестиционная идея

FedEx. Ей доверяют ценное

Бумаги FedEx Corp. способны подорожать на 20% к текущим котировкам, до \$305

Тикер	FDX
Цена акций на момент анализа	\$250,32
Текущая цена акций	\$246
Целевая цена акций	\$305,01
Текущий потенциал роста	21,85%
Текущая дивидендная доходность	1,1%

FedEx Corp. (NYSE: FDX) – холдинговая компания, специализирующаяся на курьерской и почтовой доставке, а также оказывающая оказывающая иные услуги в области логистики и электронной коммерции. Эмитент входит в число лидеров в сегменте доставки посылок на территории США: согласно данным Statista, по итогам 2020 года ее доля на рынке доставки составляла 34%.

К основным дивизионам FDX относятся:

- FedEx Express – внутренние и международные службы доставки посылок и грузов;
- FedEx Ground – наземная доставка мелких грузов;
- FedEx Freight – услуги грузовых перевозок на любые расстояния;
- FedEx Services – продажи, маркетинг, информационные технологии, связь, обслуживание клиентов, техническая поддержка, услуги выставления счетов и сбора, а также определенные функции бэк-офиса.

В середине декабря FDX отчиталась за второй квартал 2022 финансового года (ФГ). Несмотря на проблемы, связанные с наймом персонала, компании удалось сохранить позитивную операционную динамику: выручка превзошла ожидания и результат аналогичного периода прошлого года на 4,8% и 14,1% соответственно, EPS превысила консенсус на 12,9%, оставшись на уровне

сопоставимого квартала 2021 ФГ. Это стало возможным благодаря высокой потребительской онлайн-активности в рамках «черной пятницы» и «киберпонеделника»: в первую пиковую неделю компанией было оформлено 100 млн посылок. Согласно гайденсу на 2022 ФГ, EPS составит \$20,5–21,5. Кроме того, менеджмент объявил об обратном выкупе акций на \$5 млрд, что соответствует примерно 8% текущей рыночной капитализации компании.

Проблема с наймом персонала постепенно разрешается: за неделю до выпуска отчетности компания зафиксировала рекордные 111 тыс. откликов на открытые вакансии. Кроме того, с июня текущего года FDX расширила площади на 14,4 млн кв. футов (примерно 1,3 млн кв. м). Несмотря на значительное конкурентное давление (Amazon заявила о планах занять лидирующие позиции на рынке доставки), FDX имеет важное преимущество – самый обширный среди сопоставимых организаций авиапарк: по состоянию на последнюю отчетную дату в распоряжении компании было 695 самолетов, при этом парк воздушных судов пополнится еще как минимум на 113 единиц в течение следующих пяти лет.

FDX активно продолжает развивать курьерскую деятельность за пределами США. Так, в 2016-м

Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
FDX	4,9%	1,6%	1,2%	(1,9%)	(14,4%)
S&P 500	(1,0%)	(1,9%)	(1,5%)	4,2%	24,1%
Russell 2000	0,0%	(1,7%)	(8,5%)	(2,8%)	9,9%
DJ Industrial Average	0,0%	(1,7%)	(1,6%)	2,3%	16,7%
NASDAQ Composite Index	(0,1%)	(2,9%)	(4,7%)	0,8%	18,8%



Инвестиционная идея

была приобретена нидерландская TNT Express, ее окончательная бизнес-интеграция завершится ориентировочно в следующем году, что приведет к существенной оптимизации затрат на рабочую силу. Кроме того, 8 декабря началось стратегическое сотрудничество FedEx Express с Delhivery Limited, в рамках которого компания влила \$100 млн в акционерный капитал партнера, взамен продав определенные активы, относящиеся к ее внутреннему бизнесу в Индии. В результате этих сделок FedEx Express сосредоточится на международных услугах по индийскому экспорту и импорту, а Delhivery будет продавать международные товары и

сервисы FedEx Express на индийском рынке и предоставлять услуги самовывоза и доставки по всей стране. Такие партнерства позволяют компании оптимизировать операционные затраты.

На текущий момент FDX имеет привлекательные значения мультипликаторов по сравнению с крупнейшими американскими конкурентами, а также некоторыми компаниями меньших размеров. За счет сильных позиций на рынке эмитент способен развиваться и демонстрировать рост финансовых показателей. Наш таргет по бумаге FDX – \$305, потенциал роста к текущим котировкам составляет более 20%. Рекомендация – «покупать».

Инвестиционный обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Финансовые показатели, \$ млн	2019A	2020A	2021A	2022	2023	2024	2025	2026
Выручка	69 693	69 217	83 794	92 441	99 543	103 724	104 274	111 246
Основные расходы	54 866	55 873	66 005	72 469	78 037	81 315	81 746	87 211
Валовая прибыль	14 827	13 344	17 789	19 972	21 506	22 410	22 528	24 035
SG&A	10 041	10 492	11 771	12 673	13 647	14 220	14 296	15 251
EBITDA	8 139	6 467	9 811	9 623	10 657	11 464	11 965	12 926
Амортизация	3 353	3 615	3 793	2 325	2 798	3 275	3 732	4 143
EBIT	4 786	2 852	6 018	7 298	7 859	8 189	8 233	8 783
Процентные выплаты (доходы)	529	617	741	479	507	581	632	670
EBT	655	1 669	6 674	6 820	7 352	7 608	7 601	8 113
Налоги	115	383	1 443	1 432	1 544	1 598	1 596	1 704
Чистая прибыль	540	1 286	5 231	5 388	5 808	6 010	6 004	6 410
Dilluted EPS	\$2,03	\$4,90	\$19,48	\$20,33	\$22,08	\$23,01	\$23,16	\$24,90
DPS	\$2,58	\$2,59	\$2,56	\$13,06	\$14,18	\$14,78	\$14,88	\$16,00



Анализ коэффициентов	2021A	2022	2023	2024	2025	2026
ROE	25%	21%	21%	20%	19%	19%
ROA	7%	6%	7%	7%	7%	7%
ROCE	9%	10%	11%	11%	11%	11%
Выручка/Активы	1,01x	1,09x	1,14x	1,16x	1,13x	1,17x
Коеф. покрытия процентов	7,59x	11,61x	12,93x	13,47x	13,54x	14,45x

Маржинальность	2019A	2020A	2021A	2022	2023	2024	2025	2026
Валовая маржа	21%	19%	21%	22%	22%	22%	22%	22%
Маржа по EBITDA	12%	9%	12%	10%	11%	11%	11%	12%
Маржа по чистой прибыли	1%	2%	6%	6%	6%	6%	6%	6%



Опционная идея

BULL PUT SPREAD ON MOS

Инвестиционный тезис

The Mosaic Company (MOS) – международная компания, занимающаяся производством и сбытом концентрированных фосфатных и калийных удобрений для мировой сельскохозяйственной отрасли, была образована в результате объединения гигантов агробизнеса Cargill Incorporated и IMC Global Inc. В настоящий момент Mosaic занимает лидирующие глобальные позиции по выпуску фосфатов (13% мирового годового производства), а также входит в четверку крупнейших производителей калийных удобрений в мире (11% годового объема). Компания обслуживает клиентов примерно в 40 странах, при этом на долю Mosaic приходится около 74% годового производства фосфорных удобрений в Северной Америке, а ее калийный бизнес на этом континенте составляет около 11% мирового годового производства и примерно 34% североамериканского годового выпуска.

Важно отметить, что калийные удобрения остаются одним из крупнейших экспортных товаров Беларуси. На долю госпредприятия Беларуськалий приходится около 20% мирового рынка. Ужесточение санкций в отношении этой страны может привести к ограничению поставок из нее. В марте комиссия по международной торговле США вынесла решение не в пользу производителей из Марокко и России, сославшись на то, что они нанесли материальный ущерб фосфатной промышленности Штатов, а Министерство торговли США ввело компенсационные пошлины на эти продукты, ввозимые в страну. Кроме того, Владимир Путин подписал постановление, по которому с декабря 2021-го начнут действовать полугодовые квоты на экспорт ряда удобрений из России. Указанные факторы, а также засуха во многих регионах мира обусловят повышенный спрос на удобрения в 2022 году, что окажет поддержку акциям Mosaic. Как следствие, мы полагаем, что бумаги компании не опустятся ниже \$35 к 21 января 2022 года.

