

# Инвестиционный обзор



№180  
25 июля – 8 августа 2019

Американский рынок:

## Всем достанется

Трамп обещал новые пошлины,  
Китай отказался покупать сельхозтовары

Россия: Нечужая война

Биржевая Украина: Сезон отчетности эмитентов  
разочаровывает инвесторов

Биржевой Казахстан: Шторм в тихой гавани

Немецкий рынок: Торговые войны усиливают пессимизм

Инвестидеи, самые важные новости  
и рекомендации по покупке акций



# Содержание:

Фондовый рынок США: Всем достанется .....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице .....	4
Новости ИК «Фридом Финанс» .....	5
Фондовый рынок США: Трамп vs ФРС .....	6
Российский рынок: Нечужая война.....	7-9
Инвестидея: ПАО ММК.....	10
Биржевая Украина: Сезон отчетности эмитентов разочаровывает инвесторов.....	11-12
Биржевой Казахстан: Шторм в тихой гавани.....	13-14
Среднесрочная идея: Казатомпром .....	15
Немецкий рынок: Торговые войны усиливают пессимизм .....	16-17
Среднесрочная идея: United Internet AG .....	18
Наиболее важные новости компаний .....	19-20
Текущие рекомендации по акциям .....	21
Инвестидея: Не упустите золотое время! .....	22-23
Активная стратегия .....	24
Дивидендная стратегия .....	25
Обзор венчурных инвестиций .....	26
Кто идет на IPO: IPO InMode Ltd. ....	27
Контакты.....	28



# Фондовый рынок США

## Всем достанется

США и Китай не только не добились прогресса в переговорах, но и обострили ситуацию. Трамп анонсировал новые пошлины, КНР отказалась покупать в Америке сельхозтовары. Бизнес остается под бременем импортных тарифов на неопределенное время.



### Новости одной строкой:

- 31.07.19 ФРС снизила ставку впервые с 2008 года
- 01.08.19 Трамп пообещал новые пошлины на товары из Китая
- 05.08.19 Китай девальвировал юань и отказался покупать в США сельхозтовары
- 06.08.19 Большинство компаний сообщили о росте прибыли, но многие ухудшили прогноз

