

# Инвестиционный обзор



№239  
13 января 2022

Фондовый рынок США:

## В ожидании перемен

Декабрьские протоколы заседания Комитета по открытым рынкам ФРС сигнализируют о «ястребином» настрое большинства его участников. В начале весны регулятор планирует запустить цикл повышения ставок и сокращения баланса

Российский рынок: Рубль в зоне турбулентности

Рынок Украины: Гривна слабеет – акции растут

Рынок Казахстана: Устойчивость к давлению

Рынок Узбекистана: На подступах к вершинам

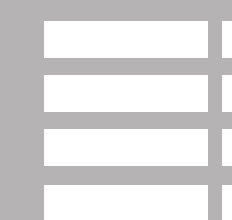
Рынок Германии: В состоянии покоя

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



# Содержание

Рынок США. В ожидании перемен.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Инвестиции в эпоху «ястребов»: обновляем драйверы – ищем ориентиры.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 11 января.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-8
Текущие рекомендации по акциям.....	9
Инвестиционная идея. Adobe. Визуализируй это.....	10-11
Опционная идея. BULL PUT SPREAD ON GDDY.....	12
Обзор венчурных инвестиций.....	13
Кто идет на IPO. Turo Inc. Airbnb на колесах.....	14
Российский рынок. Рубль в зоне турбулентности.....	15-17
Инвестиционная идея. Polymetal. Хороший способ захеджировать риски.....	18-19
Рынок Украины. Гривна слабеет – акции растут.....	20-21
Рынок Казахстана. Устойчивость к давлению.....	22-23
Инвестиционная идея. Газпром. Время разделить успех с акционерами.....	24
Рынок Узбекистана. На подступах к вершинам.....	25-26
Инвестиционная идея. Кувасайцемент. Поддерживая баланс.....	27
Рынок Германии. В состоянии покоя.....	28-29
Среднесрочная идея. Deutsche Post AG. Доставка прибыли к максимумам.....	30
Новости ИК «Фридом Финанс».....	31-32
Контакты.....	33





# Фондовый рынок США

## В ожидании перемен

Декабрьские протоколы заседания Комитета по открытым рынкам ФРС (FOMC) сигнализируют о «ястребином» настрое большинства его участников. В начале весны регулятор планирует запустить цикл повышения ставок и сокращения баланса

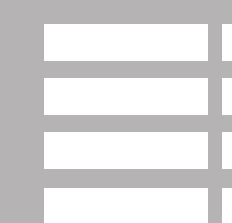
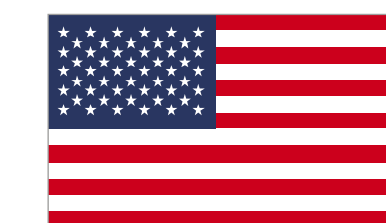


### Новости одной строкой:

- 4.01.22** Участники сделки ОПЕК+ увеличили лимит нефтедобычи на февраль на 400 тыс. баррелей в сутки
- 5.01.22** Протоколы декабря заседания ФРС указывают на вероятность повышения ключевой ставки уже в марте
- 6.01.22** Индекс деловой активности ISM в непроемственной сфере в декабре снизился до 62 пунктов с 69,1 в ноябре
- 7.01.22** Безработица в США в декабре сократилась до 3,9% – минимума с февраля 2020-го

### По состоянию на 11.01.2022

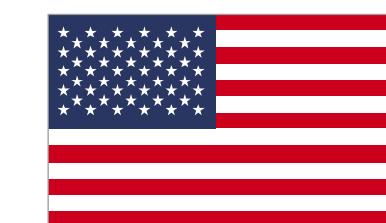
Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	-1,87%	-0,47%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-4,52%	-4,52%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-0,28%	1,28%
UUP	Доллар	0,12%	-0,62%
FXE	Евро	-0,14%	0,79%
XLF	Финансовый сектор	5,43%	4,76%
XLE	Энергетический сектор	10,52%	7,11%
XLI	Промышленный сектор	0,64%	1,43%
XLK	Технологический сектор	-4,57%	-3,82%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-1,63%	2,13%
XLV	Сектор здравоохранения	-4,64%	1,17%
SLV	Серебро	-4,14%	-0,91%
GLD	Золото	-1,88%	0,56%
UNG	Газ	4,24%	6,55%
USO	Нефть	4,25%	9,85%
VXX	Индекс страха	1,57%	-17,82%
EWJ	Япония	-0,43%	-3,33%
EWU	Великобритания	2,53%	2,50%
EWG	Германия	1,01%	0,49%
EWQ	Франция	1,26%	0,51%
EWI	Италия	1,25%	1,16%
GREK	Греция	2,19%	0,26%
EEM	Страны БРИК	0,08%	-2,38%
EWZ	Бразилия	-2,85%	-11,23%
RSX	Россия	-2,66%	-9,27%
INDA	Индия	2,81%	-1,79%
FXI	Китай	0,14%	-5,32%





# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (02.01.2022 – 07.01.2022)



**02.01.2022**

Продажи электромобилей Tesla за 2021 год выросли на 87% г/г, достигнув 936 тыс. Прогноз компании на несколько следующих лет предполагает увеличение показателя на 50% ежегодно



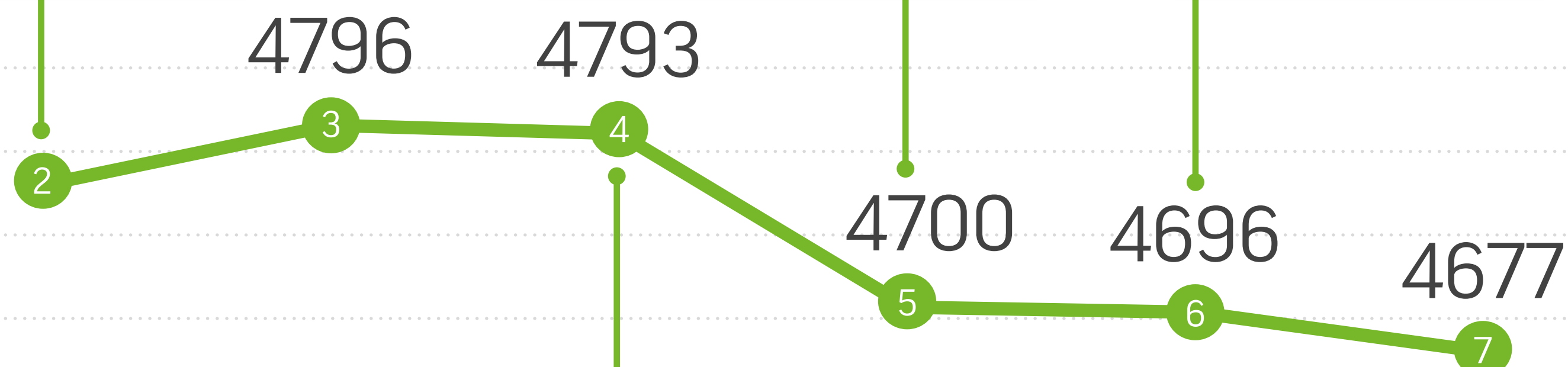
**05.01.2022**

Протоколы декабрьского заседания FOMC ФРС подтверждают план начать повышение ставок в марте, а также намерение регулятора приступить к сокращению активов на балансе



**06.01.2022**

Индекс деловой активности ISM в непромышленной сфере за декабрь упал с ноябрьских 69,1 пункта до 62 при консенсусе 66,8



**04.01.2022**

В рамках соглашения ОПЕК+ добыча нефти в феврале будет увеличена на 400 тыс. баррелей. Следующая министерская встреча ОПЕК+ запланирована на 02.02.2022



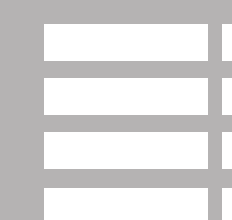
**04.01.2022**

Ford Motor Company планирует удвоить производство электромобиля F-150 Lightning на площадке в Мичигане и довести его до 150 тыс. в год. Через два года общий объем выпуска электрокаров компанией достигнет 600 тыс.



**07.01.2022**

Безработица в США за декабрь упала с 4,2% до 3,9% при прогнозе 4,1%, в результате дефицита рабочей силы почасовая оплата труда выросла на 4,7% г/г и 0,6% м/м





## Самое главное

# Инвестиции в эпоху «ястребов»: обновляем драйверы — ищем ориентиры

Ушедший год для американского рынка завершился очень успешно: S&P 500 поднялся на 26,9%, хотя изначально предполагался более скромный прирост. Так, в наш оптимистичный (!) сценарий было заложено повышение индекса широкого рынка лишь до 10%. Однако фондовые площадки США удачно стартовали и оставались на высоте при поддержке принятия инфраструктурной реформы. Восстановление экономики также оказалось более активным, чем мы ожидали, и это помогло компаниям более интенсивно наращивать выручку и прибыль. В то же время развитие всех этих тенденций способствовало разгону инфляции, вышедшему далеко за рамки ожиданий ФРС, рынка и наших прогнозов. Именно инфляция стала самой обсуждаемой темой прошлого года и абсолютно точно останется в топе повестки в первой половине 2022-го. Чтобы взять инфляцию под контроль, ФРС задумалась о сокращении баланса лишь в начале текущего года: даже в декабре 2021-го речи об этом не было. Сокращение баланса в совокупности с более резким, чем изначально планировалось, повышением ставок способно выступить надежным способом для сдерживания инфляционных ожиданий. Эти ожидания формируются в основном на фондовых биржах, что исключает их негативное воздействие на экономику в целом и на рынок труда в частности. На устойчивый позитивный тренд на рынке труда указывают данные за октябрь, когда число открытых вакансий достигло рекордных 11,03 млн, в 1,5 раза превысив количество соискателей. Такое соотношение в последний раз наблюдалось 50 лет назад. Вместе с повышением эффективности логистики, восстановлением производственных мощностей и постепенным открытием экономики это приведет к плавному снижению инфляции. Безусловно,

Тимур Турлов,  
глава инвестиционного  
комитета ИК «Фридом Финанс»



о предстоящем открытии экономики после пандемии мы неоднократно говорили в течение второй половины 2021 года, но это событие оттягивается из-за появления новых штаммов COVID-19. И все же, чем дольше продолжается пандемия, тем ближе ее завершение.

После негативного начала года для большинства бумаг технологического сектора и общей коррекции инвесторам стоит рассмотреть закрытие хеджирующих позиций, которые я советовал открывать в конце прошлого года. Сейчас самое время для покупки широкого спектра акций с фокусом на компании «стоимости» и «качества». Интенсивный рост экономики служит основанием для оптимистичных ожиданий в отношении выручки и прибыли. Именно поэтому предстоящий сезон отчетов выступает сильнейшим драйвером роста котировок представителей реального сектора экономики. Безусловно, развивается и тренд на снижение денежных потоков компаний, поскольку отсутствует эффект низкой базы и экономический рост начинает замедляться. Однако прогнозируется, что входящие в S&P 500 компании нарастят продажи почти на 15%, а их прибыль на акцию увеличится на 21,5%. Среди лидеров будут энергетический, сырьевой и промышленный сектора, а также сегмент товаров вторичной необходимости. Импульс для восходящего движения в их котировках обеспечат сильные результаты за четвертый квартал и оптимистичные прогнозы на январь-март. Отдельно хочется отметить финансовый сектор, которому не удастся продемонстрировать рекордное повышение выручки и прибыли, однако отраслевые прогнозы на 2022 год могут стать одними из самых оптимистичных с учетом планов Федрезерва активно поднимать ключевую ставку.

## Важные новости

4 января по итогам министерской встречи участников сделки ОПЕК+ было принято решение сохранить в феврале ранее согласованные параметры добычи, которые подразумевают ее увеличение на 400 тыс. баррелей в сутки ежемесячно. Таким образом, за первые два месяца 2022 года добыча в странах — участницах соглашения ОПЕК+ вырастет на 800 тыс. баррелей в сутки. Следующая министерская встреча назначена на 2 февраля.

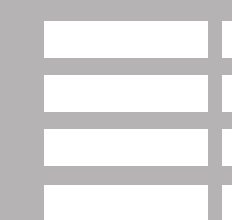
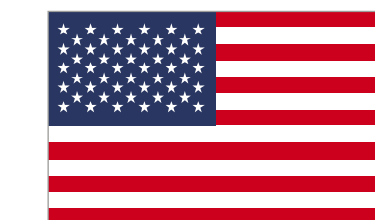
5 января были опубликованы протоколы декабрьского заседания Комитета по открытым рынкам ФРС (FOMC) США. Члены комитета отметили ускорившееся восстановление экономики и занятости, а также высокие темпы инфляции. В связи с этим ключевая процентная ставка может быть повышена уже в марте, после чего начнется сокращение баланса ФРС.

6 января вышли данные индекса деловой активности ISM в непромышленном секторе США за декабрь, зафиксировавшие его снижение до 62 пунктов, что существенно ниже ожиданий на уровне 66,8 пункта и ноябрьского значения 69,1. Индекс деловой активности в производственном секторе в декабре опустился с 61,1 до 58,7 пункта при консенсусе 60 пунктов.

7 января были опубликованы данные о динамике безработицы в США за декабрь. Ее уровень опустился до 3,9% впервые с февраля 2020-го. Этот результат оказался лучше общерыночных ожиданий, предполагавших снижение безработицы с ноябрьских 4,2% до 4,1%. За последний месяц прошлого года в США вне сельского хозяйства было создано 199 тыс. рабочих мест, притом что за ноябрь этот показатель составил 249 тыс.

## Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в пределах 4550–4750 пунктов





# Актуальные тренды

## Обзор на 11 января

### Глобальная картина

За прошедшие две недели S&P 500 скорректировался на 1,03%, до 4677,03 пункта. В последние дни декабря индекс широкого рынка демонстрировал уверенный рост за счет фактора сезонности и позитивных прогнозов по доходам компаний на 2022 год. Однако в начале января на фоне ослабления опасений по поводу рисков, связанных с распространением штамма COVID-19 «омикрон», и ужесточения риторики ФРС интерес инвесторов к рынку госдолга США снизился. Это обеспечило повышательный импульс доходностям казначейских облигаций: ставка по «десятилеткам» достигла 1,79% впервые с 2019 года, а показатель для «двухлеток» смог добраться до отметки февраля 2020 года 0,88%. Как следствие, инвесторы начали выходить из высокорисковых активов и переключаться из акций «роста» в бумаги «стоимости».

Стартовал сезон отчетности за четвертый квартал. По состоянию на 11 января результаты пока представили только 20 компаний из индекса S&P 500. 70% отчитавшихся эмитентов превысили консенсус-прогноз по доходам. Среди крупнейших фишек наиболее сильные результаты показали компании Walgreens Boots Alliance (WBA) и Constellation Brands (STZ), EPS которых превзошла ожидания рынка на 23,52% и 13,04% соответственно. Прибыль Bed Bath & Beyond Inc. (BBBY) на акцию, напротив, оказалась намного хуже консенсуса: минус \$0,25 против ожидаемых \$0,01.

В течение ближайших двух недель отчеты представят Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSM), Delta Airlines (DAL), JPMorgan Chase & Co. (JPM), BlackRock (BLK), Bank of America (BAC), Procter & Gamble Sp. (PG), Netflix Inc. (NFLX).

### Макроэкономическая статистика

Вышедшие за последние 14 дней макроданные оказались неоднородными. Индекс деловой активности в производственном секторе ISM снизился до 58,7 пункта в декабре после 61,1 в предыдущем месяце (консенсус предполагал 60,0). Число новых рабочих мест вне сельского хозяйства составило лишь 199 тыс. — намного ниже ожидаемого прироста на 400 тыс. При этом уровень безработицы в декабре 2021-го достиг минимального значения с февраля 2020 года 3,9%, что было лучше ожиданий экономистов. В то же время декабрьская средняя почасовая заработная плата выросла на 0,6% м/м и на 4,7% г/г, превзойдя консенсус на уровне 0,4% м/м и 4,2% г/г. В течение ближайших двух недель внимание инвесторов будет сосредоточено на данных по динамике потребительских цен, объему розничных продаж и потребительским настроениям.