Управление позицией

Если цена актива на дату экспирации будет выше страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль \$35. Если цена базового актива составит \$34-35, убыток будет варьироваться. При этом придется продать эквивалентное количество лотов (100 акций) MOS для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже проданного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$65. В позицию необходимо заходить до 24.12.2021 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии, а соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on MOS
Страйки	Long PUT 34; Short PUT 35
Покупка	+MOS*C1L34
Продажа	+MOS*C1L35
Дата экспирации	21.01.2022
Маржинальное обеспечение	\$100
Максимальная прибыль	\$35
Максимальный убыток	\$65
Ожидаемая прибыль	35%
Точка безубыточности	\$34,65

Инвестиционный обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Стратегия	Тикер базового актива	Рекомендация	Страйк и Инструмент	Дата экспирации	Текущая цена	Стоимость стратегии	Греческие параметры				Ожидаемая волатильность	Реализованная волатильность			
							Дельта	Гамма	Вега	Тета		1М	3М	6М	12М
Bull Put Spread	MOS	Покупать	PUT \$34	21.01.2022	0,865	\$35	-0,277	0,072	0,041	-0,021	40,59%	34,56%	41,07%	39,28%	42,37%
		Продавать	PUT \$35	21.01.2022	1,215		0,357	-0,081	-0,042	0,024					

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

Airtable



Разработчик облачного программного обеспечения, создавший онлайн-платформу для формирования и совместного использования баз данных. Продукт компании позволяет создавать гибкие контрольные списки, организовывать работу сотрудников, а также внедрять эффективные решения для клиентов. Airtable предлагает различные шаблоны, которые помогают пользователям, не имеющим опыта кодирования, разрабатывать собственные приложения. Компания была основана в 2013 году Эндрю Офстадом, Эмметом Николасом и Ходи Лю, к текущему моменту ей удалось привлечь \$1,4 млрд за девять раундов. Последний из них (серии F) принес Airtable \$735 млн, основным инвестором стал хедж-фонд XN. Также в финансировании приняли участие Greenoaks, Thrive Capital, Benchmark, CRV и Coatue. Благодаря активно развивающемуся рынку облачных технологий и интересу инвесторов к инструментам, помогающим оцифровывать бизнес, Airtable смогла получить статус «единорога».

Course Hero



Образовательная онлайн-платформа для школьников и студентов была основана в 2006 году Эндрю Грауэром, Грегорэм Кэрриганом и Джаредом Грауэром в Редвуд-Сити, Калифорния. Компания предоставляет доступ к множеству онлайн-курсов как на платной основе, так и в формате свободной подписки. Однако платный пользователь получает доступ к учебным пособиям и дополнительным материалам по различным дисциплинам, начиная от биологии и литературы, заканчивая бухгалтерским учетом и психологией.

За последние два года фирма приобрела такие известные образовательные активы, как CliffsNotes, LitCharts, QuillBot и Symbolab, благодаря чему сумела привлечь более \$477 млн. После закрытия раунда серии C объемом \$380 млн образовательная платформа получила оценку \$3,6 млрд. В числе ее инвесторов IDG Capital, Wellington Management, SuRo Capital и NewView Capital.

Sysdig



Разработчик, создающий продукты в сфере облачной безопасности и безопасности контейнерных сред для предприятий. Основное решение компании – платформа с открытым исходным кодом Kubernetes пользуется большой популярностью у клиентов, поскольку многие корпорации сейчас мигрируют в облако. Как следствие, им необходим продукт, позволяющий разворачивать контейнеры и управлять ими.

К конкурентным преимуществам Sysdig можно отнести то, что ее платформа обеспечивает более высокий уровень безопасности в облачных средах по сравнению с аналогичными продуктами. С момента основания Лорисом Деджоанни в 2014 году фирма привлекла более \$700 млн. Ее основными инвесторами стали Accel, Insight Partners, Bain Capital Ventures и Third Point Ventures. В рамках серии финансирования G стартап получил \$350 млн преимущественно от фонда Permira. Эта сделка позволила довести капитализацию компании до \$2,5 млрд всего за восемь месяцев.

Found



Стартап из Сан-Франциско создал активно развивающуюся онлайн-платформу для похудения. Приложение позволяет подобрать диету и получить индивидуальные рекомендации по снижению веса. Компания была основана в 2019-м Эмили Юдофски и Свати Притиви и смогла привлечь \$132 млн за два инвестраунда. В последнем из них (серии B) стартап получил \$100 млн от WestCap Group (основана бывшим исполнительным директором Blackstone и Airbnb Лоуренсом Тоси), а также от IVP, The Chernin Group, G9 Ventures и Able Partners. Прежние инвесторы GV, Define Ventures и Atomic также приняли участие в раунде. Привлеченные средства Found намерена потратить на развитие платформы. Инновационный подход компании к проблеме снижения веса позволяет пользователям приложения дольше сохранять достигнутый результат. Как следствие, Found может сыграть важную роль в борьбе с распространением ожирения в США.

Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



IPO Justworks

Рабочий момент

16 декабря заявку на IPO подала Justworks, разработчик решений для расчета заработной платы и управления персоналом. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, J.P. Morgan, BofA Securities

Чем интересна компания?

1. О компании. По состоянию на 30 ноября 2021 года в США у Justworks было более 8 тыс. клиентов, то есть в совокупности ее продуктами пользовались 140 тыс. сотрудников. Ставка удержания клиентов – 117%. Общий объем полученных Justworks инвестиций – \$143 млн. Среди акционеров компании Thrive Capital, Bain Capital, Redpoint и Index Ventures.

2. Продукт Justworks. Платформа компании включает в себя такие функции, как электронные платежные ведомости, инструменты для перевода оплаты поставщикам, налоговые декларации, страховые продукты, бухгалтерское программное обеспечение и электронная подпись. Услуги предоставляются по тарифным планам «Базовый» и «Плюс». Стоимость базового плана составляет \$39-49 на сотрудника в месяц, по нему предоставляются такие услуги, как начисление и выплата заработной платы, кадровый консалтинг, налоговые формы, страхование, пенсионные услуги. Тарифный план «Плюс» стоит \$79-99 на сотрудника в месяц. По нему клиенты получают дополнительный доступ к расширенному медицинскому страхованию.

3. Потенциальный рынок и конкуренция. Целевой рынок Justwork – предприятия малого и среднего бизнеса. Компания оценивает адресный рынок в \$40 млрд. Ее основные конкуренты – Automatic Data, Processing, Paychex, Insperity, Paycom Software, Paylocity Holding Corporation и Paycor HCM.

4. Финансовые показатели. В 2021 ФГ выручка компании увеличилась на 32%, маржа EBIT составила 1%. За первый квартал 2022 ФГ выручка выросла на 41%, рентабельность по EBIT опустилась до -1%, а долг от активов равнялся 3%.



Обзор перед IPO

Эмитент:	Justworks
Тикер:	JW
Биржа:	NASDAQ
Диапазон на IPO:	\$-
Объем к размещению:	\$100 млн
Андеррайтеры:	Goldman Sachs, J.P. Morgan, BofA Securities



15

Justworks

Российский рынок

Новый сезон скидок

Индекс Московской биржи скорректировался к уровням середины лета

Коррекция на отечественном рынке продолжилась. Основные фондовые индексы достигли минимумов с мая. Цена на нефть опустилась к отметке \$70 за баррель. Впрочем, падение не было обвальным. Некоторые акции демонстрируют отскок или боковую динамику. Пара USD/RUB торгуется в коридоре 72,50–74,50.

Банк России на заседании 17 декабря ожидаемо поднял ключевую ставку до 8,5% годовых. Основным поводом для этого решения стало ускорение инфляции к декабрю до 8,4%. Обновленный прогноз макроэкономических показателей будет представлен регулятором в феврале, при этом ЦБ дважды подтвердил планы дальнейшего повышения ставки.

Инфляция, очевидно, обеспечит драйвером роста и фондовый рынок, и ВВП в 2022 году. При этом ее характер, скорее всего, изменится. Если в периоды смягчения монетарной политики наблюдалась инфляция спроса, то в условиях ужесточения ДКП будет преобладать инфляция издержек (предложения). Больше других могут подорожать сырьевые и промышленные товары. При этом на долгосрочном горизонте не ожидается заметного снижения инфляции.