По состоянию на 06.08.19

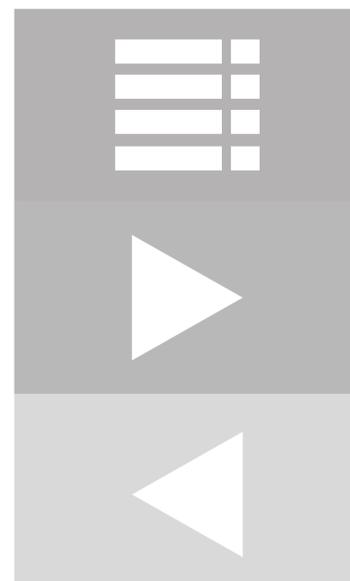
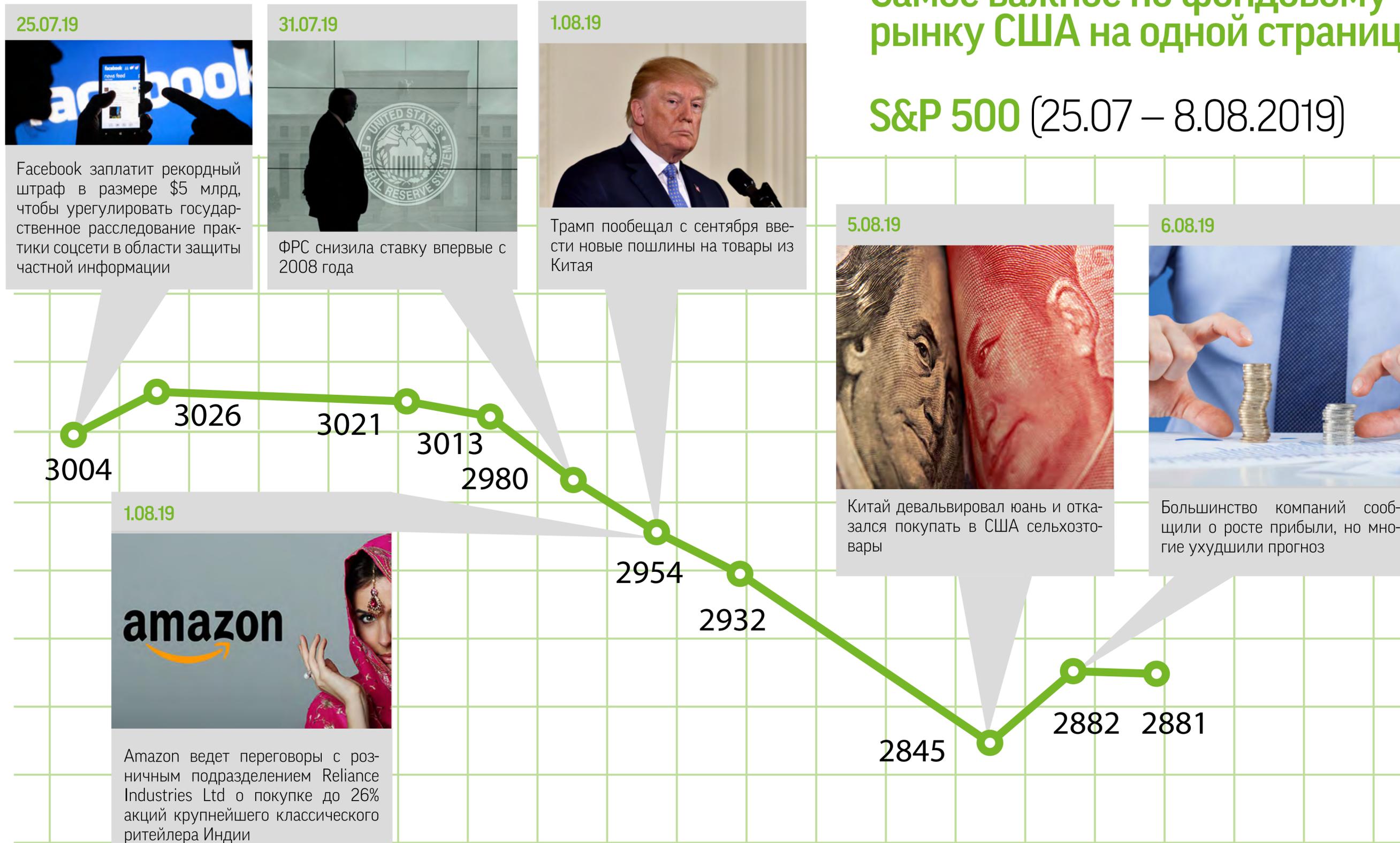
Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	-4.30%	-3.04%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-5.43%	-3.40%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-4.27%	-2.90%
UUP	Доллар	-0.30%	0.61%
FXE	Евро	0.35%	-0.18%
XLF	Финансовый сектор	-4.51%	-3.25%
XLE	Энергетический сектор	-6.95%	-7.36%
XLI	Промышленный сектор	-4.92%	-2.65%
XLK	Технологический сектор	-6.10%	-2.94%
XLU	Сектор коммунальных услуг	0.33%	-1.22%
XLV	Сектор здравоохранения	-2.16%	-3.21%
SLV	Серебро	-0.77%	9.47%
GLD	Золото	2.91%	5.80%
UNG	Газ	-1.35%	-11.34%
USO	Нефть	-7.78%	-6.62%
VXX	Индекс страха	23.01%	13.41%
EWJ	Япония	-1.84%	-3.16%
EWU	Великобритания	-5.73%	-7.33%
EWG	Германия	-3.45%	-6.60%
EWQ	Франция	-3.87%	-5.70%
EWI	Италия	-2.10%	-5.38%
GREK	Греция	-5.17%	-5.66%
EEM	Страны БРИК	-6.34%	-7.17%
EWZ	Бразилия	-4.96%	-5.79%
RSX	Россия	-4.61%	-6.12%
PIN	Индия	-3.15%	-7.64%
FXI	Китай	-7.20%	-8.63%



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## S&P 500 (25.07 – 8.08.2019)

Инвестиционный  
обзор №180  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Новости ИК «Фридом Финанс»

## 01.08. Клиентская база ИК «Фридом Финанс» продолжает расширяться

Московская биржа опубликовала традиционные рейтинги ведущих операторов фондового рынка: каждый месяц MOEX подводит итоги торгов и фиксирует результаты наиболее заметных участников. ИК «Фридом Финанс» традиционно входит сразу в несколько рэнкингов площадки.