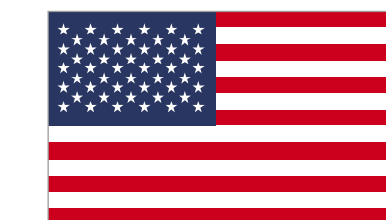
### Монетарная политика ФРС

Опубликованный протокол декабрьского заседания ФРС подтвердил «ястребиную» позицию регулятора. Члены Комитета по открытым рынкам (FOMC) отметили, что при сохранении текущих тенденций восстановления рынка труда экономика США вскоре приблизится к уровню максимальной занятости. Принимая во внимание этот факт, а также учитывая разгон инфляции, которую подстегивают рост заработных плат и сохраняющиеся перебои в цепочках поставок, регулятор считает целесообразным ужесточить денежно-кредитную политику. Кроме того, ФРС рассматривает возможность сокращения объема активов на своем балансе после первого повышения ключевой ставки, которое, как ожидается, может произойти уже в марте.

### Техническая картина

После тестирования диапазона 4770–4800 пунктов в последние торговые сессии декабря индекс S&P 500 сменил направление движения, устремившись к нижней границе восходящего канала и приблизившись к уровню 50-дневной скользящей средней. Индикатор RSI опустился ниже 50 пунктов, MACD перешел в красную зону, указывая на вероятность продолжения коррекции на фоне ужесточения финансовых условий. Ближайшая поддержка сместилась на уровень 4600 пунктов. Если индекс не пробьет вниз эту отметку, его котировки могут стабилизироваться и начать восстановление при условии сохранения в восходящем канале.

Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



По сообщению Bloomberg, корпорация **Intel (INTC)** планирует инвестировать в развитие бизнеса во Франции и Италии, а также организовать производство пластин в Германии. Вероятно, во Франции будет создан центр исследований и разработок, а в Италии появится сборочное подразделение.

Bloomberg оценивает инвестиции в производственную площадку в Германии в \$20 млрд. Reuters считает, что для создания сборочного цеха в Италии понадобится около \$9 млрд. В 2022 году на инвестиционные проекты, в том числе на развитие производства в Малайзии, Intel планирует направить \$28 млрд. За счет экспансии в Европе, исходя из ориентировочных цифр капитальных вложений в greenfield-проекты, корпорация может получить дополнительные \$4-6 млрд выручки. На реализацию указанных планов может потребоваться четыре-пять лет. Мы ожидаем их официального подтверждения от CEO Intel в ближайшее время.

По оценке исследовательского агентства SEMI, общая стоимость инвестиционных проектов в полупроводниковой индустрии, начатых в 2021-2022 году, составит около \$195 млрд (суммарная производственная мощность около 1,9 млн пластин в месяц в эквиваленте 200мм-пластин), из которых на Европу и Ближний Восток будет приходиться около 15%. В перспективе до 2024 года рост будет обеспечен в основном за счет наиболее современного формата пластин диаметром 300мм, производство которых увеличится на 33% (+1,8 млн в месяц в эквиваленте 200мм-пластин). Выпуск 200мм-пластин к 2024 году повысится на 17% (до 6,5 млн в месяц в соответствующем эквиваленте). Базовый прогноз SEMI на 2022 год предполагает увеличение инвестиций в оборудование для производства полупроводников в пределах \$90 млрд, в 2023-м ожидается небольшое снижение, а в 2024-м – достижение абсолютного максимума около \$100 млрд.

Если сообщения информагентств будут подтверждены руководством Intel, появятся все основания ожидать значительного увеличения инвестиций в производство полупроводников в Европе. По оценкам counterpointresearch, доля США и Европы в сегменте чипов «логики» размером 10нм и менее в 2025 году достигнет 21% и 12% соответственно в сравнении с 18% и 6% в 2021-м, а в 2027-м составит 24% и 14%. Эта динамика будет во многом определяться расширением производственных мощностей Intel и реализацией проектов TSMC в США. CAGR рынка чипов «логики» размером 10нм и менее в 2021–2027 годах составит около 21%, по расчетам counterpointresearch. Некоторые исследовательские агентства считают возможным перепроизводство этой продукции уже в 2023 году.

Мы сохраняем целевую цену по акции Intel на уровне \$61, рекомендация – «держаться».

## TESLA

Несмотря на неоднозначные тенденции в продажах автомобилей в США, обусловленные дефицитом комплектующих, в том числе чипов, **Tesla (TSLA)** сумела выйти на рекордные объемы реализации за четвертый квартал 2021 года.

За отчетный период компания произвела 305 тыс. и реализовала 308 тыс. своих электромобилей. По итогам года продажи Tesla увеличились на 87% г/г, до 936 тыс., притом что консенсус аналитиков Factset предполагал результат 900 тыс.

На несколько следующих лет компания прогнозирует рост продаж на 50% ежегодно, что связано с запуском в 2022 году производственных площадок в Остине и Берлине.

Результаты Tesla особенно впечатляют на фоне статистики ее ближайших конкурентов в США, которые предлагают все больше электрокаров. Продажи автомобилей Ford за 2021 год упали с прошлогодних 2 млн до 1,9 млн, у General Motors объемы реализации сократились на 13%, до 2,2 млн единиц. Эта динамика доказывает, что Tesla более эффективно решала проблему нехватки чипов, из-за которой некоторые автоконцерны были вынуждены приостановить производство, в результате чего сократилось предложение в дилерских центрах, а цены на автомобили достигли рекордных уровней.

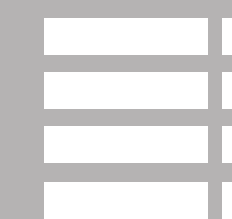
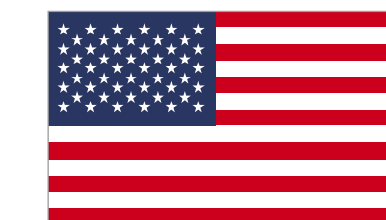
Инвесторы позитивно отреагировали на статистику продаж Tesla: ее акции выросли на 13,5% по итогам торговой сессии 3 января. Затем на фоне общего снижения котировок производителей электромобилей, отыгрывающих падением планы ФРС по ужесточению монетарной политики, последовала коррекция. Рыночная стоимость Tesla остается вблизи \$1 трлн, превышая совокупную капитализацию остальных десяти крупнейших автопроизводителей.



**Ford Motor Company (F)** планирует нарастить производство электромобиля F-150 Lightning на сборочной площадке в Дирборне (штат Мичиган) до 150 тыс. в год, что почти вдвое больше текущего объема. 6 января первой группе потенциальных покупателей электрической версии популярного пикапа было предложено подтвердить свои предзаказы. В 2021 году было продано 726 тыс. автомобилей F-серии, притом что Ram реализовала 569 тыс. своих пикапов, Chevrolet – лишь 529 тыс.

Как сообщает Ford, число предзаказов на F-150 Lightning достигло 200 тыс., при этом около 75% подавших заявки покупателей ранее не владели машинами Ford. Автоконцерн также наме-

Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





# Наиболее важные новости компаний

## В поле зрения наших аналитиков

рен утроить выпуск электрической версии Mustang Mach-E и рассчитывает производить более 200 тыс. этих машин ежегодно к 2023-му. В ближайшее время должно начаться производство электрического фургона Ford E-Transit. Через два года общий объем выпуска электромобилей Ford должен приблизиться к 600 тыс. единиц в год. Корпорация планирует продолжить инвестировать в строительство заводов по производству автомобильных батарей для следующих поколений своих электромобилей совместно с SK Innovation.

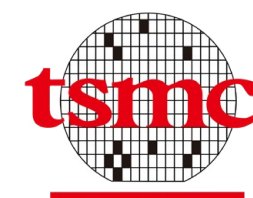
Четвертый квартал для Ford оказался успешнее, чем для его ближайших конкурентов, несмотря на общее падение продаж автомобилей по итогам года. Концерн занял первое место по продажам в США за квартал и усилил свои позиции в качестве крупнейшего производителя электромобилей в Северной Америке, уступив только Tesla по количеству реализованных EV-машин.



**FedEx (FDX)** сообщила о задержках доставок ввиду распространения штамма COVID-19 «омикрон» среди ее персонала, а также в связи с неблагоприятными погодными условиями. Эта новость появилась перед закрытием основной сессии 7 января, поэтому акции компании опустились в цене менее чем на 1%.

Неблагоприятный эффект из-за роста заболеваемости среди сотрудников в зимний период ощутили многие перевозчики, в первую очередь крупные пассажирские авиакомпании. Для того чтобы нивелировать последствия этого фактора, центры по контролю и профилактике заболеваний (CDC) сократили время карантина с 10 до 5 дней, поскольку симптомы нового штамма мягче, чем у предыдущих вариантов COVID-19. Однако данная мера не способна кардинально поменять ситуацию, так как «омикрон» по-прежнему активно распространяется.

Ранее FedEx заявляла о трудностях с наймом персонала, однако в декабре стало известно о пересмотре условий повышения заработной платы, в результате после публикации квартального отчета компания зафиксировала рекордное количество откликов на свои вакансии. Фактор пандемии в период новогодних праздников усугубил сильный снегопад в Мемфисе, где находится главный логистический хаб компании. Однако погодные условия оказали менее существенный негативный эффект на работу FedEx.



По предварительным данным **TSMC (TSM)**, ее продажи за четвертый квартал выросли на 21%, совпав с консенсусом Factset и на 2 п.п. превысив первоначальный прогноз менеджмента. Ключевыми драйверами роста объемов реализации остается усиление спроса на мобильные решения, клиентские продукты (CPU, GPU для ПК и ноутбуков), полупроводники для IoT и автомобилей, а также развитие сегмента облачных вычислений. Полагаем, что поддержку продажам оказывает расширение доли решений на базе 5нм-чипов, которые востребованы Apple, Qualcomm и MediaTek.

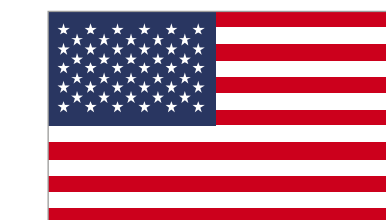
В целом результаты TSMC были ожидаемыми. За ноябрь ее продажи выросли на 19% г/г, а по индустрии в целом, по данным SIA, – на 23,5% г/г. Двухзначные темпы роста зафиксированы во всех ключевых регионах.

В отчетности за четвертый квартал TSMC должна дать прогноз на весь 2022 год по объемам реализации (консенсус Factset: +20%) и операционной марже. Мы ожидаем более конкретной информации о сроках вывода решений на базе 3нм на рынок. Ранее сообщалось, что он был отложен на три месяца. Изначально TSMC планировала начать массовое производство 3нм-продуктов в четвертом квартале 2022 года. В случае если реализация этого плана будет отложена на первое полугодие 2023-го или на более поздний период, у Intel появится возможность компенсировать свое отставание от конкурента к 2025 году. Также возможно появление подробностей относительно инвестиционной программы TSMC за рубежом, включая производственные проекты в США и Японии.

В целом мы сохраняем позитивный прогноз по бизнесу TSMC. Компания продолжает лидировать в плане технологий, а спрос на ее продукцию остается сильным. Целевая цена по акции TSMC – \$136, рекомендация – «покупать».



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

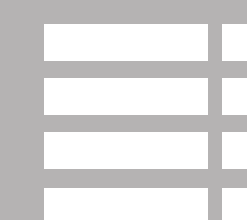
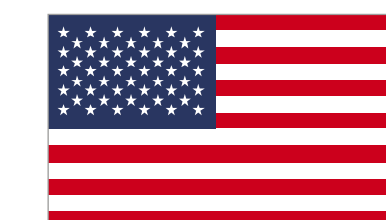




## Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки

Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, \$ млн	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал	Рекомендация
ADBE	ADOBE INC	Программное обеспечение	250 190	2022-01-11	526	618,5	2023-01-11	17%	Покупать
FDX	FEDEX CORPORATION	Грузовые авиаперевозки и логистика	67 978	2021-12-21	257	305	2022-12-21	19%	Покупать
SQ	BLOCK INC	Услуги в сфере информационных технологий	57 673	2021-11-23	144	294	2022-11-23	103%	Покупать
BHP	BHP GROUP	Металлы и горнодобывающая промышленность	94 612	2021-11-08	63	75	2022-11-08	18%	Покупать
PM	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	Производство табачных изделий	156 119	2021-10-25	100	120	2022-10-25	20%	Покупать
CRWD	CROWDSTRIKE HOLDINGS INC	Производство программного обеспечения	40 080	2021-12-02	193	276	2022-10-11	43%	Покупать
MRK	MERCK INC	Производство фармацевтической продукции	208 062	2021-09-28	82	93	2022-09-28	13%	Покупать
GPS	GAP INC	Специализированная розничная торговля	6 482	2021-11-24	17	22	2022-09-11	27%	Покупать
NFLX	NETFLIX INC	Развлечения	239 128	2021-10-20	540	690	2022-08-31	28%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	602 662	2021-10-18	125	136	2022-08-17	9%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	18 153	2021-08-09	15	18	2022-08-03	20%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	32 088	2021-10-26	38	45	2022-07-20	20%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	6 525	2021-07-06	32	71	2022-07-06	125%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	18 788	2021-08-24	118	193	2022-06-22	63%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	284 646	2021-06-08	157	220	2022-06-08	40%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	17 959	2021-08-04	150	187	2022-05-25	25%	Покупать
ENPH	ENPHASE ENERGY INC	Производство полупроводников	19 850	2021-06-08	147	174	2022-04-27	18%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	46 259	2021-10-08	247	276	2022-04-13	12%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	11 349	2022-01-11	34	72	2023-01-11	111%	Покупать
NLOK	NORTONLIFELOCK INC	Производство программного обеспечения	15 620	2021-11-08	27	29	2022-03-16	8%	Держать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	16 487	2021-03-01	143	220	2022-03-02	54%	Покупать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	4 213	2022-01-11	42	60	2023-01-11	43%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	4 244	2021-11-03	29	55	2022-04-30	88%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	12 590	2021-11-02	90	115	2022-04-21	28%	Покупать
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACH.	Услуги в сфере информационных технологий	121 095	2021-10-07	135	146	2022-03-24	8%	Держать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	17 952	2021-04-30	34	50	2022-04-25	47%	Покупать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	43 845	2021-04-30	223	245	2022-04-25	10%	Держать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	18 303	2021-11-03	113	119	2022-03-24	6%	Держать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	67 144	2021-10-21	42	80	2022-04-18	92%	Покупать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	344 364	2022-01-11	128	193	2023-01-11	50%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	179 359	2021-07-30	58	65	2022-04-25	12%	Покупать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	51 564	2021-11-22	523	600	2022-03-24	15%	Покупать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	10 699	2021-05-05	29	48	2022-04-30	66%	Покупать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	201 242	2021-11-22	180	212	2022-04-23	18%	Покупать

**Инвестиционный  
обзор №239**  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Компании ASML Holding NV (ASLM), Choice Hotels International (CHH), Cisco Systems (CSCO), Diamondback Energy (FANG), Pilgrim's Pride Corporation (PPC), Pfizer (PFE), Schlumberger (SLB) исключены из перечня в связи с достижением их котировками целевой цены.