Ожидаем

По нашему мнению, в ближайшие две недели российский рынок продолжит следовать за динамикой на внешних площадках. Сложившаяся негативная техническая картина может поменяться за это время. Лучше рынка, вероятнее всего, будут торговаться акции нефтегазового сектора, так как цены на нефть способны отскокнуть в диапазон \$80–90 за баррель по мере уменьшения связанных с распространением нового штамма коронавируса опасений. Ориентир для индекса Мосбиржи: диапазон 3600–3900 пунктов, прогноз для пары USD/RUB: 72–75.

Наша стратегия

Рекомендуем покупать бумаги Татнефти, VK, Яндекса, Московской биржи, МТС, ФСК, Алросы, X5, Магнита, М.видео. Хорошие идеи для спекулятивных коротких позиций на небольшой срок, на наш взгляд, сейчас отсутствуют.

Конец этого года на российском рынке ознаменовало крайне редкое событие. Компания Positive Technologies, ранее успешно размещавшая облигации на Московской бирже, провела IPO путем прямого листинга. Капитализация эмитента по итогам первых торгов составила приблизительно 60 млрд руб. Ситуация на отечественном рынке IPO в уходящем году сложилась неоднозначно: половина акций дебютировавших на бирже компаний выросла, половина снизилась. В 2022 году первичные размещения на Мосбирже и СПБ Бирже могут провести от 12 до 15 компаний.

Мировые рынки корректируются на новостях о распространении нового штамма коронавируса, что неблагоприятно для отечественных фондовых площадок. Нерезиденты сокращают вложения в российские акции и облигации. Многие из этих инструментов выглядят привлекательно для покупок на текущих уровнях. В отсутствие локальных новостей и событий, способных обеспечить российский рынок позитивными драйверами, его участники отыгрывают динамику на внешних площадках.

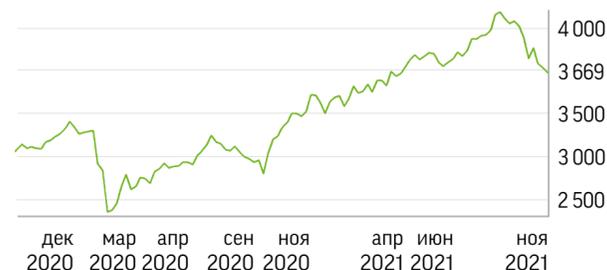
Георгий Ващенко,
заместитель
директора департамента
торговых операций
ИК «Фридом Финанс»



Ключевые индикаторы по рынку

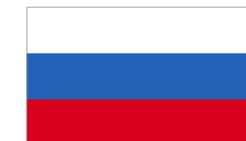
Актив	Значение на 22.11.2021	Значение на 20.12.2021	Изменение, %
MOEX	3 872	3 669	-5,24%
PTC	1 628	1 557	-4,36%
Золото	1 816	1 793	-1,27%
BRENT	79,62	69,35	-12,90%
EUR/RUB	84,38	83,94	-0,52%
USD/RUB	74,95	74,33	-0,82%
EUR/USD	1,1258	1,1292	0,30%

Индекс Мосбиржи дневной



Индекс Московской биржи за последние две недели опускался на минимумы с середины апреля. От абсолютных максимумов он скорректировался на 15%. Пара USD/RUB торговалась преимущественно в диапазоне 73,50–74,50.

Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Российский рынок

Новости рынков и компаний. Результаты по МСФО

ПОЛЮС

Полюс представил отчетность по международным стандартам за третий квартал 2021 года. Как следует из публикации, продажи золота в натуральном выражении выросли на 14% кв/кв, до 776 тыс. унций, при росте выручки на 12%, до \$1,4 млрд. EBITDA повысилась на 10%, до \$986 млн. Долговая нагрузка сократилась до 0,5x EBITDA. Денежные затраты составили \$403 за унцию. Прибыль поднялась на 3% кв/кв, достигнув \$664 млн. Капзатраты были увеличены со \$170 до \$223 млн на фоне роста объема работ.



Выручка **Аэрофлота** в июле-сентябре удвоилась по сравнению с прошлогодним результатом и достигла 167 млрд руб. EBITDA составила 4 млрд руб., прибыль – 11,6 млрд. Убыток по итогам девяти месяцев сократился до 16 млрд руб. По мнению главы компании, по итогам года на прибыль авиаперевозчику выйти не удастся. Однако его операционные и финансовые показатели заметно улучшаются. Пассажиропоток за девять месяцев увеличился на 48% г/г и составил 34,1 млн. По итогам года Аэрофлот рассчитывает перевезти 46 млн пассажиров.

ЛУКОЙЛ

Выручка **ЛУКОЙЛа** по МСФО за июль-сентябрь увеличилась на 17% кв/кв, до 2 558 млрд руб. EBITDA поднялась с 340 млрд, зафиксированных кварталом ранее, до 355,2 млрд руб. Чистая прибыль составила 192,5 млрд руб., свободный денежный поток достиг 227 млрд руб. Добыча углеводородов выросла на 3%, до 2,15 млн баррелей в сутки, в связи с пересмотром параметров сделки ОПЕК+ и на фоне повышения объемов производства газа.



Консолидированная выручка **Интер РАО** за январь-сентябрь 2021-го выросла с прошлогодних 713 млрд до 851 млрд руб. EBITDA увеличилась на 38%, до 1194 млрд руб., а чистая прибыль поднялась на 37%, до 78,8 млрд руб. Капзатраты составили 18,5 млрд руб., что близко к уровню прошлого года. Драйвером роста выручки стало увеличение выработки электроэнергии и отпуска тепловой энергии на 12%, а также повышение средних отпускных цен, в том числе экспортных.



За третий квартал **Татнефть** добыла 7 164 тыс. тонн (51 млн баррелей) нефти и 238 млн куб. м газа (+2,8% кв/кв). Выручка компании увеличилась на 4% кв/кв, достигнув 323,9 млрд руб. (\$4,4 млрд). EBITDA составила 74,5 млрд руб. (\$1 млрд), прибыль – 52,2 млрд руб. Совет директоров компании рекомендовал дивиденд в размере 26,5 руб. на акцию с учетом ранее начисленных.



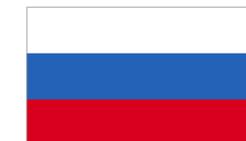
Выручка **РусГидро** в третьем квартале выросла на 9,6% г/г, до 102 млрд руб., EBITDA увеличилась на 12%, до 25,6 млрд руб. Чистая прибыль составила 12,2 млрд руб. Выработка оказалась на уровне 109 млрд кВт*ч, отпуск тепла достиг 20 млн Гкал.



Газпром за июль-сентябрь нарастил выручку на 70% г/г, до 2 373 млрд руб. После прошлогоднего убытка на уровне 247 млрд руб. компания отчиталась прибылью в объеме 584 млрд руб. Драйвером улучшения финансовых показателей стало увеличение выручки от продажи газа в страны дальнего зарубежья в 2,6 раза, до 1,269 трлн руб., на фоне роста средней отпускной цены почти втрое.



Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



17

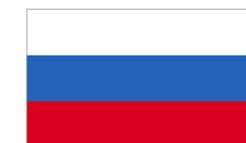


Российский рынок

Акция	Значение на 22.11.2021	Значение на 20.12.2021	Изменение, %
Металлургический и горнодобывающий сектор			
Северсталь	1662	1512,2	-9,01%
НЛМК	219,22	214,9	-1,97%
ММК	62,615	65,115	3,99%
ГМК Норникель	21918	21682	-1,08%
Распадская	371	414,96	11,85%
Алроса	125,92	113,85	-9,59%
Полюс	15021	13182,5	-12,24%
Мечел, ао	116,4	110,73	-4,87%
Мечел, ап	269,75	278,55	3,26%
ОК РУСАЛ	67,79	67,54	-0,37%
Polymetal	1416,5	1265	-10,70%
Финансовый сектор			
Сбербанк-ао	308,19	287,51	-6,71%
Сбербанк-ап	286,83	272,83	-4,88%
ВТБ	0,048785	0,0461	-5,50%
АФК Система	26,017	22,62	-13,06%
МосБиржа	153,69	144,88	-5,73%
Сафмар	487,2	528	8,37%
TCS-гдр	6630	6002,6	-9,46%
Нефтегазовый сектор			
Газпром	323	323,7	0,22%
НОВАТЭК	1573,2	1678,2	6,67%
Роснефть	586,1	564,4	-3,70%
Сургут, ао	40,045	38,34	-4,26%
Сургут, ап	38,69	38,45	-0,62%
ЛУКОЙЛ	6608	6300	-4,66%
Башнефть, ао	1445	1329,5	-7,99%
Башнефть, ап	1039	990,5	-4,67%
Газпром нефть	491,5	535,4	8,93%
Татнефть, ао	490,7	479,5	-2,28%
Татнефть, ап	451,4	443,2	-1,82%