Компания расположилась на 9-м месте списка брокерских компаний по числу зарегистрированных клиентов: в июле их стало еще почти на тысячу больше, несмотря на сезон отпусков. Общее число клиентов ИК «Фридом Финанс» на MOEX достигло 38 630 человек. Одновременно за ИК «Фридом Финанс» осталась 12-я строчка рэнкинга операторов с наибольшим количеством активных клиентов благодаря активности почти 3 тысяч трейдеров.

Московская биржа также зафиксировала, что ИК «Фридом Финанс» сохраняет позиции в топе-50 операторов по объему клиентских операций, который в июле достиг 2,9 млн рублей.

Итоги июля прокомментировал начальник управления торговых операций на российском фондовом рынке ИК «Фридом Финанс» Георгий Ващенко:

«Опубликованные результаты во многом закономерны: в России сегодня мы наблюдаем настоящую революцию на инвестиционном рынке, который стал привлекать все больше внимания. Помимо общего роста спроса на инвестиции нашим результатам способствует правильная работа с розничными инвесторами через интернет-магазин Freedom24, а также, безусловно, качество предоставляемых услуг и рекомендаций на российском рынке».

## 25.07. Тимур Турлов встретился в Челябинске с акционерами и клиентами Freedom Holding Corp.

В Челябинске 24 июля состоялась встреча клиентов и акционеров Freedom Holding Corp. с главой холдинга Тимуром Турловым. На мероприятии, центральной темой которого стала годовая отчетность холдинга, присутствовали более 220 человек.

Freedom Holding Corp., который включает в себя инвестиционные компании в России, Казахстане, Германии, Узбекистане, Киргизии и Украине, на постоянной основе проводит встречи руководства компании с клиентами и акционерами, ранее Тимур Турлов провел ряд аналогичных мероприятий – в том числе в Москве и Казани. Встреча в Челябинске была заключительной в серии. На ней глава компании подвел итоги года и рассказал о наиболее значимых успехах холдинга за последнее время, о показателях конкурентоспособной Freedom Holding Corp. и о его главных конкурентах.

Глава Freedom Finance выступил здесь практически ровно через год после того, как приезжал на открытие офиса летом 2018 года. Местная команда удостоилась отдельной похвалы – как и клиенты компании.

«Богаты мы всегда были своими клиентами. Мы всегда старались сделать хороший продукт и разделить его со своими клиентами – более того, с самого начала мы сделали ставку не на какой-то «большой управляющий фонд», а на максимально прозрачную, клиентоориентированную структуру. Для нас всех гораздо комфортнее и удобнее понимать, что происходит, а не просто с закрытыми глазами куда-то вкладываться. И это та модель, которую строим мы», – отметил Тимур Турлов.



**Инвестиционный  
обзор №180**  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.fff.ru](http://www.fff.ru)



# Фондовый рынок США

## Трамп vs ФРС

Представители Китая и США не нашли возможности продвигаться в торговых переговорах и отложили их до сентября. Сразу после этого страны обменялись новыми недружественными шагами: Штаты заявили о подготовке дополнительных ввозных тарифов – Поднебесная ответила на это отказом от покупки американских сельхозтоваров и девальвацией юаня. И столь существенный перерыв между раундами переговоров, и оперативность новых санкционных ходов говорят о готовности Трампа и Си Цзиньпина идти до конца в отстаивании собственных интересов. Такое положение вещей никоим образом не повышает инвестиционной привлекательности акций. Коррекция индекса S&P500 на 6% после этих событий стала результатом реакции инвесторов, закрывших часть позиций.

Тем не менее не думаю, что участники торгов продолжают активно распродавать свои портфели. Крупнейшие центробанки во многих отношениях почти не оставляют инвесторам никакой альтернативы, кроме продолжения покупки акций. Доходности государственных облигаций у многих стран уже отрицательные,



Тимур Турлов,  
глава инвестиционного  
комитета компании



да и у остальных они не намного выше. Неопределенные перспективы мировой экономики говорят о том, что повышение ставок в ближайшем будущем маловероятно. Мягкая монетарная политика позволяет инвесторам надеяться на продолжение экономического роста даже в условиях действия импортных пошлин.