# Инвестиционная идея

## Adobe. Визуализируй это

Текущий потенциал роста акции ADBE до таргета \$618,5 составляет почти 17%

Тикер	ADBE
Цена акций на момент анализа	\$525,83
Целевая цена акций	\$618,5
Текущий потенциал роста	16,96%
Текущая дивидендная доходность	0%

Adobe (ADBE) – крупнейший в мире разработчик ПО для создания различного медиа-контента, включая документы, видеофайлы, верстку веб-страниц, графику для видеоигр, фильмов, клипов и т.д. Наиболее популярные продукты компании – это Photoshop, Illustrator, InDesign, After Effects. Ключевыми операционными сегментами эмитента являются цифровые мультимедийные решения (73% выручки), а также продукты для онлайн-маркетинга и цифровой коммерции (27% выручки). С географической точки зрения продажи компании распределены следующим образом: на Северную и Южную Америку приходится 58,2%, на Европу и Ближний Восток – 26,6%, на Азию – 15,1%.

Ключевые инвестиционные тезисы:

- Среди среднесрочных инвестиционных преимуществ мы выделяем сильные позиции Adobe в отрасли. Так, в сегменте решений для обработки фото- и видеофайлов, согласно открытым источникам, на решения компании приходится 55–70% рынка, причем в ряде продуктовых ниш ПО Adobe не имеет качественных аналогов. Очень высокое ценностное предложение позволяет компании сохранять высокую стоимость своих продуктов, что транслируется в высокую маржинальность операций. Рост цифровизации

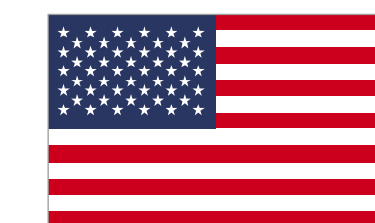
бизнеса, расширение функционала, развитие сегмента ИИ, а также распространение сетей 5G будут стимулировать усиление спроса на решения для создания контента. Deutsche Bank Securities оценивает CAGR креативного сегмента на уровне 15% в перспективе до 2025 года. Общий объем целевого рынка ПО для создания контента расширится, по прогнозам Adobe, до \$63 млрд к 2024 году, причем увеличение по сравнению с 2023-м составит солидные 54%. Отдельно отметим сегмент Creative Cloud: согласно прогнозу менеджмента эмитента, в 2022 году объем целевого рынка в этом направлении составит около \$31 млрд.

- Высоким спросом на фоне развития мобильных и веб-версий продуктов пользуются решения Adobe для облачных документов и цифровых подписей. В этом сегменте компании принадлежит около 30% рынка. Согласно выводам Bloomberg Intelligence, целевой рынок компании вырастет к 2023 году почти в четыре раза по сравнению с 2020-м. По данным последнего квартального отчета, число пользователей Acrobat Web увеличилось на 100% г/г, количество подписей с использованием Adobe Sign выросло на 87% г/г.
- Согласно информации из откры-

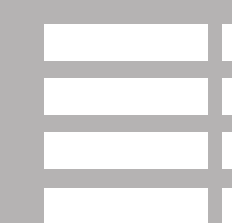
Вадим Меркулов,  
директор аналитического департамента  
ИК «Фридом Финанс»



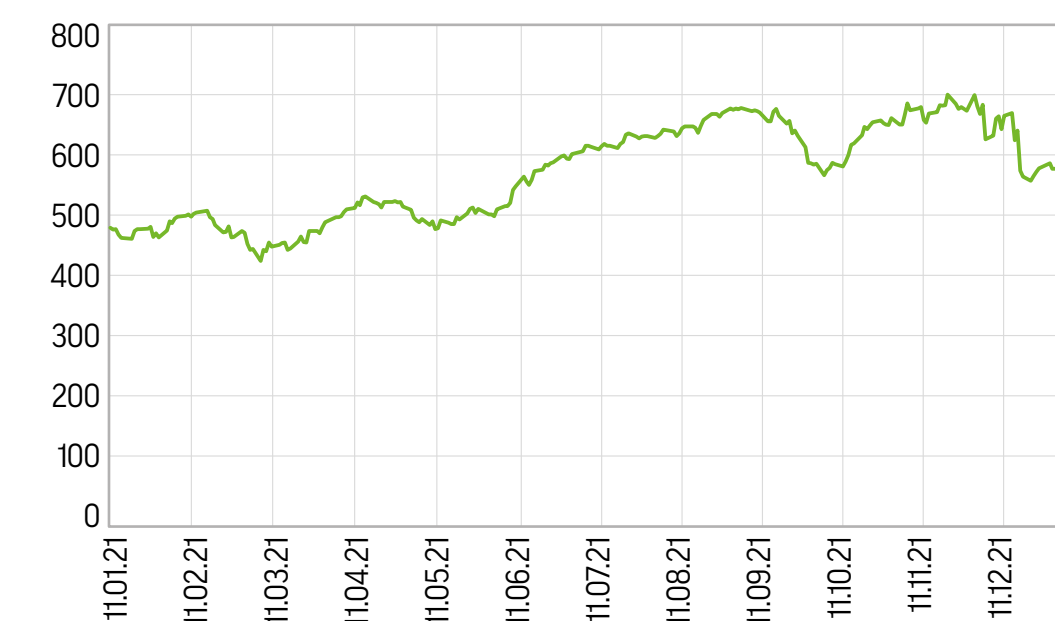
Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



10



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
ADBE	3,0%	3,0%	14,2%	22,3%	33,3%
S&P 500	(0,1%)	(0,4%)	1,4%	6,2%	35,6%
Russell 2000	(0,4%)	(1,0%)	2,7%	(2,1%)	60,4%
DJ Industrial Average	(0,4%)	(1,9%)	(1,5%)	2,4%	29,5%
NASDAQ Composite Index	0,0%	1,0%	5,8%	4,7%	42,9%





# Инвестиционная идея

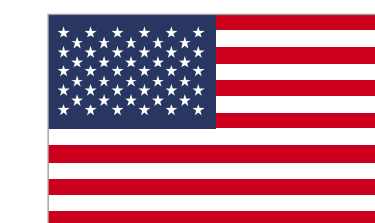
тых источников, совокупная доля продуктов Adobe Marketing и Marketo позволяет эмитенту поддерживать ведущие позиции в сегменте. Хотя отдельно Magento (платформа для электронной коммерции, была приобретена Adobe в 2018-м) уступает по доле рынка аналогам от таких конкурентов компании, как Shopify, WooCommerce, в недавнем отчете Gartner Adobe была названа одним из лидеров в сегменте решений для e-commerce. Это обусловлено широким аналитическим функционалом, глубиной решений и интеграционными возможностями продуктов компании. В перспективе до 2025 года, по оценкам IDC, это направление бизнеса Adobe может расширяться на 20%.

- Разработчик сохраняет сильный импульс роста в сравнительно новом для себя рыночном сегменте 3D-решений с продуктовой линейкой Adobe Substance 3D Collection. Мы полагаем, что развитие направления будет способствовать улучшению позиций компании в секторах игровых и профессиональных решений. Росту направления способствует развитие VR&AR: согласно исследованию The Business Research Company, CAGR рынка решений для VR&AR в перспективе до 2025 года составит 45%, объем целевого рынка достигнет \$13,1 млрд.

отчет компании была чрезмерной. Темпы роста выручки Adobe по итогам октября-декабря 2021-го составили 20%, превысив консенсус аналитиков и первоначальный прогноз менеджмента на 0,5% и 1% соответственно. Non-GAAP разводненная EPS увеличилась на 13,9%, до \$3,2, совпав с оценками рынка и превзойдя ожидания руководства Adobe на 0,5%. Полагаем, что нормализация темпов роста была ожидаема на фоне высокой базы 2021-го. О повышении расходов на R&D менеджмент объявил еще в прошлом квартале, поэтому считаем, что инвесторы, привыкшие к сильным результатам Adobe, просто ожидали от компании большего. При этом спрос на продукты эмитента остается сильным, а величина обязательств к исполнению (RPO) выросла на 23% (+1 п.п. кв/кв). С учетом коррекции котировок ADBE до уровней пятилетних средних мультипликаторов по P/E мы полагаем, что сложились удачные условия для входа в длинную позицию.

- Техническая картина также выглядит благоприятной для «быков»: осциллятор RSI на текущий момент находится в зоне перепроданности (на уровне 27,07), что указывает на вероятный отскок котировок.
- Целевая цена по бумаге ADBE – \$618,5 за акцию. Рекомендация – «покупать».

Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



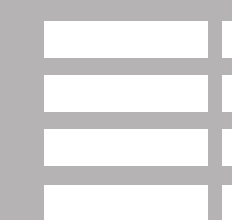
Финансовые показатели, \$ млн	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
<b>Выручка</b>	<b>11 131</b>	<b>12 865</b>	<b>15 785</b>	<b>17 990</b>	<b>20 496</b>	<b>23 307</b>	<b>26 222</b>	<b>29 319</b>	<b>32 498</b>
Основные расходы	1 010	1 195	1 673	2 447	2 788	3 123	3 461	3 811	4 192
<b>Валовая прибыль</b>	<b>9 458</b>	<b>11 143</b>	<b>13 920</b>	<b>15 543</b>	<b>17 709</b>	<b>20 184</b>	<b>22 761</b>	<b>25 507</b>	<b>28 306</b>
SG&A	4 123	4 995	6 230	9 172	10 267	11 486	12 750	14 077	15 416
<b>EBITDA</b>	<b>3 965</b>	<b>4 991</b>	<b>6 007</b>	<b>7 065</b>	<b>8 122</b>	<b>9 306</b>	<b>10 546</b>	<b>11 884</b>	<b>13 268</b>
Амортизация	326	346	737	700	763	837	925	1 029	1 142
<b>EBIT</b>	<b>3 228</b>	<b>4 234</b>	<b>5 802</b>	<b>6 365</b>	<b>7 359</b>	<b>8 469</b>	<b>9 620</b>	<b>10 855</b>	<b>12 126</b>
Процентные выплаты (доходы)	74	89	156	83	83	83	83	83	83
<b>EBT</b>	<b>2 138</b>	<b>2 794</b>	<b>3 205</b>	<b>6 282</b>	<b>7 276</b>	<b>8 386</b>	<b>9 538</b>	<b>10 772</b>	<b>12 043</b>
Налоги	444	203	253	831	963	1 110	1 262	1 425	1 593
<b>Чистая прибыль</b>	<b>2 951</b>	<b>5 260</b>	<b>4 822</b>	<b>5 451</b>	<b>6 314</b>	<b>7 277</b>	<b>8 276</b>	<b>9 347</b>	<b>10 449</b>
Diluted EPS	\$6,00	\$10,83	\$10,02	\$11,42	\$13,36	\$15,54	\$17,85	\$20,35	\$22,98
DPS	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-	\$-



Анализ коэффициентов	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
ROE	34%	30%	25%	22%	19%	18%	16%
ROA	19%	17%	16%	15%	14%	13%	13%
ROCE	30%	27%	24%	22%	20%	18%	17%
Выручка/Активы	0,58x	0,50x	0,48x	0,45x	0,41x	0,39x	0,37x
Кэф. покрытия процентов	37,20x	76,99x	89,01x	102,44x	116,36x	131,30x	146,67x

Маржинальность	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Валовая маржа	85%	87%	88%	86%	86%	87%	87%	87%	87%
Маржа по EBITDA	36%	39%	38%	39%	40%	40%	40%	41%	41%
Маржа по чистой прибыли	27%	41%	31%	30%	31%	31%	32%	32%	32%

- На наш взгляд, негативная реакция инвесторов на последний квартальный





# Опционная идея

## BULL PUT SPREAD ON GDDY

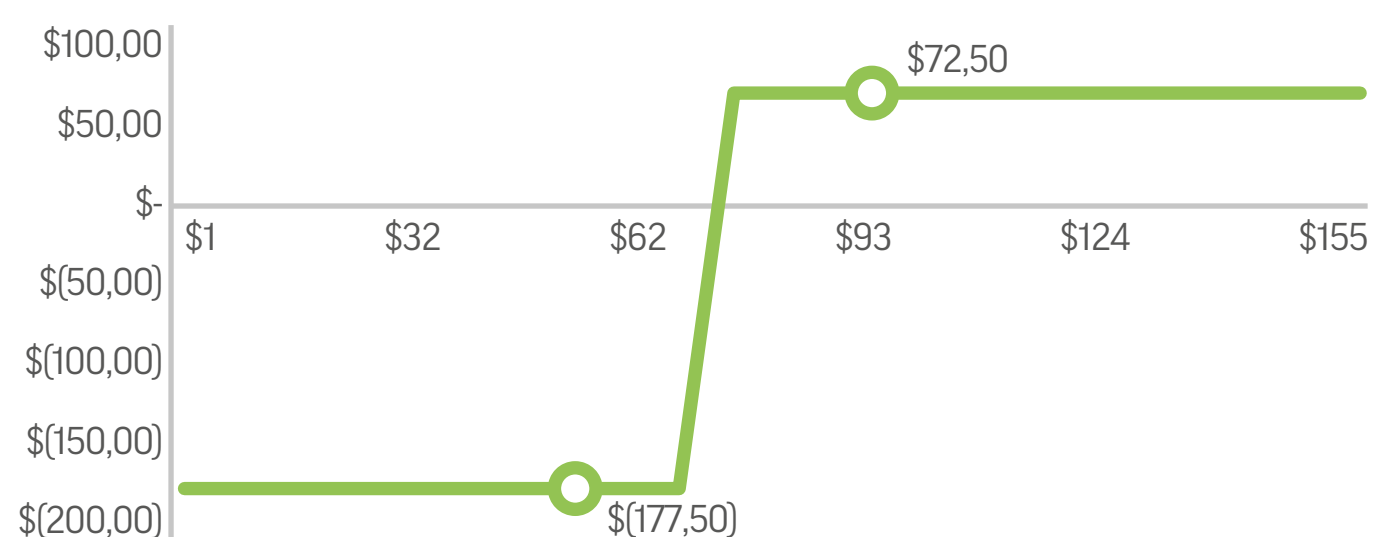
### Инвестиционный тезис

GoDaddy (GDDY) предоставляет небольшим независимым компаниям и предпринимателям крупнейшую в мире облачную платформу. Управляя 60 млн доменных имен в крупнейших доменных зонах первого уровня, включая COM, ORG, NET, BIZ, INFO, RU, GoDaddy помогает создавать профессиональные веб-сайты, привлекать клиентов и налаживать управление бизнесом. 2 ноября эмитент отчитался за третий квартал, превзойдя консенсус ожиданий. Выручка за этот период выросла на 14% г/г, до \$964 млн, а EPS увеличилась на 53%, составив \$0,58. В дополнение к значительному расширению бизнеса GoDaddy завершила ускоренную программу buy back на сумму \$250 млн. Согласно текущему плану компании предстоит выкупить бумаги еще на \$750 млн, что соответствует почти 6% текущей рыночной капитализации. В то же время прогноз на четвертый квартал предполагает замедление темпов роста бизнеса. Кроме того, недавно GoDaddy объявила о заключении соглашения на приобретение компании Pagely, создавшей сервис Managed WordPress. Условия сделки не разглашаются. Мы полагаем, что, несмотря на более низкий по сравнению с ожиданиями рынка собственный прогноз по выручке, компания будет демонстрировать рост до конца года. Как следствие, мы считаем, что к 18 февраля 2022-го акции GoDaddy не опустятся ниже \$72,5.

### Управление позицией

Если цена актива на дату экспирации будет выше страйка проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль \$72,5. Если цена базового актива составит \$70,0–72,5, убыток будет варьироваться. При этом придется продать эквивалентное количество лотов (100 акций) GDDY для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет ниже проданного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток в размере \$177,5. В позицию необходимо заходить до 18.01.2021 включительно, иначе Тета конструкции заберет значительную часть премии, а соотношение между прибылью и убытком ухудшится.