Акция	Значение на 22.11.2021	Значение на 20.12.2021	Изменение, %
Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,368	4,106	-6,00%
Русгидро	0,808	0,7223	-10,61%
ОГК-2	0,6594	0,604	-8,40%
Юнипро	2,719	2,584	-4,97%
ТГК-1	0,010626	0,009694	-8,77%
Энел	0,8462	0,8704	2,86%
Мосэнерго	2,18	1,9655	-9,84%
ФСК ЕЭС	0,17424	0,1652	-5,19%
Россети, ао	1,269	1,1101	-12,52%
Потребительский сектор			
Магнит	5821,5	5543	-4,78%
X 5	2195,5	1975	-10,04%
Лента	214	196,2	-8,32%
Детский мир	139,36	128,86	-7,53%
М. видео	566	463	-18,20%
OZON-адр	3293,5	2255,5	-31,52%
Fix Price	565,4	555,9	-1,68%
Телекоммуникационный сектор			
МТС	307,75	291	-5,44%
Ростелеком, ао	90,46	84,42	-6,68%
Ростелеком, ап	81,95	75,95	-7,32%
Транспортный сектор			
Аэрофлот	58,82	65,04	-9,56%
НМТП	6,8	6,99	-2,72%
ДВМП	26,72	26,01	2,73%
GLTR, ГДР	579,15	563,5	2,78%
Совкомфлот	78,4	82,81	-5,33%

Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



18



Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

Большинство бумаг продемонстрировали отрицательную динамику. Лидерами падения стали акции Ozon, которые за год потеряли 30% стоимости, а также бумаги ряда других ретейлеров. В лидеры роста за месяц вышла Распадская.

Инвестиционная идея

ОК РУСАЛ. Ставка на стратегическое сырье

Бумаги ОК РУСАЛ интересны для покупки с таргетом 92,59 руб. на горизонте года

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



Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru

ОК «РУСАЛ»

Тикер	RUAL
Цена акций на момент анализа	68,50 руб.
Целевая цена акций	92,59 руб.
Потенциал роста	35,18%
Стоп-аут	61,99 руб.

Операционные результаты и прогнозы

17 декабря ОК РУСАЛ (RUAL) запустила первую очередь Тайшетского алюминиевого завода производственной мощностью 428,5 тыс. тонн в год. Согласно октябрьским оценкам менеджмента, за счет ввода в эксплуатацию этого предприятия компания сможет нарастить выпуск продукции в 2022 году до 4,3 млн тонн против 3,755 млн тонн ежегодной выработки в 2019-2020-м и 3,8 млн тонн (наш прогноз) в 2021-м. Инвестиции в проект составили около 100 млрд руб. Решение по строительству второй очереди завода эмитент может принять в 2022 году. После ее введения в эксплуатацию мощность предприятия достигнет 962 тыс. тонн в год, что позволит ОК нарастить производство еще на 12,5%, до более 4,8 млн тонн.

Финансовые показатели и наши ожидания

По итогам первого полугодия 2021-го выручка, EBITDA и чистая прибыль компании составили \$5449 млн (405 млрд руб.), \$2018 млн (150 млрд руб.) и \$191 млн (14,2 млрд руб.) соответственно. Тенденцию к росту цен на продукцию отрасли по-прежнему рассматриваем как устойчивую в среднесрочной перспективе, поскольку во время поддержания стабильно низкой стоимости сырья компании традиционно снижают капиталовложения в добычу. Как следствие, на рынке начинает формироваться дефицит металлов и энерго-ресурсов, что приводит к очередному удорожанию сырьевых товаров. Таким образом, текущие отраслевые прогнозы динамики спроса/предложения носят нейтральный или позитивный характер.

Дефицит алюминия на глобальном рынке в 2021-м составит 1,5 млн тонн, что соответствует примерно 1% совокупного объема рынка алюминия и алюминиевой продукции. В следующем году, по оценке заместителя главы компании Романа Андриюшина, нехватка металла лишь увеличится.

Правительство изначально не предполагало ужесточения фискальных условий в секторах добычи драгметаллов и алюминия, а в итоге даже отложило повышение налога на прибыль и дивиденды для широкого металлургиче-

ского и добывающего сегмента. Если налоговые условия в отрасли все же будут ужесточены, это может привести к снижению инвестиций в сектор, ослабить международные позиции России в сегменте черной металлургии, а также способствовать формированию дефицита в подсекторах цветных и драгоценных металлов. На наш взгляд, именно указанные выше риски привели к тому, что российские власти пересмотрели свою позицию по повышению налоговой нагрузки для отрасли.

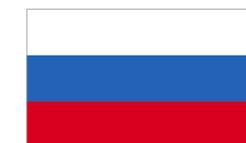
Наши оценки

С учетом рыночной конъюнктуры устанавливаем таргет по стоимости алюминия на конец 2021-го и 2022-го на уровне \$2590 и \$2670 за тонну соответственно. На наш взгляд, алюминиевые котировки будут повышаться опережающими темпами по сравнению с широким металлургическим сегментом: в 2022–2026 годах целевой прирост цен на алюминий, согласно нашей модели, составит 15% г/г. В модели DCF по компании закладываем отношение FCF к выручке на уровне 10%, что соответствует средним значениям в долгосрочном периоде.

Поскольку ОК РУСАЛ не распределяет дивиденды уже в течение трех лет и пока не заявила о планах по возобновлению выплат, мы применяем 10-процентный дисконт в рамках расчета стоимости компании. Наши оценки также учитывают еще один дисконт того же размера в связи с повышенными макроэкономическими рисками в юрисдикции эмитента.

Мы прогнозируем выручку, EBITDA и чистую прибыль ОК РУСАЛ за полный 2021-й и 2022 год на уровне 826 млрд руб., 262 млрд руб. и 203 млрд руб., а также 1414 млрд руб., 280 млрд руб. и 244 млрд руб. соответственно. Хотим отметить, что ожидания на 2022 год пока не отражены в расчетной справедливой стоимости компании.

Наши оценки учитывают рост капитальных инвестиций в рамках экологических программ модернизации производства ОК РУСАЛ, а также стабильную в рамках действующего акционерного соглашения дивидендную



19



Инвестиционная идея

политику ГК Норникель. На наш взгляд, налоговые поправки могут обойтись компании в 4% EBITDA. Экспортные пошлины на металлургическую продукцию, введенные в этом году на временной основе, по последним данным из правительственных источников, не будут продлены после 1 января 2022 года.

Сравнив финансовые и операционные показатели ОК РУСАЛ с метриками сопоставимых эмитентов, считаем компанию незначительно недооцененной рынком. В условиях улучшения конъюнктуры на рынках сбыта в 2020-м и 2021 годах бумага стабильно демонстрирует защитные свойства. Наша целевая цена по акции RUAL на конец 2022 года – 92,59 руб.