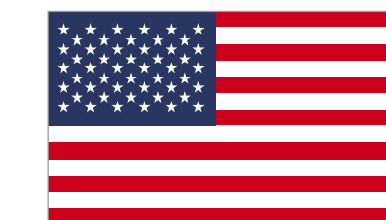
### Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



### Параметры сделки

Продажа	Bull Put Spread on GDDY
Страйки	Long PUT 70; Short PUT 72,5
Покупка	+GDDY*C2I70
Продажа	+GDDY*C2I72,5
Дата экспирации	18.02.2022
Маржинальное обеспечение	\$250
Максимальная прибыль	\$72,3
Максимальный убыток	\$177,5
Ожидаемая прибыль	29%
Точка безубыточности	\$71,78

Инвестиционный обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)




12

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	GDDY	Покупать	PUT \$70	18.02.2022	1,925	\$(72,50)	-0,252	0,027	0,074	-0,049	47,01%	41,22%	39,87%	35,97%	33,86%
		Продавать	PUT \$72,5	18.02.2022	2,650		-0,328	0,032	0,089	-0,053					




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

### Miro



Miro – российский разработчик корпоративного программного обеспечения, успешно продвигаемого на международном рынке благодаря активному переходу многих офисных сотрудников в режим удаленной работы. Онлайн-платформа совокупно смогла привлечь \$476,3 млн, ее основными инвесторами стали Julien Codorniou, Atlassian, Accel, TCV и Dragoneer. В последнем раунде финансирования серии C стартап получил \$400 млн. Эти средства компания планирует инвестировать в разработку продукта и глобальную экспансию. Miro предоставляет удаленный доступ к платформе, на которой можно создавать новые проекты, добавлять фотографии и ментальные карты, проектировать дизайн интерфейса в режиме реального времени. По данным Miro на май 2021-го, на ее платформе работают более 15 млн конечных пользователей и свыше 21 тыс. корпоративных клиентов, включая 80% компаний из списка Fortune 100 (по оценкам, раскрытым при очередном раунде привлечения инвестиций), в том числе Skyscanner, Autodesk, Netflix, Twitter. С 2018-го по 2020 год пользовательская база стартапа выросла примерно в 2,5 раза от оценок в рамках инвестиционного раунда A.

### PosiGen



PosiGen – поставщик возобновляемых источников энергии, базирующийся в Новом Орлеане. В настоящее время клиентская база компании насчитывает более 19 тыс. физических лиц. PosiGen продает системы аккумулирования солнечной энергии домохозяйствам со средним или низким уровнем дохода. Компания, которую, как и других представителей зеленой энергетики, государство поддерживает субсидиями, обеспечивает клиентам возможность сократить затраты на оплату своих услуг. За свою историю PosiGen привлекла более \$200 млн от таких инвесторов, как Emerson Collective, Constellation Technology Ventures, Magnetar Capital, Callais Capital Management, NewWorld Capital Group LLC. Кроме того, PosiGen получила \$100 от группы инвесторов во главе с Magnetar Capital Energy & Infrastructure. Привлеченные средства помогут компании расширить географию присутствия за пределы Луизианы.

### Petal



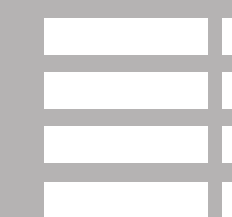
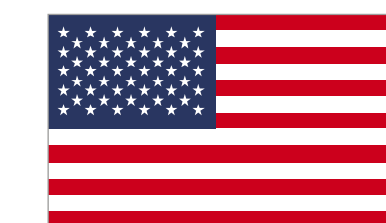
Petal – стартап из Нью-Йорка, занимающийся выпуском кредитных карт. Компания использует более целостную и полную модель андеррайтинга для определения кредитоспособности заявителей по сравнению с традиционными банками, которые полагаются преимущественно на оценку потенциального клиента по рейтингу FICO. Упрощенный пользовательский интерфейс и мобильное приложение Petal позволяют легко управлять финансами, отслеживать расходы и брать кредиты. За свою историю стартап привлек более \$700 млн, его основными инвесторами стали Silicon Valley Bank, Valar Ventures, Trinity Capital, Jefferies и Tarsadia Investments. В последнем раунде финансирования серии D Petal получил \$140 млн. В своем официальном блоге компания заявила, что полностью восстановилась от влияния пандемии и за последний год увеличила пользовательскую базу более чем на 300%.

### Silicon Ranch



Компания Silicon Ranch, основанная в Теннесси в 2011 году, – один из признанных лидеров отрасли солнечной энергетики в США. Благодаря субсидиям со стороны государства для солнечной энергетики, компания предоставляет своим клиентам возможность сократить расходы на коммунальные услуги. Silicon Ranch получила награду Green Power Leadership Award от Центра ресурсных решений за создание инновационного индивидуального подхода к производству энергии из возобновляемых источников для клиентов по всей Северной Америке. Компания работает с коммунальными службами, военными, оборонными, промышленными и коммерческими предприятиями. Silicon Ranch совокупно привлекла \$1,2 млрд от Royal Dutch Shell, Partners Group, Manulife и других инвесторов. Полученные средства компания инвестирует в разработку новых проектов, географическую экспансию и приобретение активов.

Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





## Airbnb на колесах

10 января заявку на IPO подал сервис аренды частных автомобилей Turo Inc. Андеррайтеры размещения – Morgan Stanley, J.P. Morgan, Allen & Co, Citigroup

### Чем интересна компания?

**1. О компании.** Turo создала онлайн-площадку, на которой авто-владельцы взаимодействуют с арендаторами по той же схеме, по которой работает Airbnb с недвижимостью. То есть на платформе компании любой автовладелец может зарегистрировать свой автомобиль и сдавать его в аренду желающим на несколько часов, дней или недель. По состоянию на 30 сентября 2021 года у компании было более 85 тыс. активных хостов, более 160 тыс. автомобилей и 1,3 млн активных арендаторов в более 7,5 тыс. городов США, Канады и Великобритании. Общий объем привлеченных Turo инвестиций составляет \$467,4 млн. В числе ее акционеров IAC/InterActiveCorp, August Capital, Canaan IX, G Squared, Shasta Ventures, GV.

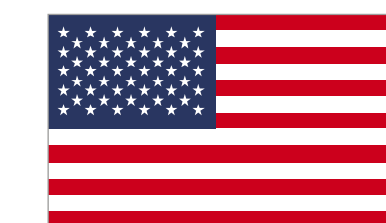
**2. Потенциальный рынок и конкуренция.** Компания оценивает свой адресный рынок в \$230 млрд при условии экспансии в континентальной Европе, Латинской Америке, на Ближнем Востоке и других регионах мира. Основные конкуренты Turo – Getaround, Hiyacar Limited, ANIH Newco, Avis Budget Group, Hertz Global Holdings и другие.

**3. Финансовые показатели.** В 2020 году выручка Turo увеличилась на 6%, а за девять месяцев 2021 года ее рост ускорился до 207%. Маржа EBIT в 2019 году составляла -74%, в 2020-м повысилась до -39%, за девять месяцев 2021-го достигла -37%. На конец третьего квартала прошлого года в распоряжении компании было \$262,8 млн наличных, долг на ее балансе отсутствует.



### Обзор перед IPO

Эмитент:	Turo
Тикер:	TURO
Биржа:	NYSE
Диапазон на IPO:	\$-
Объем к размещению:	\$100 млн
Андеррайтеры:	Morgan Stanley J.P. Morgan Allen & Co Citigroup





# Российский рынок

## Рубль в зоне турбулентности

Несмотря на резкие колебания курса нацвалюты и коррекцию на внешних площадках, инвесторы сохраняют оптимизм

**Рост на российском фондовом рынке, начавшийся в середине декабря, продолжился и в первые январские торговые дни. Однако ралли резко прервала коррекция в США. События в Казахстане активизировали ослабление рубля. Курс USD/RUB, который двигался вверх в последние дни прошлого года, в начале нового резко приблизился к максимуму 2021-го, едва не превысив его.**

Значимых корпоративных событий пока нет. Алроса в скором времени выпустит результаты продаж за декабрь, а ближе к концу месяца начнет выходить корпоративная операционная отчетность. До начала публикации финансовых отчетов за четвертый квартал еще далеко, поэтому на динамику российских фондовых площадок будут влиять преимущественно внешние события. В ближайшие дни сезон отчетности стартует в США, этот фактор способен поддержать рынок, скатывающийся в коррекцию.

Негативная динамика продолжается в ИТ-секторе и непродуктивном ретейле. Акции таких его представителей, как Ozon и Fix Price, демонстрируют исторические минимумы с момента первичного размещения. Продолжают снижение котировки Детского мира и М.видео. Между тем все они за четвертый квартал, скорее всего, зафиксировали рекордные результаты продаж и улучшение финансовых показателей. Мы рассчитываем, что в этом году акции потребительского сектора станут лидерами роста, так как его представители наряду с банками умеют наращивать обороты и прибыль быстрее инфляции.

### Ожидаем

В ближайшие две недели российские фондовые индексы будут следовать за динамикой на внешних площадках. Техническая картина не дает четких ориентиров. Лучше рынка, вероятнее всего, будут торговаться акции нефтегазового сектора, не исключаем также отскок в бумагах потребительского сектора. Ориентир для индекса Московской биржи: диапазон 3650-3900 пунктов. Прогноз для пары USD/RUB: 73,5-75,5.

### Наша стратегия

Рекомендуем покупать бумаги Татнефти, VK, Яндекса, Московской биржи, МТС, ФСК, Алросы, Х5, Интер РАО, Полюса, Polymetal, М.видео. Интересных идей для спекулятивных коротких позиций на небольшой срок, на наш взгляд, сейчас нет.

Инфляция выступит драйвером роста для экономики и рынка. В этой ситуации наименее привлекательными для инвестиций могут стать депозиты, инструменты денежного рынка и облигации с фиксированной доходностью, прибыльность которых с высокой вероятностью не сможет покрыть инфляцию. Рынок ОФЗ, демонстрировавший отскок после повышения ставки в декабре, вновь перешел к снижению. Доходность шестилетних долларовых ОФЗ приблизилась к 3%, рублевых – поднялась выше 8,5%. В США уже в этом году начнут повышать ставки, поэтому заметного снижения инфляции в России, скорее всего, не произойдет. Большинство инвесторов, несмотря на повышенную волатильность фондового рынка, предпочитают вкладываться в акции компаний, наиболее защищенных от инфляции благодаря повышению тарифов и цен. К этой категории относятся прежде всего представители нефтегазового сектора, металлургии, энергетики, телекома и ретейла.

Торговый оборот на Московской бирже в 2022 году достиг 1 квадранта руб. при численности инвесторов на уровне 22 млн. Банк России опубликовал исследование поведения частных инвесторов, согласно которому 40% из них предпочитают вложения в иностранные ценные бумаги, что помогает частично защитить средства от обесценения рубля. В то же время портфель среднестатистического частного инвестора не превышает 100 тыс. руб., а это ограничивает возможность для операций с иностранными акциями, цена которых в среднем намного выше, чем стоимость российских.

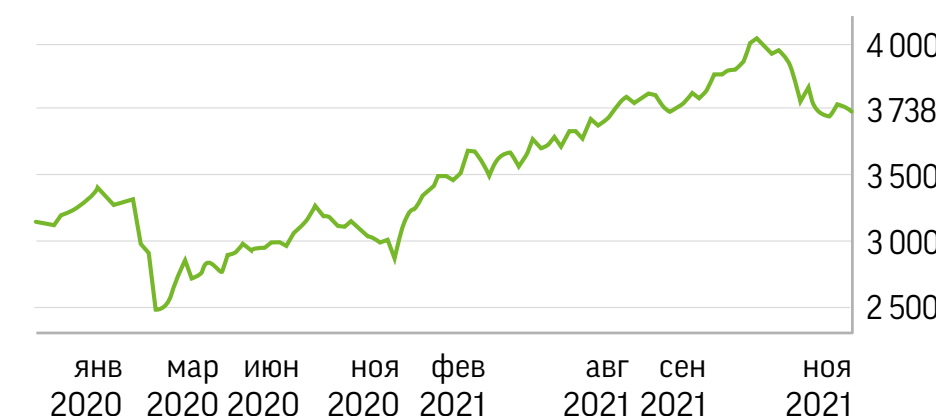
Георгий Ващенко,  
заместитель  
директора департамента  
торговых операций  
ИК «Фридом Финанс»



### Ключевые индикаторы по рынку

Актив	Значение на 20.12.2021	Значение на 10.01.2022	Изменение, %
MOEX	3 669	3 738	1,88%
PTC	1 557	1 565	0,51%
Золото	1 793	1 799	0,33%
Brent	69,35	81,01	16,81%
EUR/RUB	83,94	85,23	1,54%
USD/RUB	74,33	75,20	1,17%
EUR/USD	1,1292	1,1332	0,35%

### Индекс Мосбиржи дневной

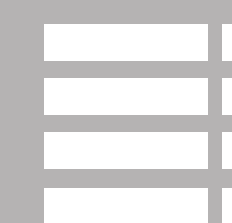


Индекс Мосбиржи колеблется вблизи отметки 3750 пунктов. С начала года он демонстрировал и рост, и падение. Пара USD/RUB, поднявшись на максимум за девять месяцев, скорректировалась до 75,50.

Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



15





# Российский рынок

Новости рынков и компаний



**Россети Центр и Приволжье** утвердили бизнес-план на текущий год. Прогноз компании предполагает рост выручки на 4,1%, до 109,22 млрд руб., при повышении объема поступлений от передачи электроэнергии на 2,7%, до 104,1 млрд руб. Увеличение себестоимости планируется в пределах 3,1%. Прогноз EBITDA закладывает ее на уровне 26,36 млрд руб. (+8% г/г), что соответствует рентабельности 24,1%. Прибыль компании, согласно прогнозам, вырастет с прошлогодних 9,973 млрд до 10,55 млрд руб.



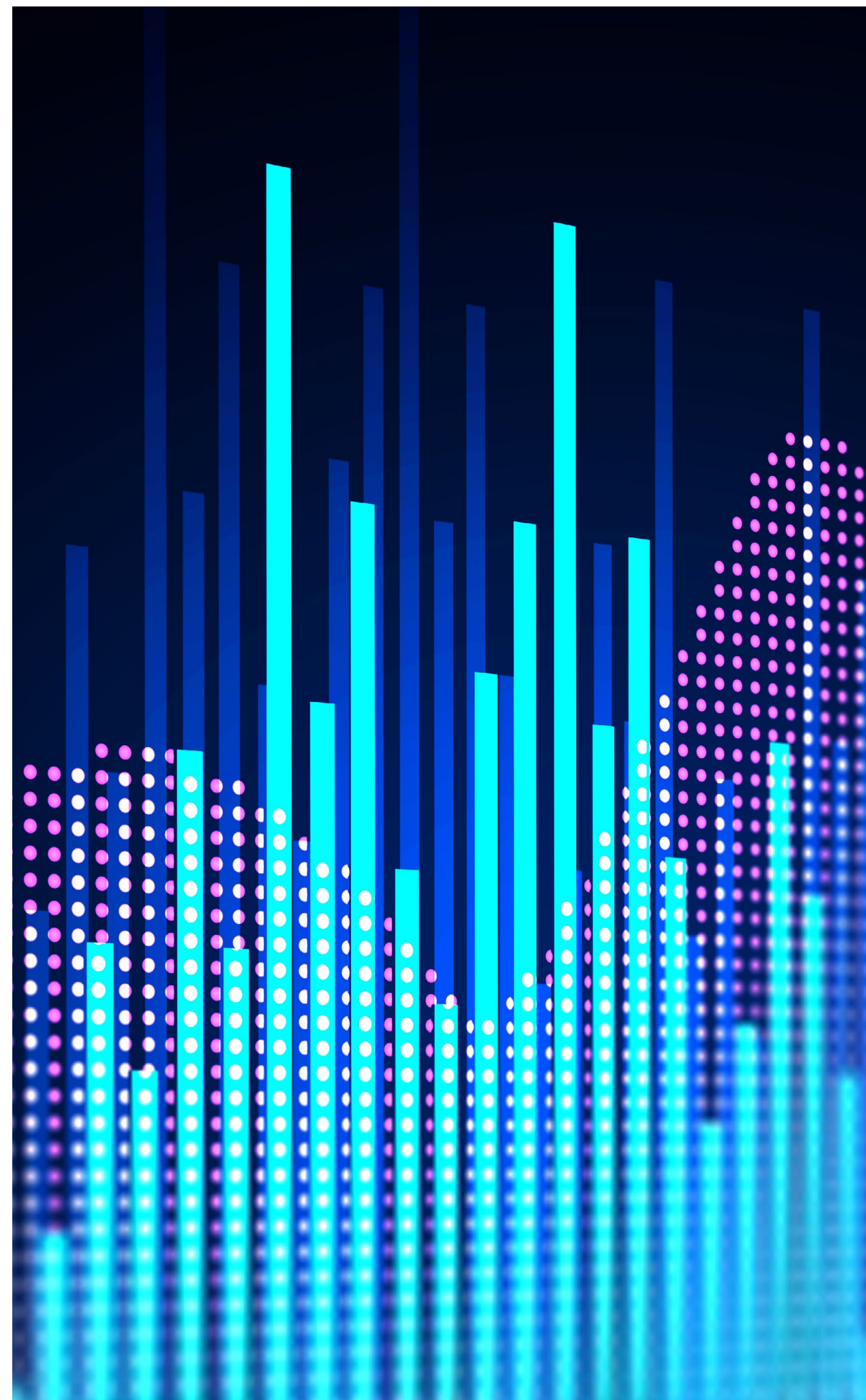
**Россети Центр** также приняли бизнес-план на 2022-й. В соответствии с ним выручка компании должна увеличиться на 4%, до 106 млрд руб., выручка от передачи электроэнергии должна подняться на 2,4%, до 99,6 млрд руб. Рост себестоимости планируется в пределах 3,8%, EBITDA – в размере 20,95 млрд руб. (+6% г/г), что соответствует рентабельности 20%. Прогноз прибыли предполагает ее рост с 3,8 млрд за 2021 год до 4 млрд руб.



**НОВАТЭК** заключил долгосрочные контракты с китайскими компаниями на поставку 1,6 млн тонн СПГ в год с месторождений проекта Арктик-2. В прошлом году были подписаны договоры на поставку 3 млн тонн за 15 лет. Первая очередь Арктик СПГ-2, которая будет производить по 6,6 млн тонн продукции ежегодно, будет запущена в 2023 году. Остальные две той же мощностью должны заработать в 2026-м.



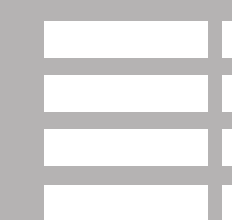
**ВТБ** повысил ставку по программе нельготной ипотеки до 10,3%. Это связано в первую очередь с денежно-кредитными условиями и повышением ключевой ставки в декабре. ВТБ – один из лидеров ипотечного рынка. За 2021 год банк выдал около 340 тыс. ипотечных кредитов на сумму свыше 1,1 трлн руб. Этот объем более чем на 20% превысил показатель 2020-го.



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



16





# Российский рынок

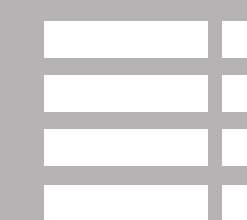
Акция	Значение на 20.12.2021	Значение на 10.01.2022	Изменение, %
<b>Металлургический и горнодобывающий сектор</b>			
Северсталь	1512,2	1552,8	2,68%
НЛМК	214,9	212,18	-1,27%
ММК	65,115	70,64	8,48%
ГМК Норникель	21682	23470	8,25%
Распадская	414,96	485,64	17,03%
Алроса	113,85	116,94	2,71%
Полюс	13182,5	12166,5	-7,71%
Мечел, ао	110,73	126,39	14,14%
Мечел, ап	278,55	312	12,01%
ОК РУСАЛ	67,54	75,85	12,30%
Polymetal	1265	1221,7	-3,42%
<b>Финансовый сектор</b>			
Сбербанк-ао	287,51	291,35	1,34%
Сбербанк-ап	272,83	276,95	1,51%
ВТБ	0,0461	0,04867	5,57%
АФК Система	22,62	23,57	4,20%
МосБиржа	144,88	144,63	-0,17%
Сафмар	528	525,6	-0,45%
TCS-гдр	6002,6	5800,8	-3,36%
<b>Нефтегазовый сектор</b>			
Газпром	323,7	343,6	6,15%
НОВАТЭК	1678,2	1755,4	4,60%
Роснефть	564,4	601,35	6,55%
Сургут, ао	38,34	39,04	1,83%
Сургут, ап	38,45	38,83	0,99%
ЛУКОЙЛ	6300	6714	6,57%
Башнефть, ао	1329,5	1422	6,96%
Башнефть, ап	990,5	1003	1,26%
Газпром нефть	535,4	534,5	-0,17%
Татнефть, ао	479,5	499,4	4,15%
Татнефть, ап	443,2	459,7	3,72%

Акция	Значение на 20.12.2021	Значение на 10.01.2022	Изменение, %
<b>Электроэнергетический сектор</b>			
Интер РАО	4,106	4,243	3,34%
Русгидро	0,7223	0,7423	2,77%
ОГК-2	0,604	0,6241	3,33%
Юнипро	2,584	2,612	1,08%
ТГК-1	0,009694	0,010004	3,20%
Энел	0,8704	0,8612	-1,06%
Мосэнерго	1,9655	2,1575	9,77%
ФСК ЕЭС	0,1652	0,1663	0,67%
Россети, ао	1,1101	1,1514	3,72%
<b>Потребительский сектор</b>			
Магнит	5543	5444,5	-1,78%
X 5	1975	1999	1,22%
Лента	196,2	194	-1,12%
Детский мир	128,86	124,2	-3,62%
М. видео	463	455	-1,73%
OZON-адр	2255,5	2017	-10,57%
Fix Price	555,9	514,6	-7,43%
<b>Телекоммуникационный сектор</b>			
МТС	291	294,35	1,15%
Ростелеком, ао	84,42	83,29	-1,34%
Ростелеком, ап	75,95	75	-1,25%
<b>Транспортный сектор</b>			
Аэрофлот	58,82	63,18	7,41%
НМТП	6,8	6,965	2,43%
ДВМП	26,72	28,14	5,31%
GLTR, ГДР	579,15	608,95	5,15%
Совкомфлот	78,4	75,59	-3,58%

## Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

Лидерами роста за месяц стали акции угольных компаний, а также Русала. Положительную динамику продемонстрировало большинство представителей нефтегаза, металлургии и транспорта. В числе аутсайдеров остаются акции Ozon, к которым присоединилась Fix Price.

Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционная идея

## Polymetal. Хороший способ захеджировать риски

Справедливая стоимость обыкновенной акции Polymetal International plc на конец 2022 года – 1811,25 руб.

Polymetal International  
PLC

Тикер	POLY
Цена акций на момент анализа	1235,60 руб.
Целевая цена акций	1811,25 руб.
Потенциал роста	49,59%
Стоп-аут	1164,00 руб.

### Операционные показатели

Объем производства Polymetal за девять месяцев 2021 года сократился на 4% на фоне планового снижения содержания драгметалла в руде на месторождениях Кызыл, Светлое и Воронцовское. В прошлом месяце компания подтвердила производственный план на 2021 год на уровне 1 600 тыс. унций золотого эквивалента. Тот же показатель для текущего года составляет 1700 тыс. унций. Согласно прогнозам менеджмента, до 2026 года объем производства расширится на 16,1% по сравнению с 2020 годом, достигнув 1 900 тыс. унций.

### Финансовые показатели

Выручка Polymetal за девять месяцев 2021 года составила \$2093 млн (+4% г/г). По состоянию на конец сентября чистый долг увеличился до \$1,90 млрд на фоне выплаты промежуточных дивидендов за первое полугодие 2021-го в объеме \$0,2 млрд (45 центов на акцию). При этом компания генерировала значительный положительный денежный поток. В перспективе до 2025 года золотодобытчик прогнозирует снижение капитальных инвестиций до \$400 млн в сравнении с \$675–725 млн в 2021-м.

Согласно отчету по МСФО за первое полугодие, выручка компании выросла на 12% г/г (до \$1274 млн) за счет повышения цен на металлы при практически неизменном объеме производства. Скорректированная EBITDA увеличилась на 8% г/г, до \$660 млн. Рентабельность по скорректированной EBITDA снизилась на 2 п.п., до 52%, на фоне замедления роста продаж на основных рынках сбыта. Чистая прибыль составила \$419 млн против \$376 млн в первом полугодии 2020-го.

Отношение чистого долга к скорректированной EBITDA за предшествующие 12 месяцев составило 1,05х, оставаясь существенно ниже целевого уровня 1,5х. Увеличение долговых обязательств вызвано повышением капзатрат и сезонным накоплением оборотного капитала. Впрочем, в ближайшие несколько лет компания может финансировать капвложения за счет долга без ущерба для оценок справедливой стоимости.

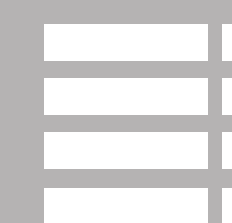
Александр Осин,  
аналитик управления операций  
на российском фондовом рынке  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



18



### Наши прогнозы

С учетом динамики цен на золото в последние кварталы мы полагаем, что до конца 2022 года оно может подорожать до \$1900 за унцию (базовый сценарий). Принимая во внимание этот фактор, а также существенный рост чистой рентабельности Polymetal по итогам 2021 года, ожидаем, что выручка, EBITDA и чистая прибыль компании за этот период составят \$2844 млн, \$1587 млн и \$971 млн соответственно. Прогноз на 2022 год предполагает повышение этих финансовых показателей до \$3354 млн, \$1738 млн и \$1051 млн.

В 2022–2027 годах целевые темпы прироста цен на золото закладываем на уровне 14% г/г. Для сравнения, в предыдущие периоды активного наращивания мировых денежных агрегатов и базы, в 2008–2012-м и 2020–2021-м, данный показатель в среднем составлял 18% и 12% г/г соответственно.

В модели DCF для Polymetal закладываем соотношение FCF и выручки на уровне 15%. Это незначительно выше среднего показателя, сформированного в период низких темпов экономического роста в 2013–2020 году, – 14%. С учетом позитивных прогнозов средне- и долгосрочной динамики цен на драгметаллы и снижения прогнозного CAPEX компании рассматриваем данную оценку как консервативную.

Еще одним фактором поддержки для компании считаем тот факт, что на данный момент не ожидается значимого повышения налоговой нагрузки в отрасли в ближайшие несколько лет. Последние бюджетные новации правительства РФ, предполагающие ужесточение налоговых условий в металлургической и добывающей отраслях, изначально не включали в список таргетируемых секторов добычу драгметаллов.

### Дивиденды

С учетом оценок чистой прибыли и рекомендаций совета директоров компании выплатить дивиденды за первое полугодие 2021-го в размере \$0,45 на акцию (примерно 50% чистой прибыли), мы полагаем, что дивиденд Polymetal по итогам 2021-го и 2022 года составит \$1,03 и \$1,11 на бумагу соответственно.



# Инвестиционная идея

## Наши оценки

Компания торгуется существенно дороже аналогов с точки зрения соотношения финансовых и операционных мультипликаторов. На наш взгляд, ключевым драйвером роста котировок Polymetal в перспективе пяти лет по-прежнему будет выступать позитивная динамика цен на золото и серебро. Интерес инвесторов к этим металлам объясняется как реакцией игроков

рынка на возможные результаты сверхмягкой политики ведущих мировых ЦБ в последние десятилетия, так и рисками, связанными с учащением и усилением дефицита металлов, продукции АПК и энергоресурсов на рынке. Оценка справедливой стоимости обыкновенной акции Polymetal International на конец 2022 года составляет 1811,25 руб.

Финансовые показатели	31.12.2019	31.12.2020	2021	2022
Выручка, млн руб.	2 241,00	2 865,00	2 844,11	3 353,85
ЕБИТДА, млн руб.	1 038,00	1 660,00	1 587,07	1 738,63
Чистый доход, млн руб.	480,00	1 081,00	971,10	1 050,67
Доход на акцию	1,01	2,28	2,05	2,22
Операционная маржинальность	46%	58%	56%	52%
Чистая маржа	21%	38%	34%	31%

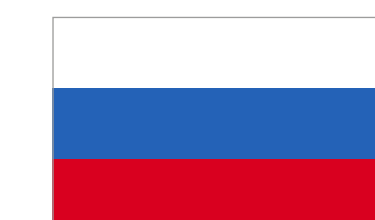
	Current	Market's Median
EV/Revenue	4,00	2,73
EV/ЕБИТДА	7,05	6,21
P/E	10,64	10,25
P/Revenue	3,37	2,37
P/CF	8,10	6,87
P/FCF	18,74	14,78
EV to Gold Reserves (P&P)	483,3	269,0



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
POLY:RX	0,03%	-4,26%	-4,03%	-2,47%	-28,24%
IMOEX	0,30%	-0,49%	0,96%	-10,96%	9,36%
RTS	0,72%	1,31%	-0,33%	-14,07%	8,21%
Russell 2000	0,20%	-3,30%	-0,67%	-1,80%	3,10%
S&P 500	0,14%	-1,68%	0,17%	8,33%	23,99%
NASDAQ Composite	1,41%	-3,00%	-3,04%	4,75%	15,92%

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

Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Рынок Украины

## Гривна слабеет – акции растут

Индекс UX начал год с уверенного роста при поддержке ранее корректировавшихся бумаг, притом что нацвалюта продолжает девальвацию к доллару

Основной индекс украинской фондовой биржи UX за прошедшие две недели прибавил 1,09% при поддержке большинства наиболее ликвидных бумаг. В лидерах роста оказались акции Турбоатома (+19%), восстанавливавшиеся после обвала почти на 41% на фоне скандала и судебного разбирательства вокруг занижения цены выкупа акций у миноритарных акционеров. Райффайзен Банк не показал выраженной динамики, его котировки остались на отметке 0,43 грн. Хуже рынка выглядели также бумаги МХП (-0,27%), которые в середине декабря были включены в расчет индекса UX. Укрнафта вошла в список аутсайдеров (-4,14%) на фоне истории с начислением дивидендов за 2018 год. 23 декабря компания анонсировала выплату 35,62 грн на акцию. При этом Национальному депозитарию стало известно, что дивиденд Укрнафта намерена перечислить лишь части миноритарных акционеров. Это не соответствует установленному Национальной комиссией по ценным бумагам и фондовому рынку порядку, предполагающему одновременную выплату дивидендов всем акционерам без исключений. Центральный депозитарий вернул перечисленные Укрнафтой средства и отказал ей в праве выплачивать дивиденд на указанном основании. Отметим, что для Укрнафты механизм выплат акционерам усложняется ввиду особенностей законодательства в отношении причитающихся Нафтогазу дивидендов, которые направляются непосредственно в государственный бюджет Украины. Еще одним препятствием для компании

является невозможность выполнять функции налогового агента в отношении акционеров, налоговые данные которых отсутствуют.

Доходность украинских облигаций в конце 2021 года продолжила расти, отражая стремление компенсировать связанные с ускорением инфляции потери и конкурировать с альтернативными инвестиционными инструментами. Доходность суверенных еврооблигаций с погашением в 2028-м и 2032 году превысила 10%, что связано в первую очередь с падением аппетита к риску и с перетоком капитала в защитные казначейские облигации США, доходность которых также движется вверх. Десятилетние трежерис за последние две недели выросли на 28 б.п. – с 1,48% до 1,76%. На текущих уровнях еврооблигации Украины интересны для входа в длинную позицию, хотя при принятии инвестиционного решения необходимо учитывать риски обострения ситуации на востоке страны.