Финансовые показатели	31.12.2019	31.12.2020	2021	2022
Выручка, млн руб.	9 711,00	8 566,00	11 122,81	15 018,20
EBITDA, млн руб.	980,00	-59,00	2 735,38	3 217,67
Чистый доход, млн руб.	960,00	759,00	3 518,14	3 689,04
Доход на акцию	0,06	0,05	0,23	0,24
Операционная маржинальность	10%	-1%	25%	21%
Чистая маржа	10%	9%	32%	25%

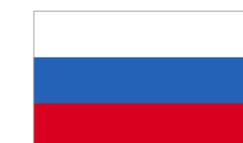
	Current	Market's Median
EV/Revenue	2,52	2,42
EV/EBITDA	Отриц.	5,68
P/E	7,42	8,21
P/Revenue	1,80	2,04
P/CF	4,44	6,65
P/FCF	8,34	9,50



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
RUAL:RX	0,84%	3,13%	-2,62%	-1,18%	100,26%
IMOEX	0,25%	1,63%	-8,42%	-7,36%	15,44%
RTS	0,41%	0,98%	-9,27%	-8,59%	17,07%
Russell 2000	1,03%	-1,86%	-7,84%	-2,12%	8,60%
S&P 500	0,78%	-2,16%	-2,02%	4,91%	23,63%
NASDAQ Composite	-1,24%	-2,80%	-6,66%	1,59%	17,57%

	2Q2021	2022
Долг к активам	0,5	0,4
Долг к акционерному капиталу	1,1	0,7
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,6	0,5
Текущая ликвидность	2,3	2,2
Быстрая ликвидность	1,31	1,43
Коэффициент Альтмана	0,9	1,8

Инвестиционный обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



20



Рынок Украины

Схватка с инфляцией

Повышенные темпы роста цен заставили Нацбанк поднять учетную ставку пятый раз за год

Индекс UX за последние две недели потерял 4,85%: большинство наиболее ликвидных бумаг просели в цене. Наиболее сильно обвалились котировки Турбоатома (-40,91%) из-за продолжающегося скандала по поводу оценки стоимости его акций. Также довольно сильно опустились бумаги Центрэнерго (-12,10%) ввиду их низкой ликвидности.

9 декабря Национальный банк Украины на очередном заседании отметил растущие риски, связанные с усилением ценового давления в Украине и в мире. Замедлению инфляции в стране препятствуют несколько важных факторов, к которым можно отнести удорожание продуктов питания и энергоносителей, увеличение расходов бизнеса на логистику и оплату труда, устойчивый потребительский спрос, ускорение темпов роста цен во всем мире. Кроме того, решительные меры ведущих центральных банков по сворачиванию стимулирующих мер и ужесточению монетарной политики обуславливают риски оттока капитала из стран с развивающейся экономикой.

Принимая во внимание все указанные факторы, правление Национального банка Украины повысило учетную ставку пятый раз за год, на этот раз – с 8,5% до 9% годовых. Данная мера поможет ослабить проинфляционные риски и обеспечить снижение темпов роста цен до целевых 5%.

Сейчас в Украине наблюдается замедление потребительской инфляции на фоне роста производственной: по результатам ноября общий ИПЦ составил 10,3% г/г при базовом ИПЦ на уровне 7,7% г/г и индексе промышленных цен 60,7% г/г.

Как следствие, доходности украинских облигаций стали расти ввиду необходимости компенсировать инфляционные потери и конкурировать с прочими инвестиционными инструментами. Так, доходность суверенных еврооблигаций с погашением в 2028 году составляет 8,8%, в 2032 году – 9%. На наш взгляд, текущие уровни являются привлекательными для входа в длинную позицию по украинскому внешнему долгу, несмотря на риски эскалации конфликта на востоке страны.

Стоимость большинства украинских акций ожидаемо просела на фоне усиления инфляционных ожиданий, сохраняющейся напряженности на границе и пиковых цен на газ на мировых рынках. Из наиболее ликвидных акций по итогам двух последних недель в плюсе смогли закрыться только Райффайзен Банк (+5,25%) и Ferrexpo (+3,71%). Бумаги Турбоатома потеряли почти 41% на фоне скандала, связанного с тем, что мажоритарные акционеры определили стоимость одной бумаги для выкупа у миноритариев на уровне 1,95 грн, в то время как ее рыночная цена приближалась к 7 грн. Национальная валюта смогла приостановить снижение, торгуясь по отношению к доллару в широком ценовом диапазоне 26,85–27,4. Однако мы считаем возврат гривны к ревальвационному направлению маловероятным и не исключаем дальнейшего обесценения украинской валюты на фоне роста цен на энергоносители и скупки нерезидентами иностранной валюты ввиду возможной эскалации конфликта с Россией.

Роман Калиновский,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»
Украина



Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru

Динамика наиболее интересных акций

Инструмент	Значение на 06.12.2021	Значение на 20.12.2021	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1813,74	1725,79	-4,85
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,4	0,421	5,25
Укрнафта, (UNAF)	303	297,9	-1,68
Центрэнерго, (CEEN)	7,85	6,9	-12,10
Ferrexpo (FXPO), GBp	285,8	296,4	3,71
Донбассэнерго, (DOEN)	24,99	24,1	-3,56
Турбоатом, (TATM)	5,5	3,25	-40,91
МНР S.E., (MHPС)	190	185,5	-2,37
USD/UAH	27,3	27,25	-0,18

Ожидания

Ожидаем роста котировок Мироновского хлебопродукта (МНРС) до \$10 на горизонте 12 месяцев.



- **Китайские инвесторы компании Мотор Сич, считающие, что Киев нарушил соглашение между двумя странами о защите инвестиций, увеличили требования к Украине почти до \$4,6 млрд.** В конце 2020-го размер иска, направленного в международный арбитраж, составлял \$3,5 млрд. В феврале 2021-го требования выросли до \$3,6 млрд из-за расширения круга заинтересованных лиц. В ноябре китайские инвесторы представили новые доказательства в международный арбитражный суд в Гааге, повысив требования еще на \$900 млн.
- **Укрэнерго отчиталась за январь-сентябрь убытком в размере 2,7 млрд грн.** Потери отдельно за третий квартал составили 3 млрд грн. Среди причин убыточности в компании называют сезонное увеличение генерации энергии из возобновляемых источников: перед этими производителями Укрэнерго имеет специальные обязательства.
- **Инвестиции украинцев в ОВГЗ выросли до исторического максимума 24 млрд грн.** При этом вливания нерезидентов в госдолг Украины находятся на уровне 10-месячного минимума (около 93 млрд грн), что связано с ухудшением иностранными инвесторами оценки суверенных рисков на фоне негативной новостной повестки.

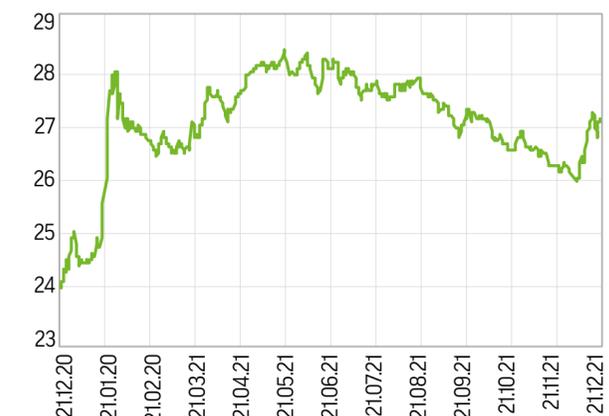
Динамика индекса UX, 1 год



Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Динамика USD/UAH, 1 год



KASE взял передышку

Нестабильный внешний фон, ослабление тенге и геополитическая напряженность на соседних рынках остудили энтузиазм инвесторов, однако техническая картина начинает постепенно складываться в пользу роста котировок казахстанских активов

В течение последнего месяца KASE демонстрирует неуклонное снижение. При этом после 6 декабря в акциях из состава индекса не наблюдалось скачков волатильности, а пониженный объем торгов свидетельствовал об ослаблении активности «быков». Локальный рынок довольно спокойно реагировал на резкие коррекции ведущих мировых индексов в ноябре и декабре, но казахстанские акции подвергались давлению ввиду снижения их ГДР на LSE. Кроме того, на котировки казахстанских активов оказывали влияние девальвация тенге и выход нерезидентов из госдолга, номинированного в национальной валюте.

Судя по технической картине, бенчмарк планомерно снижается, двигаясь в рамках локального канала, берущего начало 19 ноября. Самую сильную волатильность среди наиболее ликвидных бумаг традиционно демонстрировали акции Казатомпрома. Котировки уранового гиганта демонстрируют динамику, схожую с движениями индекса KASE. Это говорит о том, что указанный компонент наиболее сильно влияет на основной бенчмарк рынка. В лидерах роста за последние две недели оказались бумаги Банка ЦентрКредит, прибавившие 4,6%. В настоящий момент только эти акции среди всех входящих в

KASE продолжают повышаться, хотя эмитент уступает другим компонентам бенчмарка по динамике роста финансовых показателей. Прочие акции по итогам двухнедельного периода оказались в небольшом минусе. Отдельно хотим обратить внимание на бумаги Халык Банка, которые потеряли 3,8% и застыли в районе цены выкупа.