В последнюю неделю декабря пара USD/UAH консолидировалась в узком диапазоне 27,15–27,3, однако с начала января поднялась к 27,5. Ожидаем продолжения девальвации гривны в паре с долларом до 28 на горизонте квартала под влиянием динамики цен на энергоносители и ужесточения денежно-кредитной политики в США и ряде стран Европы. Эти же факторы с большой вероятностью обусловят повышение ставки Нацбанка Украины на 0,5 п.п., до 9,5%, на заседании 20 января.

Роман Калиновский,  
инвестиционный  
аналитик



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

### Динамика наиболее интересных акций

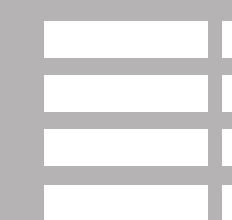
Инструмент	Значение на 27.12.2021	Значение на 07.01.2022	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1716,67	1735,3	1,09
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,43	0,43	0,00
Укрнафта, (UNAF)	290	278	-4,14
Центрэнерго, (CEEN)	7	7,4	5,71
Фергехро (FXPO), GBp	295,2	312	5,69
Донбассэнерго, (DOEN)	28	29	3,57
Турбоатом, (TATM)	2,916	3,47	19,00
МНП S.E., (MHPС)	185	184,5	-0,27
USD/UAH	27,27	27,46	0,70

### Ожидания

Рост акций МХП (MHPС) до \$10 на горизонте года.



20





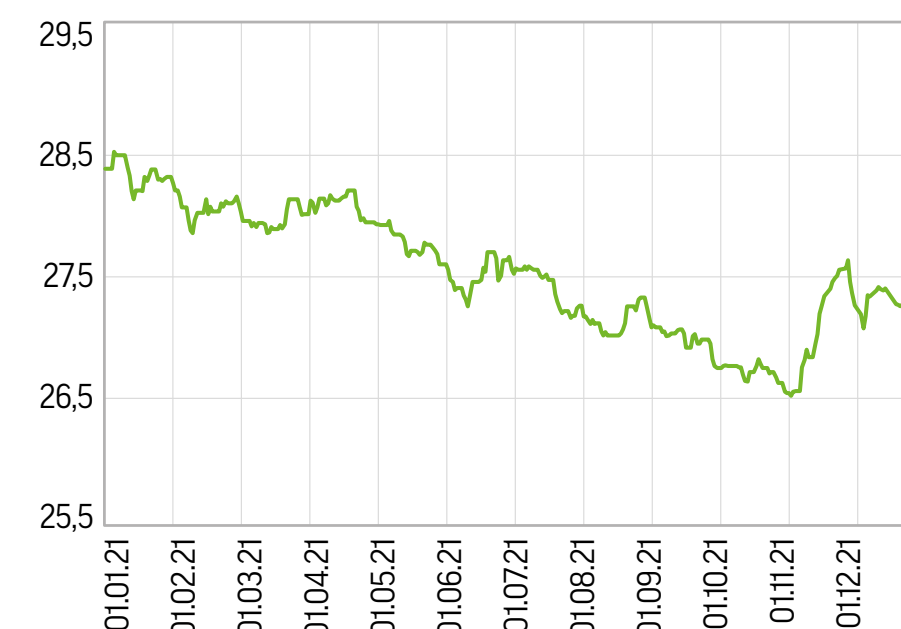
- По итогам трех кварталов 2021 года самой прибыльной госкомпанией стал Нафтогаз с результатом 9,78 млрд грн. В то же время группа компаний Нафтогаз за этот период получила убыток объемом 4,37 млрд грн. Одни из самых слабых показателей фиксирует Укрэнерго, убыток которого за январь-сентябрь составил 2,7 млрд грн. В компании это объясняют наличием специальных обязательств перед производителями зеленой энергии.
- Украинский ретейл восстанавливается, реагируя на смягчение противозидемических ограничений, улучшение покупательной способности населения и потребительских настроений. Сегмент дискаунтеров продовольственных и непродовольственных товаров в Украине продолжает активно развиваться.
- Совокупный объем сделок M&A в Украине за 2021 год вырос на 80% г/г, а их количество увеличилось на 35%. Общий объем анонсированных и завершенных сделок слияния и поглощения за прошлый год составил \$2,14 млрд. Их общее число достигло 108.
- В 2021-м в Украине появилось на 4% меньше новых компаний, чем за предыдущий год. Их количество снизилось с 39,5 тыс. до 38 тыс. В то же время число вновь зарегистрированных частных предпринимателей выросло более чем на 8% – с 247,5 тыс. до 268,8 тыс.



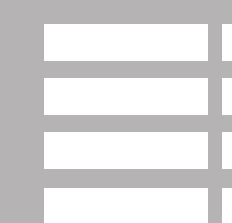
Динамика индекса UX, 1 год



Динамика USD/UAH, 1 год



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





## Устойчивость к давлению

KASE возвращается к штатному режиму торгов на фоне стабилизации ситуации в стране

В последние торговые дни 2021 года котировки казахстанских активов демонстрировали умеренно позитивную динамику. Индекс KASE присоединился к мировому предновогоднему ралли после 21 декабря, а 28-го бенчмарк достиг декабрьских максимумов. Оставшиеся три торговые сессии года индекс провел нейтрально, обороты были ниже средних. К настоящему моменту наиболее активный рост демонстрируют бумаги Халык Банка, Банка ЦентрКредит, Казатомпрома и Казтрансойла.

Начало 2022 года было омрачено массовыми митингами, начавшимися на западе страны 4 января. В тот же день вечером волнения охватили Алматы, перейдя 5 января в массовые беспорядки с перебоями в работе интернета вплоть до его полного отключения до 10 января. На торговой сессии 5 января акции из состава индекса KASE снизились, в результате чего бенчмарк совокупно потерял 2,5%. Объемы торгов были небольшими и соответствовали показателям предновогоднего периода. В условиях отсутствия доступа к Сети инвесторы преимущественно продавали бумаги «на всякий случай», не имея возможности оценить масштабы и последствия волнений. На LSE котировки ГДР казахстанских активов просели более существенно, поскольку инвесторы за пределами

Казахстана имели возможность получать актуальную информацию о положении дел в стране. Однако вскоре ситуация начала стабилизироваться, на что внешние показатели (CDS, доходность коротких гособлигаций) отреагировали улучшением. Первым из казахстанских эмитентов ситуацию прокомментировал Казатомпром, сообщив, что беспорядки не повлияли на его деятельность: работа всех объектов компании продолжалась бесперебойно, экспорту урана также ничто не угрожает. По предварительным оценкам, наибольший ущерб был нанесен банковскому сектору, однако точные цифры пока не известны. В частности, были повреждены офисные помещения, а банкоматы (в которых, впрочем, не было большого количества наличных средств) подверглись атакам мародеров. Телекомы также не понесут больших потерь, поскольку их абоненты производят тарифную оплату в начале каждого месяца. 11 января индекс KASE открылся ростом, а к концу торгового дня прибавил 1,2%, чему способствовал отскок акций Казатомпрома сразу на 11,6%. В целом даже без учета волнений в стране коррекция бумаг была небольшой и укладывалась в рамки технического движения котировок в нисходящем канале, сформированном в ноябре-декабре.

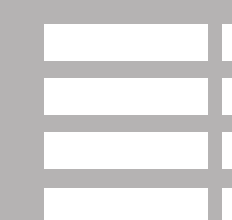
### Динамика акций и ГДР

Акция	Значение на 20.12.2021	Значение на 11.01.2022	Изменение, %
Индекс KASE	3 590,70	3 614,84	0,7%
Банк ЦентрКредит (KASE)	388,00	397,01	2,3%
Казатомпром (GDR)	35,60	35,90	0,8%
KEGOC (KASE)	1 860,01	1 870,00	0,5%
Kcell (KASE)	1 595,00	1 600,00	0,3%
Казатомпром (KASE)	16 339,98	16 345,00	0,0%
Казахтелеком (KASE)	34 900,00	34 505,00	-1,1%
Казтрансойл (KASE)	1 073,00	1 050,00	-2,1%
Халык Банк (KASE)	182,99	175,00	-4,4%
Халык Банк (GDR)	16,26	14,94	-8,1%
Kaspi (KASE)	53 730,00	49 000,00	-8,8%

### Ожидания и стратегия

Настроения инвесторов постепенно улучшаются по мере стабилизации ситуации в стране. В ходе первой полной сессии 2022 года не отмечалось сильной волатильности и «медвежьего» ажиотажа на рынке. Важным рубежом для индекса KASE станет отметка 3560 пунктов. Мы полагаем, что в скором времени фондовый рынок вернется в прежнее русло торгов.

Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





## Важные новости

- **Нацбанк может поддержать валютный рынок интервенциями.** Валютные торги на KASE начались 12 января. Правительство будет внимательно отслеживать их влияние на курс тенге. Напомним, что с 5 по 11 января торги валютой на бирже не проводились, а обменные пункты прекратили работу ввиду беспорядков.
- **В Казахстане листингованы новые инструменты.** На Astana International Exchange (AIX) были размещены биржевые ноты iX Bitcoin Exchange Traded Notes, привязанные к показателям фьючерсов на биткоин. Базовым активом для нот выступают акции ProShares Bitcoin Strategy ETF (BITO).
- **Казтрансойл сообщает о транспортировке нефти по системе магистральных нефтепроводов в штатном режиме, несмотря на введение чрезвычайного положения в стране.** График перегонки сырья на перерабатывающие заводы Республики Казахстан и в экспортных направлениях утвержден Министерством энергетики.



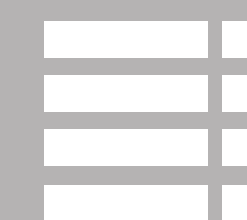
Динамика USD/KZT, 1 год



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Динамика индекса KASE, 1 год





## Время разделить успех с акционерами

Бумаги Газпрома интересны в качестве дивидендной идеи и подходят для покупки от текущих уровней с горизонтом до июля текущего года

### Причины для покупки:

- **Повышение дивиденда.** Опубликованный 21 декабря прогноз предполагает рекордные результаты Газпрома за 2021 год. Чистая прибыль корпорации должна превысить 2 трлн руб., а выручка – 8,2 трлн руб. Общий объем капзатрат группы составит 1,9 трлн руб., ее свободный денежный поток окажется больше 1 трлн руб. Эти ожидания вкупе с благоприятной конъюнктурой на рынке сырья позволяют прогнозировать финальный дивиденд за ушедший год выше 45 руб. на акцию после 12,55 руб., выплаченных по итогам 2020-го. Последние пять лет базовая ставка ЦБ РФ находилась в диапазоне 4,5–10,5%. Средняя дивидендная доходность акций перед фиксацией реестра акционеров в среднем составляла 5,8%. Если Газпром выплатит 45 руб. на акцию, доходность дивиденда на MOEX составит 13,08%. На наш взгляд, это достаточно привлекательный уровень, поэтому бумаги Газпрома мы считаем интересными для инвестиций с горизонтом до июля 2022-го. Чтобы дивдоходность к фиксации реестра опустилась к уровню консервативного прогноза 9%, акциям Газпрома необходимо достигнуть стоимости 500 руб., что означает реализацию внушительного потенциала роста в размере 45%. Метод оценки акций по будущей дивидендной доходности не всегда достаточно точен, однако в данном случае котировки акции из года в год остаются в стабильном диапазоне дивидендной доходности перед отсечкой реестра акционеров.
- **Техническая картина и прогноз результатов отчетности.** По итогам четвертого квартала 2021 года выручка Газпрома, согласно общерыночным ожиданиям, увеличится до

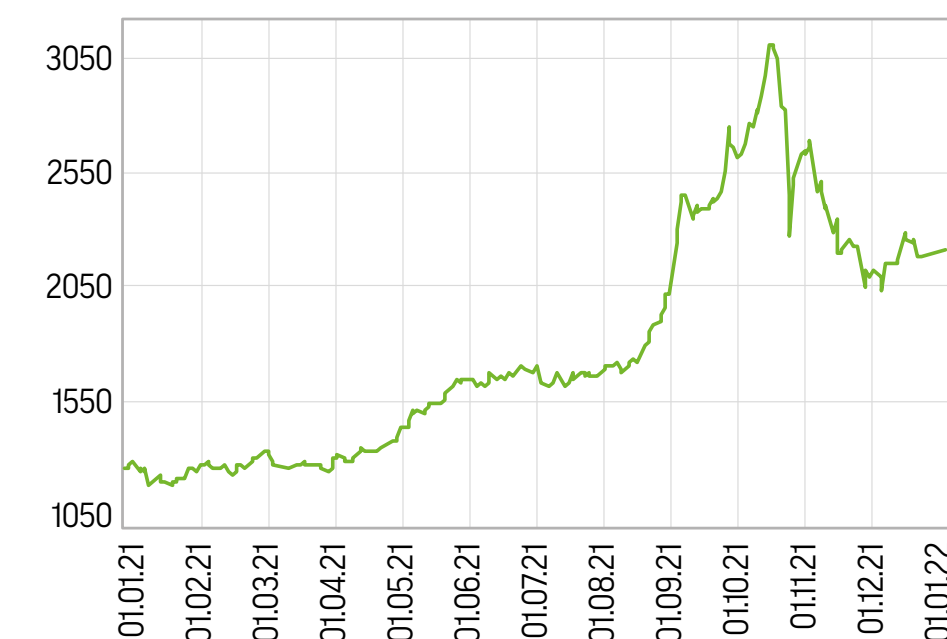
3,3 трлн руб. при EBITDA на уровне 1,25 трлн руб. и прибыли в размере 885 млрд руб. При этом EPS за 12 месяцев может составить 94 руб. Относительно недавно котировки газовой корпорации вышли вверх из локального нисходящего канала и пробили вверх 50-дневную скользящую среднюю. Произошла раскорреляция с котировками газа в голландском хабе TTF, и цена акции стабилизировалась. До ретеста исторических максимумов остается потенциал роста около 15,6%.



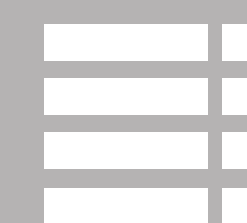
### ПАО «Газпром»

Тикер на KASE:	RU_GAZP
Текущая цена:	2210 тенге
Целевая цена:	3100 тенге
Потенциал роста:	40%

### Динамика акций на KASE



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





## На подступах к вершинам

Котировки EqRe Blue приблизились к максимумам, но не смогли удержаться на достигнутых уровнях

За последние две торговые недели индекс ликвидных акций узбекистанского фондового рынка EqRe Blue прибавил 1,82%, достигнув 2396,04 пункта в конце 2021-го и поднявшись до 2400,51 пункта по итогам первой сессии 2022 года. Таким образом, бенчмарк смог вплотную приблизиться к ранее достигнутым максимумам.