Пара USD/KZT пока не определилась с направлением движения. После некоторого укрепления нацвалюты в конце первой декады декабря тенге немного ослаб, но затем мы вновь стали свидетелями снижения курса доллара.



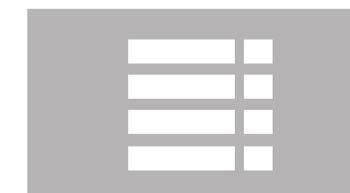
Динамика акций и ГДР

Акция	Значение на 07.12.2021	Значение на 21.12.2021	Изменение, %
Индекс KASE	3 667,66	3 605,73	-1,7%
Банк ЦентрКредит (KASE)	371,00	388,00	4,6%
Kcell (KASE)	1 568,00	1 611,97	2,8%
Kaspi (KASE)	48 243,90	48 511,99	0,6%
Халык Банк (GDR)	16,52	16,50	-0,1%
KEGOC (KASE)	1 874,98	1 858,98	-0,9%
Казтрансойл (KASE)	1 104,01	1 078,98	-2,3%
Казахтелеком (KASE)	35 900,00	35 000,00	-2,5%
Халык Банк (KASE)	190,83	183,50	-3,8%
Казатомпром (KASE)	18 261,19	16 226,00	-11,1%

Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



23



Ожидания и стратегия

Несмотря на текущую сдержанную динамику KASE, результаты третьего квартала показывают, что у бенчмарка вновь образовался неплохой позитивный потенциал. ГДР, как лидеры снижения последних недель, сейчас имеют неплохие технические предпосылки к росту. По остальным перспективным бумагам (KZTK, KZTO, KEGC) мы ожидаем сигналов к подъему цен.

- **Нацбанк сохранил базовую ставку на уровне 9,75%.** По ожиданиям казахстанского финрегулятора, по итогам 2021 года инфляция составит 8,5–8,7%, а ее пик придется на первый квартал 2022-го, после чего темпы роста цен будут снижаться до 6,0–6,5%.
- **Нацбанк в конце ноября провел интервенции на \$239 млн.** Кроме того, Нацфонд Казахстана влил на валютный рынок \$617 млн, госкомпании предоставили еще \$315 млн.
- **На народное IPO в 2022-м будут выведены три компании.** По заявлению вице-министра финансов Данияра Жаналинова, запланировано размещение на бирже Казмунайгаза, Таукен-Самрук и Air Astana. На 2023 год намечена приватизация через IPO Казпочты, Самрук-Энерго и Казахстан темир жолы (КТЖ).
- **Халык Банк сообщил о завершении программы выкупа обыкновенных акций HSBK и ГДР HSBKd.** В результате торгов с 3 по 10 декабря 2021 года акционерами банка было заявлено к выкупу 869 117 80 ценных бумаг, в том числе 718 054 740 акций и 3 776 581 ГДР.



Динамика USD/KZT, 1 год



Динамика индекса KASE, 1 год



Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Движение к новой цели

Фундаментальный потенциал индекса KASE был почти полностью исчерпан в третьем квартале за счет значительного роста котировок казахстанских активов. Однако успешный сезон отчетности обеспечил акции из состава бенчмарка новыми позитивными драйверами

Причины для покупки:

- Пересмотренные таргеты по бумагам.** Финансовые результаты крупнейших казахстанских компаний за третий квартал свидетельствуют о необходимости повысить целевые цены. Наиболее значительно изменилась ситуация для Казатомпрома, который наконец исчерпал потенциал снижения. Он сохраняется лишь у акций БЦК на уровне 5,93% (таргет: 365 тг). Самый значительный фундаментальный запас роста имеют акции Казтрансойла – 32,5% (таргет: 1430 тг). Далее идет Казахтелеком с показателем 30,86% (таргет: 45800 тг). Обе бумаги оцениваются нами как интересные дивидендные фишки, поэтому существует большая вероятность их повышения в период дивидендного ралли февраля-апреля. Потенциал роста у Kcell, KEGOC и Казатомпрома мы оцениваем на уровне 11,5–13,0%. Котировки Халык Банка, который также можно отнести к дивидендным фишкам, заметно просели после декабрьских торгов по обратному выкупу. Как следствие, эти бумаги могут подорожать на 22,6% в среднесрочном периоде. Общий потенциал роста бенчмарка с учетом долей акций составляет, по нашим оценкам, 17,5%.
- Техническая картина индекса широкого рынка.** Сейчас KASE начинает тестировать важную поддержку по Фибоначчи, расположенную в районе 3600 пунктов. Аутсайдеры рынка (ГДР Халык Банка, Kaspi и Казатомпрома)

в скором времени могут пойти в рост, что удержит индекс от пробоя поддержки. При реализации негативного сценария возможно снижение к 3420 пунктам, где расположены 200-дневная скользящая средняя, годовая восходящая трендовая линия и горизонтальная линия поддержки. Такое сочетание факторов может оказаться более благоприятным в плане роста котировок, чем отскок от текущих уровней. В прошлый раз, когда KASE тестировал 200-дневную скользящую среднюю, он поднялся на 26%.



FinEx FFIN Kazakhstan Equity ETF

Тикер на KASE:	IE_FXBF
Текущая цена:	1890 тенге
Целевая цена:	2200 тенге
Потенциал роста:	17,5%

Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Динамика акций на KASE



Рынок Узбекистана

Год завершается в красном

Ослабление национальной валюты и неоднозначный внешний фон спровоцировали коррекцию на фондовых площадках Узбекистана

За последние две недели индекс ликвидных акций узбекистанского фондового рынка EqRe Blue скорректировался на 2,63%, достигнув к концу торгов 17 декабря отметки 2209,72 пункта. Несмотря на в целом положительный новостной фон и позитивную информационную картину по отдельным эмитентам, фондовые площадки Узбекистана отыгрывают внешние события, в частности многолетние максимумы инфляции в США и дальнейшее усиление инфляционных ожиданий. Инвестсообщество опасается, что это может спровоцировать разгон инфляции и в Узбекистане. В результате могут измениться планы властей страны в отношении инфляционного таргетирования, что, в свою очередь, ухудшит девальвационные ожидания. В этой ситуации институциональные инвесторы могут частично фиксировать

позиции по узбекским акциям, что ведет к дальнейшему падению на рынке.

В лидерах снижения за прошедшие две торговые недели оказались **Кизилкумцемент (QZSM)** и **Узвторцветмет (UVCM)**. Причиной обвала их котировок стала слабая отчетность за третий квартал, которая усилила негативные ожидания в отношении следующего релиза. Акции **Узметкомбината (UZMK)** пробили поддержку на отметке 100 тыс. сумов, продолжив локальную коррекцию на новости о том, что в ходе предстоящего FPO его акции могут быть предложены с дисконтом к текущим котировкам. В плюсе остались только бумаги **Ипотека-банка (IPTB)**. Ралли в них продолжается на относительно больших объемах на новостях о покупке части госпакета со стороны венгерского OTP Bank.

Текущие рекомендации по акциям

- Акции Кизилкумцемента (QZSM), КМЗ (KUMZ), Узвторцветмета (UVCM) и Тошкентвино комбинати (A028090) рекомендуем **держать** до пересмотра целевых цен по ним нашими аналитиками.
- Бумаги Кварца (KVTS), УзПСБ (SQBN), УзРТСБ (URTS), Узметкомбината (UZMK), Кувасайцемента (KSCM), Хамкорбанка (НМКВ), Ипотека-банка (IPTB) и Средазэнергосетьпроекта (SAEP) советуем **покупать** в расчете на достижение котировками справедливых ценовых уровней.