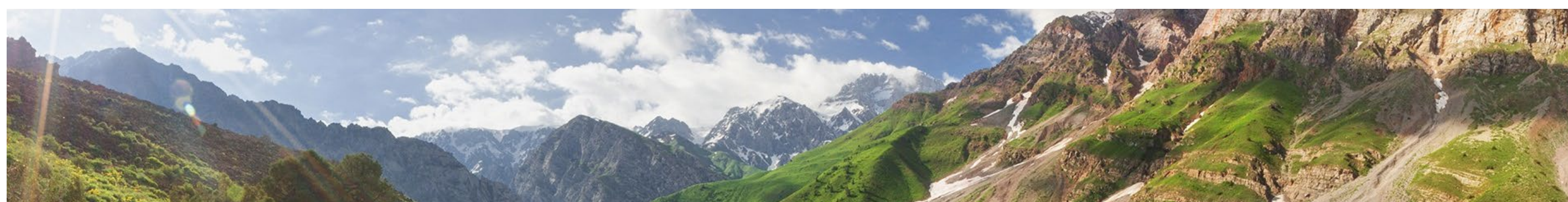
Однако 8 января индекс закрылся на отметке 2251,75 пункта за счет отката с достигнутых пиков в акциях **УзРТСБ (URTS)**, **Узметкомбината (UZMK)** и **Ипотека-банка (IPTB)**. Хотим отметить, что в ходе рассматриваемой торговой сессии бумаги банка в моменте торговались по 1,4 сума за единицу, то есть на 40% выше цены закрытия 8 января. В целом мы отмечаем уверенную положительную динамику бумаг большинства компаний и ожидаем

их дальнейшего роста ввиду наличия фундаментальных факторов и позитивного новостного фона.

Отдельно отметим акции **Кизилкумцемента (QZSM)**, которые в краткосрочной перспективе могут оказаться под давлением ввиду действий покупателя контрольного пакета, направленных на занижение рыночной цены бумаги с тем, чтобы объявить buy back по более комфортной для себя стоимости. Однако на более долгосрочном горизонте котировки QZSM, вероятнее всего, отыграют потери за счет оптимизации политики распределения прибыли. Акции IPTB, несмотря на недавнюю коррекцию, по-прежнему привлекательны для покупки: инвесторы ожидают, что после приватизации кредитная организация объявит программу обратного выкупа.

### Текущие рекомендации по акциям

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



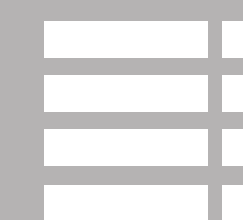
Бехрузбек Очилов,  
инвестиционный  
аналитик



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

### Статистика по бумагам в покрытии

Акция	Значение на 24.12.2021	Значение на 08.01.2022	Изменение, %
EqRe Blue	2211,43	2251,75	1,82%
KVTS	4199	4050	-3,55%
QZSM	5998	5950	-0,80%
SQBN	13	13	0,00%
URTS	24100	26500	9,96%
UZMK	93005	98499	5,91%
KSCM	600000	570000	-5,00%
НМКБ	40,00	46,00	15,00%
IPTB	1,16	1	-13,79%
UVCM	14499	13800	-4,82%
KUMZ	940	940,01	0,00%
A028090	42000	50000	19,05%
A005900	11998	14500	20,85%



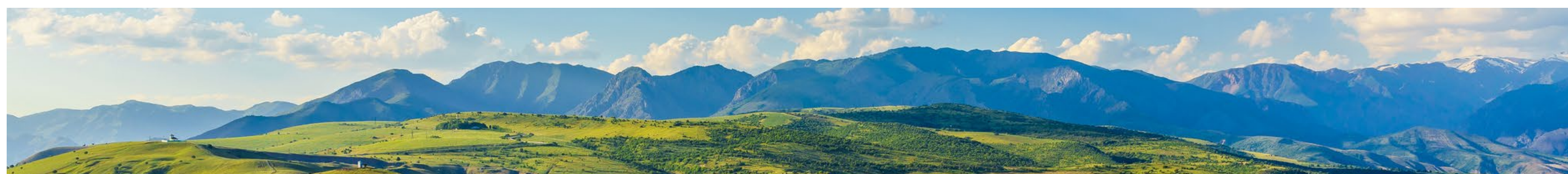


### Макростатистика

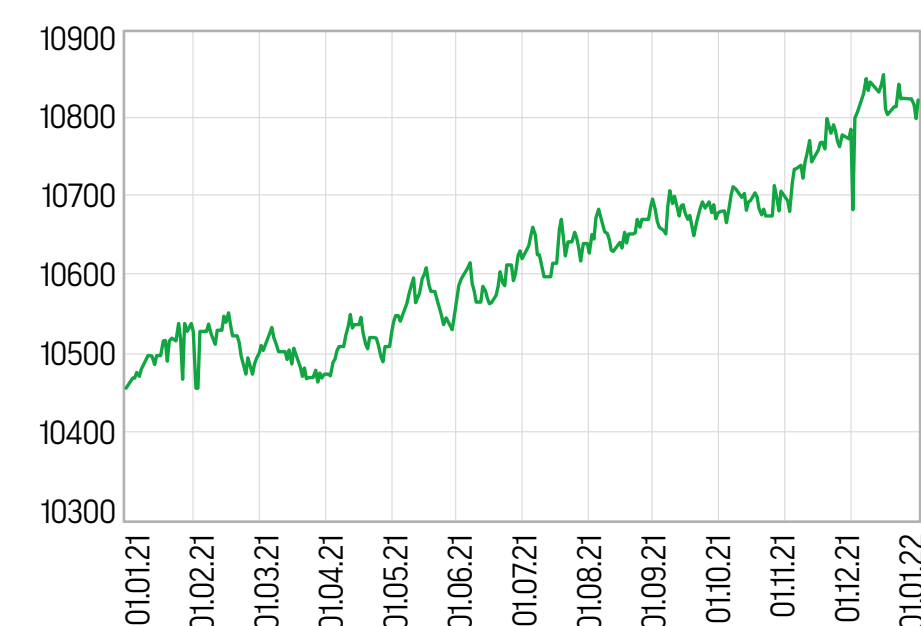
- **Узбекский сум в паре с долларом** снизился на 3,67% г/г, спред между депозитами в USD и UZS составляет 16-17%. Счетная палата предоставила прогноз по средневзвешенной ставке национальной валюты на 2022 год в размере 11 321 сум за доллар, что соответствует обесценению на 4,65% г/г от текущих уровней. Согласно нашим ожиданиям, к концу 2022-го национальная валюта девальвируется к доллару на 5,66% от текущих уровней и пара USD/UZS будет торговаться по 11 430.
- **Средняя ставка** по размещениям гособлигаций составила 13,78%. Государственный облигационный долг достиг \$3,92 млрд.
- **Евробонды Узбекистана** с погашением в 2031 году просели на 0,7% на фоне беспорядков в Казахстане.

### Новости отдельных компаний

- **УзРТСБ** запустила торги расчетными фьючерсами на технологической базе Московской биржи.
- Объем сделок на **УзРТСБ** за 2021 год достиг 86,1 трлн сумов (12% ВВП страны), что на 63% превышает показатель 2020-го.
- Холдинг United Cement Group, владеющий контрольными пакетами акций **Кувасайцемента** и **Бекабадцемента**, выкупит у государства 86,92-процентную долю в капитале **Кизилкумцемента** по цене 4 858 сумов за бумагу.
- **Кизилкумцемент** проведет ВОСА, на котором будет решаться вопрос о распределении прибыли за 2020 год. Закрытие дивидендного реестра запланировано на 25 января. Таким образом, 21 января – последний день для покупки акций с дивидендом с учетом того, что бумага торгуется в режиме T+2.
- «Фридом Финанс» успешно разместила корпоративные облигации **Узметкомбината**. Доходность к погашению (YTM) составила 22%, книга была переподписана на 957%. На заявки от нерезидентов пришлось 42,22% общего объема.
- **Узметкомбинат** передаст непрофильные активы Агентству по управлению государственными активами в рамках подготовки к дополнительному размещению акций (FPO) на Ташкентской бирже.



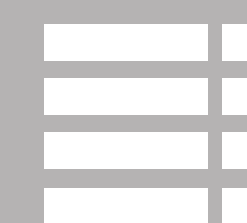
### Динамика USD/UZS, 1 год



### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





## Поддерживаемая балансом

Низкая долговая нагрузка и высокая платежеспособность обеспечат реализацию равного 84% потенциала роста в котировках KSCM

Несмотря на снижение прибыли и ухудшение общего новостного фона, акции Кувасайцемента остаются привлекательными для покупки. Ряд рисков, которые могут оказать давление на котировки, на наш взгляд, в ближайшее время будут нивелированы, однако при принятии инвестиционного решения их следует учесть.

### Риски и позитивные факторы

- **Низкая долговая нагрузка и высокая платежеспособность.** У компании нет непогашенных кредитов, объем краткосрочной кредиторской задолженности незначителен. D/E эмитента составляет 0,05х.
- **Ухудшение финансовых показателей.** За девять месяцев 2021 года выручка KSCM снизилась на 39,22% г/г, чистая прибыль упала на 74,59%. Причиной стала сильная нехватка газа в третьем квартале 2021 года, которая повлияла на продажи всех производителей цемента. Однако мы рассчитываем, что этот риск будет нивелирован в ближайшем будущем благодаря решению правительства Узбекистана приостановить экспорт газа в январе 2022 года.
- **Снижение цен на цемент и замедление роста строительной индустрии в стране.** В январе 2022 года основная продукция Кувасайцемента (портландцемент) подешевела на 16,36% г/г. Реальный ВВП от строительного сектора (UZGDCONN Index) снизился в 2021-м на 13,93% г/г впервые с 2016 года (данные Bloomberg). При этом рост импорта строительных услуг (UZTRISCN Index) составил 10,39% за год. Как следствие, мы полагаем, что в 2022–2025 годах динамика данного сектора будет положительной, прини-

мая во внимание большое количество строительных проектов и продолжающийся строительный бум в Узбекистане.

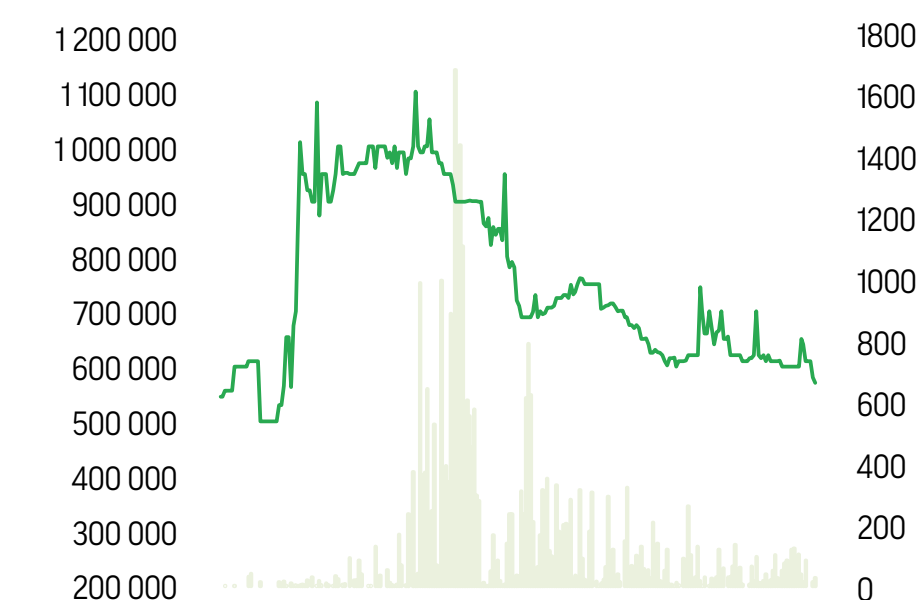
- **Изменения в модели.** Мы значительно снизили ожидания по росту выручки и маржинальности эмитента в прогнозном и постпрогнозном периоде с учетом недавно выпущенной отчетности и полагаем, что в 2022 году выручка эмитента будет в 1,5 раза ниже, чем по итогам 2020-го. Однако эти ожидания следует рассматривать как консервативные: они учитывают исторические показатели динамики продаж и долгосрочные планы компании.
- **Потенциал роста 84% от текущих котировок.** Наш таргет по обыкновенной акции компании на уровне в 1049 тыс. сумов предполагает значительный потенциал роста от текущих ценовых уровней. Стоит отметить, что в данный момент вложения в акции эмитента характеризуются повышенным риском из-за неопределенности в секторе.



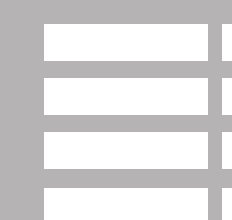
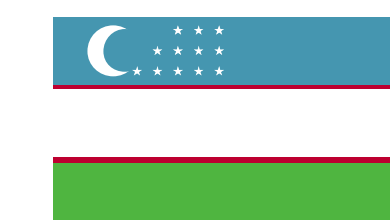
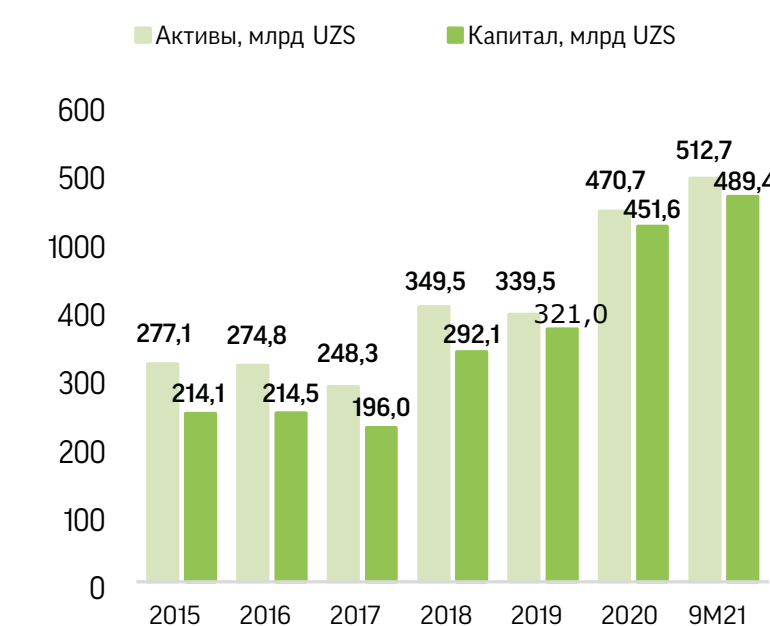
### АО «Кувасайцемент»

Тикер на UZSE:	KSCM
Текущая цена:	570 000 UZS
Целевая цена:	1 049 000 UZS
Потенциал роста:	84%

### Динамика акций за 12 месяцев



### Финансовые показатели



# Рынок Германии

## В состоянии покоя

Наиболее вероятным сценарием для индекса DAX при пробое отметки 15750 в краткосрочном периоде станет коррекция к 15100 пунктам

Последнюю торговую неделю 2021-го индекс DAX завершил ростом на 0,82%, до 15 885 пунктов, а за полный ушедший год основной бенчмарк фондового рынка Германии прибавил 15,8%. Рождественская пятидневка в целом прошла спокойно: за первые два торговых дня DAX поднялся на 1,3%, в середине недели скорректировался на 0,7%, а в пятницу частично отыграл потери. Объем торгов, как и обычно в предновогодний период, был невысоким. Движения котировок определяли новости о распространении омикрон-штамма COVID-19 в Европе и обсуждение предстоящего ужесточения монетарной политики.

Период с третьего по седьмое января 2022-го также закончился для DAX в плюсе: он прибавил 0,4%, достигнув 15948 пунктов. Волатильность в первую торговую неделю нового года была повышенной: с понедельника по среду бенчмарк вырос на 2,4%, а в четверг и пятницу упал на 1,35% и 0,65% соответственно. Позитивным

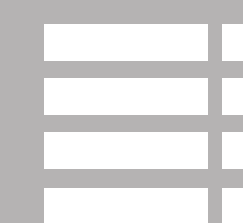
драйвером для немецкого рынка стали новости авиаперевозчиков и представителей туристической индустрии. На торгах пятого января их котировки в Европе выросли на 3,4%. Акции Lufthansa в первый день недели поднялись на 8,9%, бумаги англо-немецкой туркомпании TUI за третье-четвертое января подорожали на 13%. Важным для рынков событием стала публикация протоколов декабрьского заседания ФРС, подтвердивших готовность регулятора активно ужесточать монетарную политику. В частности, Федрезерв планирует в текущем году сокращать свой баланс, достигший \$8,3 трлн. Ключевая ставка в США, вероятнее всего, будет повышена в марте. После выхода «минуток» ФРС акции пошли вниз, а доходность облигаций повысилась. Среди значимой для рынков макростатистики отметим показатель инфляции в еврозоне, который в декабре достиг рекордных 5% после ноябрьских 4,9%.