Бехрузбек Очиллов,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»
Узбекистан



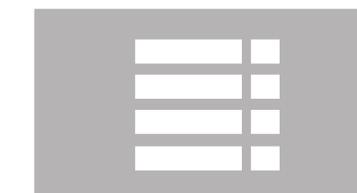
Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru

Статистика по бумагам в покрытии

Акция	Значение на 03.12.2021	Значение на 17.12.2021	Изменение, %
EqRe Blue	2269,45	2209,72	-2,63%
KVTS	4220	4090	-3,08%
QZSM	6340	5800	-8,52%
SQBN	12,99	12,99	0,00%
URTS	25389	25000	-1,53%
UZMK	104000	99999,99	-3,85%
KSCM	620000	600000	-3,23%
НМКВ	40,00	38,00	-5,00%
IPTB	1	1,05	5,00%
UVCM	14900	14000	-6,04%
KUMZ	940	940	0,00%
A028090	42000,11	42000	0,00%
A005900	10100	10500	3,96%



26



Макростатистика

- Узбекский сум в паре с долларом снизился на 4,29% г/г (на 2,93% с начала года), спред между депозитами в нацвалюте и долларах составляет 16–17%. Счетная палата прогнозирует на 2022 год средний курс пары USD/UZS на уровне 11 321, что предполагает девальвацию узбекистанской валюты на 4,46% г/г от текущих уровней. Мы считаем, что сум в паре с американской валютой в следующем году просядет на 5,66%, до 11 451.
- Средняя ставка по размещениям гособлигаций составила 13,91%. Государственный облигационный долг достиг \$3,67 млрд.
- ЦБ РУз сохранил ключевую ставку на уровне 14%.
- МВФ прогнозирует рост ВВП Узбекистана в 2021 году на 7% и на 6% в 2022-м. Отмечаются успех начавшейся приватизации, трансформация компаний, либерализация отдельных секторов экономики и планируемые финансовые реформы. Также фонд позитивно оценивает фокусировку на региональном развитии и переход на возобновляемые источники энергии.
- Fitch Ratings сохранило нейтральный прогноз по банковскому сектору стран СНГ, так как сочло незначительными его потери от пандемии.
- Добыча газа в Узбекистане за ноябрь выросла на 9,2% г/г.

Корпоративные новости

- Регулятор зарегистрировал выпуск корпоративных облигаций **Узметкомбината** на сумму 50 млрд сумов. Доходность к погашению составит 22%, номинальная – 23%. Размещение состоится 24 декабря. Андеррайтером выступит Freedom Finance. Эмитент планирует получить ESG-рейтинг в процессе подготовки к международному IPO.
- **УзРТСБ** получила лицензию Центробанка на платежную систему. Это позволит бирже стать центральным контрагентом, обеспечит возможность хеджирования по ряду товарных позиций и расширения линейки представленных на ней финансовых инструментов. Ожидается, что на площадке появятся расчетные и поставочные фьючерсы.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Рынок Германии

В надежде на реванш

Восходящий тренд по индексу DAX продолжится в случае прохода выше 15730 пунктов, в случае неудачи начнется среднесрочный боковик

С 6 по 10 декабря DAX вырос почти на 3%, до 15 623 пунктов, после коррекции в течение двух предыдущих пятидневок, вызванной распространением штамма COVID-19 «омикрон». В моменте основной индекс немецкого фондового рынка восстанавливался почти на 4,3%, отскочив сразу на 2,8% на торгах 7 декабря. Основным позитивным драйвером стало ослабление страхов инвесторов по поводу очередной мутации коронавируса, которая, по предварительным данным, в частности обнародованным главным инфекционистом США Энтони Фаучи, не дает серьезных поводов для беспокойства. Тем не менее до конца рассматриваемой недели DAX двигался вниз. Влияние на его динамику оказывали неоднозначные макроданные. Так, число заявок на пособие по безработице в США за первую неделю декабря достигло 52-летнего минимума 184 тыс. при прогнозе 211 тыс., а инфляция разогналась до максимума с 1982 года 6,8%. Котировки Volkswagen и Porsche 7 декабря взлетели на 8,5% на новости о возможной продаже

пакета акций VW и намерении семьи Порше–Пьех увеличить долю владения в Porsche.

С 13 по 17 декабря фондовые площадки Германии продемонстрировали повышенную волатильность. Начало недели было спокойным, во вторник, 14 декабря, DAX потерял около 1,1%, чтобы в четверг, 16-го, подняться на 1%. Рассматриваемая пятидневка завершилась снижением ключевого индекса на 0,59%, до 15 532 пунктов. Наиболее важным событием для рынков стало решение ФРС с января сократить объем покупки облигаций на \$30 млрд. В свою очередь, ЕЦБ оставил ставки без изменения и подтвердил планы завершить покупку облигаций в рамках Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) в конце марта 2022 года. При этом ЕЦБ поднимет объемы покупок по другой программе, чтобы минимизировать негативное влияние сворачивания PEPP. Банк Англии, реагируя на ускорение инфляции, повысил ключевую ставку с 0,1% до 0,25%.

Ожидания и стратегия

Индекс DAX смог частично компенсировать падение почти на 6%, в результате которого был сломлен локальный растущий тренд. Однако бенчмарку удалось удержаться у важной горизонтальной поддержки 15000 пунктов и остаться в восходящем тренде, берущем начало в мае 2020 года. Для быстрого восстановления DAX необходимо подняться выше 15730 пунктов. В случае повторного тестирования указанной поддержки на отметке 15000 прогнозируем среднесрочный боковик в диапазоне 15000–16000 пунктов.

Лидеры роста в индексе DAX

Акция	Значение на 03.12.2021	Значение на 17.12.2021	Изменение, %
DAX Index	15 169,98	15 531,69	2,4%
PAH3 GR Equity	74,00	83,98	13,5%
EOAN GR Equity	10,76	11,71	8,9%
SAP GR Equity	113,68	122,96	8,2%
VOW3 GR Equity	164,90	176,36	6,9%
UTDI GR Equity	32,71	34,91	6,7%
UN01 GR Equity	38,54	40,75	5,7%
VOW GR Equity	250,40	264,00	5,4%
HNR1 GR Equity	156,35	164,65	5,3%
MUV2 GR Equity	244,85	256,60	4,8%
BAYN GR Equity	44,40	46,52	4,8%
EVK GR Equity	26,68	27,92	4,6%
G1A GR Equity	43,92	45,90	4,5%
LHA GR Equity	5,70	5,94	4,3%



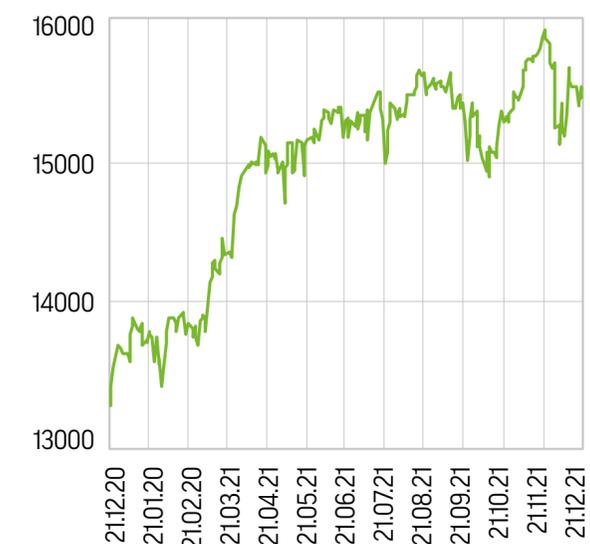
Рынок Германии

Важные новости

- **ЕЦБ обновил прогнозы ВВП и инфляции.** Регулятор ожидает, что по итогам текущего года экономика вырастет на 5,1%, 2022-го – на 4,2%, 2023-го – на 2,9%. Ориентиры по инфляции на текущий, следующий и 2023 год – 2,6%, 3,2% и 1,8% соответственно.
- **Объем промышленных заказов в Германии за октябрь существенно сократился.** Статистика зафиксировала снижение показателя на 6,9% м/м на фоне ослабления спроса. Вместе с тем объем промпроизводства за тот же месяц увеличился на 2,8% м/м при консенсусе 1%.
- **ZEW зафиксировал ухудшение настроений инвесторов в декабре.** Соответствующий индекс упал с ноябрьских 31,7 пункта до 29,9 из-за очередной вспышки заболеваемости COVID-19 и давления сбоя в цепочках поставок на ситуацию в промышленности.