### Ожидания и стратегия

DAX продолжает движение в восходящем канале. Основная трендовая поддержка находится около 15100 пунктов. Верхняя граница тренда проходит примерно на уровне 16300 пунктов. Эту отметку индексу необходимо пробить, чтобы ускорить рост в среднесрочном периоде. Краткосрочно в случае пробоя 15750 пунктов наиболее вероятна коррекция к 15100 пунктам.

### Лидеры роста в индексе DAX

Акция	Значение на 23.12.2021	Значение на 07.01.2022	Изменение, %
DAX Index	15 756,31	15 947,74	1,2%
CBK GR Equity	6,70	7,93	18,4%
LHA GR Equity	6,17	7,02	13,7%
DBK GR Equity	11,18	12,40	10,9%
LXS GR Equity	53,12	58,66	10,4%
1COV GR Equity	52,48	57,64	9,8%
BAS GR Equity	60,76	66,13	8,8%
TKA GR Equity	9,46	10,27	8,6%
ALV GR Equity	206,35	221,85	7,5%
BMW GR Equity	89,06	95,61	7,4%
PAH3 GR Equity	84,62	90,20	6,6%
BMW3 GR Equity	73,20	78,00	6,6%
MTX GR Equity	179,65	190,75	6,2%
VOW3 GR Equity	177,40	187,86	5,9%





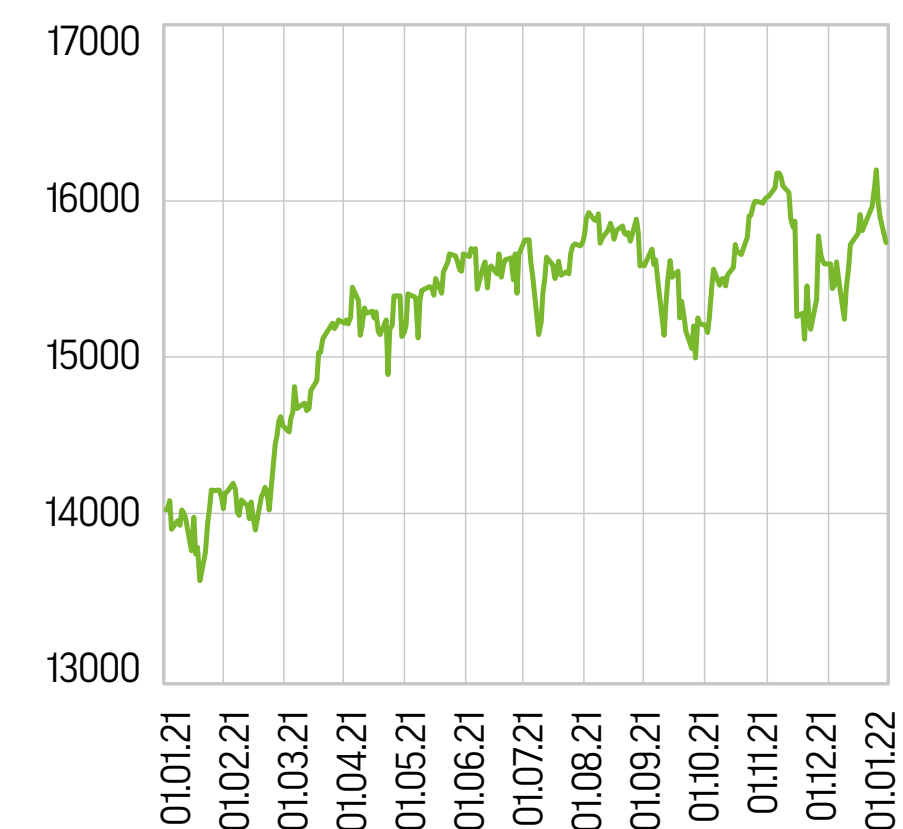
# Рынок Германии

## Важные новости

- Инфляция в Германии за полный ушедший год достигла максимума с 1993 года на уровне 3,1%. В декабре рост цен в годовом выражении составил 5,3%.
- Индекс деловой активности (PMI) по Германии в секторе услуг за декабрь снизился с ноябрьских 52,7 до 48,7 пункта, а промышленный PMI опустился с 52,2 пункта до 49,9.
- Экспорт из ФРГ в ноябре вырос на 1,7% м/м, а импорт увеличился на 3,3% м/м, в результате торговый баланс страны сократился до 10,9 млрд евро – минимума за ноябрь с 2011 года. Тем не менее этот результат оказался выше заложенных в консенсус 9 млрд евро.



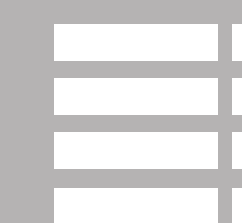
Динамика индекса DAX, 1 год



Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Динамика EUR/USD, 1 год





# Deutsche Post AG

## Доставка прибыли к максимумам

Драйвером роста акции Deutsche Post обеспечат оптимистичные прогнозы менеджмента, предполагающие рекордную прибыльность в ближайшие годы

### Причины для покупки:

- 1. Финансовые результаты.** В третьем квартале выручка Deutsche Post выросла на 23,5% г/г, до 20 млрд евро, операционная прибыль увеличилась на 28,6% г/г, до 1,8 млрд евро. Пересмотренный прогноз менеджмента предполагает достижение EBIT рекордных 7,7 млрд евро, а ожидания в отношении результата за 2023-й повысились с 7,4 млрд до 8 млрд евро.
- 2. Deutsche Bank предполагает, что после публикации отчета за четвертый квартал компания вновь улучшит прогнозы.** Аналитики инвестбанка считают, что обновленный гайденс до 2023 года слишком консервативен, а также ввиду наличия у

компании избыточной ликвидности ожидают анонса программы обратного выкупа.

- 3. Последние обновления целей по акциям Deutsche Post.** Аналитики Stifel, Jyske Bank, Bernstein и Berenberg подтвердили таргеты по бумаге компании на уровне 75, 73, 65 и 67 евро соответственно. Таким образом, консенсусная цель составляет 68,25 евро.

- 4. Техническая картина.** Акции удержались над поддержкой на уровне 53 евро и на текущий момент пытаются подняться выше. В случае пробоя сопротивления на отметке 56 евро возможно движение до 60 евро.

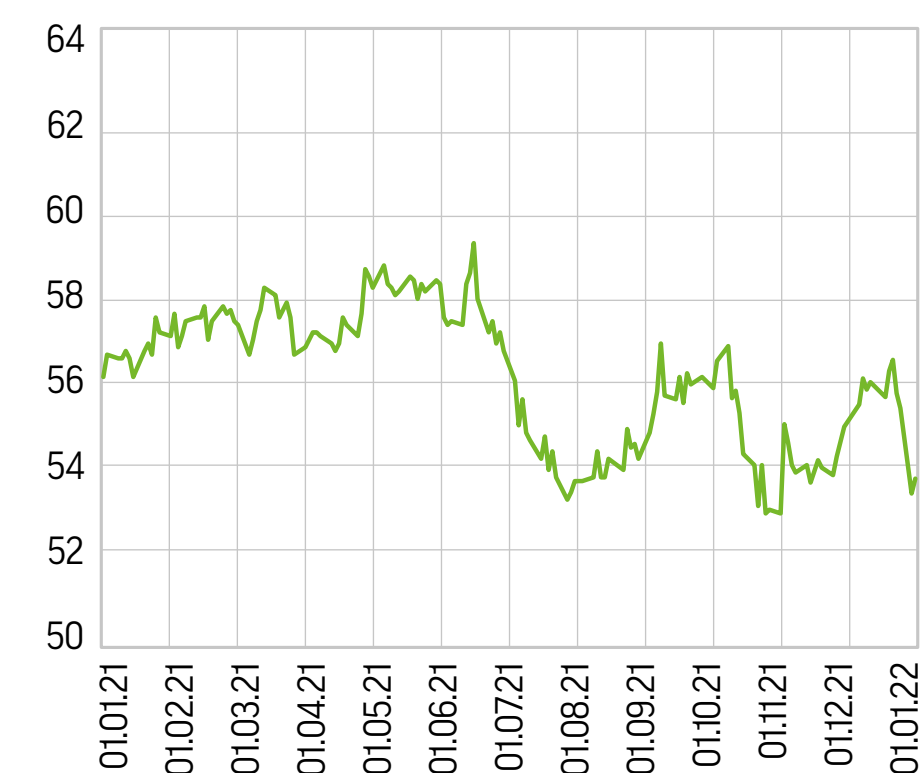


## Среднесрочная идея

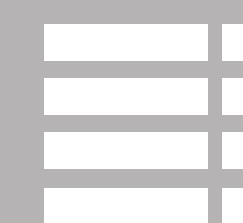
### Deutsche Post AG

Тикер на Xetra:	DPW
Текущая цена:	54,21 евро
Целевая цена:	68,25 евро
Потенциал роста:	25,9%
Дивидендная доходность:	2,49%

### Динамика акций BAYN на Xetra



Deutsche Post 





# Новости ИК «Фридом Финанс»

## ИК «Фридом Финанс» – организатор и андеррайтер дебютного выпуска биржевых облигаций ООО «ЛКМБ-РТ»

23 декабря 2021 года ООО «ЛКМБ-РТ» (Лизинговая компания малого бизнеса Республики Татарстан) успешно разместило на Московской бирже выпуск облигаций серии 001P-01 (регистрационный номер 4B02-01-00065-L-001P от 16.12.2021) объемом 100 млн руб. Организатором и андеррайтером выпуска выступила ИК «Фридом Финанс». Ставка купона определена на все купонные периоды в размере 12,5% годовых. Продолжительность купонного периода составляет 91 день, число купонных периодов – 12. «У эмитента сложилась положительная репутация на региональном лизинговом рынке. Большая часть лизингополучателей – это представители микро-, малого и среднего бизнеса. У компании большие планы по развитию: переход на МСФО, открытие новых офисов, получение кредитных рейтингов. Компания активно развивается, и мы надеемся на долгосрочное сотрудничество с ЛКМБ-РТ», – отметил заместитель генерального директора ИК «Фридом Финанс» Сергей Носов.



## Freedom Holding Corp. получил три международных награды

Freedom Holding Corp. стал победителем ежегодной премии International Finance Awards в двух номинациях – Most Innovative Securities Brokerage Company – Kazakhstan 2021 и Best Research House – Kazakhstan 2021. Премия учреждена деловым финансовым журналом премиум-класса International Finance, который издает британская компания International Finance Publications Limited.

«У нас одна из сильнейших аналитических команд, которая уже не в первый раз удостоивается высоких международных наград. Наши эксперты ежедневно продвигают огромную исследовательскую работу, чтобы клиенты компании получали самые своевременные и актуальные данные по публичным компаниям и ситуации на рынке в целом. Вторая номинация, безусловно, также оправданна, так как мы применяем инновационные подходы в работе не только в рамках брокерского направления, но и в холдинге в целом», – прокомментировал событие Тимур Турлов, CEO Freedom Holding Corp. АО «Фридом Финанс» было удостоено бронзовой награды Федерации евро-азиатских фондовых бирж (FEAS) Champions League Award 2021 в категории «Рынок фиксированного дохода».

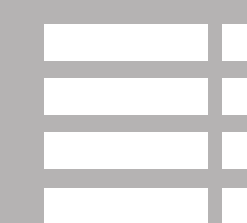
«В Казахстане мы предлагаем клиентам различные решения по инвестированию в долговые бумаги и прочие инструменты с фиксированной доходностью. За последние пару лет на KASE появилось множество международных облигаций и локальных доходных корпоративных кейсов, но особое место среди них занимает ИПИФ Fixed Income USD. Хочу отметить, что на данную номинацию нас выдвинула Казахстанская фондовая биржа, что, безусловно, говорит о признании со стороны коллег», – резюмировал глава холдинга.



## Тимур Турлов прокомментировал ситуацию в экономике и на фондовом рынке Казахстана

11 января CEO Freedom Holding Corp. Тимур Турлов провел в своем аккаунте в Instagram прямой эфир, посвященный влиянию волнений в Казахстане на экономику и котировки биржевых активов. По словам главы Freedom Holding Corp., ситуация в Алматы нормализуется, отделения Банка «Фридом Финанс» постепенно возобновляют работу, биржи проводят операции в штатном режиме. «Все волнения пришли на традиционно спокойный для фондового рынка период новогодних праздников. Первую неделю января торги, как правило, всегда не очень активны. Даже когда протесты только начинались и уровень неопределенности был крайне высок, фондовый рынок реагировал сдержанно. Совсем скоро можно будет говорить о том, что многие проблемы остались позади», – прокомментировать глава холдинга.

Инвестиционный  
обзор №239  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





## Новости ИК «Фридом Финанс»

Тимур Турлов также отметил, что финансовая инфраструктура компании не пострадала.

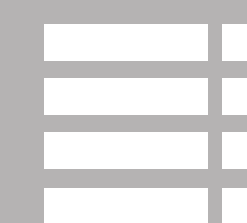
Комментируя ситуацию с тенге, спикер заявил, что «Нацбанк сделает все возможное для стабилизации казахстанской валюты, поэтому сильных колебаний ее курса ждать не стоит». Также г-н Турлов ответил на вопросы зрителей, в том числе касающиеся ЗПИФа «Фонд первичных размещений», объяснив его снижение циклической коррекцией в связи с зако-

номерным охлаждением рынка IPO. Однако CEO Freedom Holding Corp. убежден, что после коррекции фонд вновь вырастет, а предстоящий год на рынке IPO будет гораздо интереснее предыдущего: «Новые IPO будут оцениваться дешевле, то есть потенциал для гэпа будет выше. Я не сомневаюсь, что появятся новые перспективные первичные размещения, под влиянием которых будут переоценены и все остальные IPO, в которые мы инвестировали последние полгода».

Комментируя движения котировок СПБ Биржи, глава холдинга отметил, что ее акции демонстрируют адекватную динамику и назвал инвестиции в них удачной долгосрочной идеей.

В заключение CEO холдинга рассказал о планах на 2022 год. Среди них запуск новых продуктов в России, продолжение развития в Европе, а также выход в сегмент IPO на рынке США.

**Инвестиционный  
обзор №239**  
13 января 2022  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)





## Центральный офис

**Москва** ☎ +7 (495) 783-91-73

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

[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru) | [info@ffin.ru](mailto:info@ffin.ru)



## Офисы

### Архангельск

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

### Астрахань

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

### Барнаул

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

### Белгород

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

### Братск

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

### Владивосток

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

### Волгоград

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

### Вологда

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

### Воронеж

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

### Екатеринбург

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

### Ижевск

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

### Иркутск

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

### Казань

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

### Калининград

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

### Кемерово

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

### Краснодар

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

### Красноярск

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

### Курск

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

### Липецк

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

### Набережные Челны

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

### Нижний Новгород

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

### Новосибирск

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

### Омск

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

### Пермь

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

### Ростов-на-Дону

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

### Рязань

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

### Самара

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

### Санкт-Петербург

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

### Саратов

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

### Сочи

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

### Ставрополь

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

### Стерлитамак

☎+7 (3473) 41-84-88  
ул. Коммунистическая, д.30  
[daniлова@ffin.ru](mailto:daniлова@ffin.ru)

### Сургут

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

### Тверь

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

### Тольятти

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

### Томск

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

### Тюмень

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

### Ульяновск

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

### Уфа

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

### Челябинск

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

### Череповец

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

### Якутск

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

### Ярославль

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