Динамика индекса DAX, 1 год



Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Динамика EUR/USD, 1 год



В фарватере цифровой трансформации

Повышение гайденса по EPS на полный 2021 год и стратегическое партнерство с Microsoft обеспечат котировки химико-фармацевтической компании драйверами роста

Причины для покупки:

- 1. Партнерство с Microsoft.** В ноябре Bayer объявила о стратегическом партнерстве с Microsoft в области облачных технологий. В рамках соглашения компании планируют создать набор цифровых инструментов на базе MS Azure и продуктов для обработки данных для использования в сельском хозяйстве и смежных отраслях. Bayer и Microsoft будут совместно разрабатывать новые решения для критических промышленных сценариев в сферах сельхозопераций, устойчивого снабжения, оптимизации производства и цепочек поставок, а также мониторинга и измерения ESG-показателей. В настоящий момент платформа Bayer Climate FieldView используется в более 180 млн сельскохозяйственных угодий из более 20 стран.
- 2. Уверенный отчет за третий квартал.** В июле-сентябре компания смогла заработать 9,781 млрд евро выручки против

8,506 млрд евро в том же периоде прошлого года. EPS достигла 1,05 евро. Согласно прогнозам менеджмента, за полный 2021 год продажи и EPS составят 44 млрд евро и 6,5–6,7 евро соответственно при прошлом прогнозе, закладывавшем прибыль на акцию в размере 6,4–6,6 евро.

- 3. Последние обновления инвестдомов.** Аналитики Morgan Stanley и Stifel подтвердили свои целевые цены по бумаге на уровне 74 евро и 66 евро соответственно. Эксперты Goldman Sachs повысили таргет с 71 до 76 евро. Средняя целевая цена установлена на уровне 61,2 евро.
- 4. Техническая картина.** Акции BAYN отскочили от поддержки на уровне 44 евро и движутся к локальному сопротивлению в районе 46 евро. В случае пробоя этого уровня возможно движение к 48–50 евро.



Среднесрочная идея

Bayer AG

Тикер на Xetra:	BAYN
Текущая цена:	45,54 евро
Целевая цена:	61,1 евро
Потенциал роста:	34,4%
Дивидендная доходность:	4,39%

Динамика акций BAYN на Xetra



Вадим Меркулов выступил на конференции «Инвестиции 2022 – идеи и стратегии в меняющемся мире»

Директор аналитического департамента ИК «Фридом Финанс» Вадим Меркулов принял участие в конференции Forbes «Инвестиции 2022 – идеи и стратегии в меняющемся мире».

В своем выступлении финансовый эксперт отметил, что в ближайшее время глобальная экономика продолжит восстанавливаться, и при этом в лидерах роста могут оказаться новые сектора. «С одной стороны, IT-компании с маржинальностью 15-20% будут демонстрировать уверенную позитивную динамику. С другой – компании «стоимости» (финансовые, энергетические, сырьевые) станут неплохим инфляционным хеджем для любого инвестора», – отметил Вадим Меркулов.



Игорь Ключнев встретился с клиентами ИК «Фридом Финанс» в Кемерове

Заместитель генерального директора ИК «Фридом Финанс» Игорь Ключнев 24 ноября в Кемерове провел встречу с инвесторами, где рассказал о текущей ситуации на фондовых рынках США и России, наиболее ожидаемых

событиях, а также поделился инвестиционными идеями. Эксперт отметил, что на американском рынке продолжается берущий начало в 2009 году глобальный восходящий тренд, что обеспечивает биржам США уверенные лидерские позиции. В 2021 году здесь получило развитие ралли, стартовавшее весной 2020-го.

Основной причиной ускорения инфляции Игорь Ключнев назвал не кризис спроса, а проблемы в цепочках поставок. В этой связи эксперт считает, что всплеск инфляции носит временный характер и в следующем году она замедлится.

ИК «Фридом Финанс» заняла пятое место в рейтинге ИД «Коммерсантъ»

ИК «Фридом Финанс» получила пятое место в рейтинге крупнейших российских брокерских компаний за девять месяцев 2021 года, подготовленном издательским домом «Коммерсантъ».

«Фридом Финанс» продемонстрировала наиболее значительный рост доходов по сравнению с другими участниками рейтинга: выручка компании от оказания брокерских услуг за три квартала текущего года выросла на 232,2%, до 3,33 млрд руб.

Тимур Турлов выступил на конференции FinWin 2021

Глава Freedom Finance Corp. Тимур Турлов выступил на конференции FinWin 2021, состоявшейся в рамках VI ежегодного форума-выставки экосистем и маркетплейсов из финансовой и смежных отраслей. Темой выступления CEO инвестиционного холдинга стала актуальность для бизнеса построения экосистемы.

В частности, г-н Турлов отметил, что самыми крупными по количеству активных клиентов брокерами на сегодня становятся банки, поскольку они предлагают брокерские

услуги лояльной аудитории, с которой уже удалось установить длительные отношения и потребности которой кредитные организации неплохо понимают.

Также глава Freedom Finance Corp. рассказал о запуске в Казахстане уникального продукта «Фридом Финанс» «Цифровая ипотека». Клиенты компании, выбирающие этот продукт, получают возможность оформить ипотеку без посещения офиса банка в кратчайшие сроки. Это стало возможным благодаря тому, что правительство Республики Казахстан и Нацбанк создали для «Фридом Финанс» хаб, позволяющий делать биометрию. За счет продвижения «Цифровой ипотеки» компания получила дополнительный механизм расширения клиентской базы.



Freedom Holding Corp. покупает MKM Partners

Freedom Holding Corp. (NASDAQ: FRHC) заключила соглашение о приобретении американской брокерской компании MKM Partners, LLC. По его условиям сделка будет оплачена денежными средствами и обыкновенными акциями FRHC. Процедура слияния начнется после согласования со стороны FINRA.

«MKM Partners – компания с более чем 30-летним опытом работы на Wall Street, обладающая компетенциями



Новости ИК «Фридом Финанс»

в области торговых операций с институциональными ценными бумагами, биржевых торгов и исследований рынка. У нее одна из крупнейших сетей дистрибуции в США, а также высокопрофессиональная аналитическая команда. Благодаря этой сделке мы сможем усилить свою международную деятельность и расширить присутствие на американском рынке», – прокомментировал перспективы объединения основатель «Фридом Финанс» и CEO Freedom Holding Corp. Тимур Турлов.

Число клиентов «Фридом Финанс» на Мосбирже в ноябре превысило 134 тыс.

Московская биржа представила ежемесячные рейтинги ведущих российских брокерских компаний. Согласно статистике за ноябрь 2021 года, количество клиентов ИК «Фридом Финанс» составило 134,88 тыс., что на 2% превышает результат октября. Компания сохраняет за собой девятое место в топ-25 крупнейших операторов Мосбиржи.

Число активных клиентов «Фридом Финанс» в ноябре увеличилось на 7,2% по сравнению со значением предыдущего месяца и составило 10,5 тыс., что также обеспечивает компании девятое место в рейтинге ведущих отечественных брокеров.

Freedom Holding Corp. расширяет линейку сервисов в Казахстане

Freedom Holding Corp. заключил предварительное соглашение по приобретению АО «Страховая компания «Freedom Finance Insurance» и АО «Компания по страхованию жизни «Freedom Finance Life» у CEO холдинга Тимура Турлова. Планируемые суммы сделок составляют 6 млрд и 5,4 млрд тенге соответственно.

Кроме того, холдинг намерен приобрести универсальный агрегатор онлайн-платежей PayBox.money и сервис

онлайн-покупки билетов Тикетон. Структура и сумма сделок пока обсуждаются.

ИК «Фридом Финанс» провела конференцию «Технологии будущего»

7 декабря состоялась организованная ИК «Фридом Финанс» конференция «Технологии будущего». В конференции поучаствовали представители ГК Норникель, Ростелекома, ИСКЧ, Мосбиржи, СПб Биржи, Segezha Group, Success Rockets, которые обсудили главные

тренды уходящего года и дали прогнозы на будущий. Основатель ИК «Фридом Финанс» и CEO Freedom Holding Corp. Тимур Турлов рассказал о перспективах американского фондового рынка и осветил планы развития холдинга. Глава компании отметил, что в ближайшее время она намерена самостоятельно выступать организатором IPO, а недавнее приобретение американской брокерской фирмы MKM Partners открывает путь к участию на рынке капитала.



Инвестиционный
обзор №238
23 декабря 2021
www.ffin.ru



Москва

+7 (495) 783-91-73

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



Офисы

Архангельск

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

Астрахань

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

Барнаул

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

Белгород

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

Братск

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

Владивосток

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

Волгоград

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

Вологда

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

Воронеж

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

Екатеринбург

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

Ижевск

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

Иркутск

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

Казань

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

Калининград

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

Кемерово

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

Краснодар

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

Красноярск

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

Курск

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

Липецк

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

Набережные Челны

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

Нижний Новгород

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

Новокузнецк

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

Новосибирск

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

Омск

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

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