Страна	Доходность 10-летних облигаций (%)
Китай	3,07
США	1,63
Великобритания	0,47
Япония	-0,19
Франция	-0,33
Германия	-0,60

Нюанс заключается в том, что новые ввозные тарифы, которые Трамп пригрозил ввести в сентябре, могут помешать ФРС еще раз снизить ставку. Действующие пошлины на импорт привели в основном к снижению деловой активности, но не к ускорению инфляции, то есть вызвали главным образом неуверенность производителей, а не потребителей. Уровень спроса оставался высоким. Однако новые тарифы могут изменить эту картину и в итоге разогнать инфляцию. В этом случае ФРС будет сложнее идти на снижение ставки. Следующее заседание американского регулятора состоится 18 сентября. До этого данные по потребительским ценам выйдут дважды: 13 августа и 12 сентября, и это будет очень важная информация как для инвесторов, так и для Федерезерва.

От текущих уровней жду роста индексов, учитывая уже произошедший спад котировок, твердую уверенность инвесторов в эффективности мягкой монетарной политики и готовности американского центробанка ее продолжать.

### Ожидаем

- Неопределенной динамики S&P500 в диапазоне от 2820 до 2940 пунктов

### Важные новости

31 июля Федерезерв ожидаемо опустил ставку на 0,25%, до уровня 2,25%. Это первое снижение с 2008 года. За это решение проголосовало восемь членов Комитета по открытым рынкам, против были двое. FOMC охарактеризовал рост экономики как умеренный, а рынок труда назвал сильным, но решил превентивно смягчить монетарную политику. Новые прогнозы участников комитета показали, что экономика страны в целом стабильна, но чиновники обеспокоены замедлением притока инвестиций в бизнес, связанным с продолжающимися внешнеторговыми спорами. Глава ФРС Джером Пауэлл заявил, что снижение ставки осуществлено в рамках стратегии постоянного приспособления к экономическим условиям, и не гарантировал, что продолжит курс на смягчение монетарной политики.

1 августа Дональд Трамп через Twitter заявил, что США введут дополнительный тариф в размере 10% на оставшиеся \$300 млрд товаров, поступающих из Китая. В серии твитов Трамп также обвинил Китай в невыполнении обещания покупать больше американской сельскохозяйственной продукции и лично раскритиковал Си Цзиньпина за то, что он не смог сделать больше, чтобы остановить продажи фентанила в США. Очередной этап переговоров по взаимной торговле, завершившийся 31 июля, не принес прогресса, новый раунд запланирован на сентябрь.

К 5 августа Китай за несколько дней снизил курс юаня к доллару США почти на 2,5% – до минимума более чем за десятилетие. Государственные компании КНР прекратили покупать американские сельскохозяйственные товары. Данные шаги стали ответом Пекина на эскалацию Вашингтоном торгового конфликта. Президент Трамп охарактеризовал данную меру как «манипулирование валютой», и к его мнению официально присоединилось Министерство финансов.

На 6 августа квартальные результаты представили почти 80% компаний из состава S&P500. Большинство из них отчитались лучше ожиданий, но все больше фирм понижает прогнозы по выручке и прибыли на последующие месяцы. Это связано главным образом с продолжающимися торговыми войнами. Лучшие результаты по динамике выручки и прибыли показали представители здравоохранения. ETF этого сектора (XLV) заметно более устойчив к текущей коррекции на рынке, чем другие.



# Российский рынок

## Нечужая война

Торговый конфликт США и Китая ударил по фондовым площадкам

**В фокусе внимания отечественных биржевых игроков динамика на внешних площадках. За один день торговой войны США и Китая рынки потеряли во много раз больше денег, чем американский бюджет получил бы от введения пошлин за 10 лет. Динамика российского рынка не оставалась вне тренда, его капитализация за три дня снизилась приблизительно на \$40 млрд. Наибольшие потери понесли бумаги сектора черной металлургии.**

Торговая война, ставшая главной темой недели, вызвала рост цены на золото и падение цены на нефть. Баррель Brent опустился ниже психологически значимой отметки в \$60. В результате акции нефтегазового сектора демонстрируют отрицательную динамику, а бумаги производителей

драгоценных металлов дорожают. Помимо торговой войны по рынку ударили и залпы поменьше. Ими стали новости об очередных санкциях и слухи о рецессии.

Несмотря на август, который в сознании обывателей часто ассоциируется с понятием «кризис», панических распродаж пока удалось избежать. Рубль по-прежнему лидирует среди валют развивающихся стран. С начала года он подорожал на 6,5% к доллару, тогда как аргентинский песо, турецкая лира и многие другие в глубоком минусе. Иностранные инвесторы не торопятся массово выводить деньги из российских гособлигаций. Но это может произойти, если рубль все-таки продолжит слабеть к доллару и курс USD/RUB поднимется выше 66.

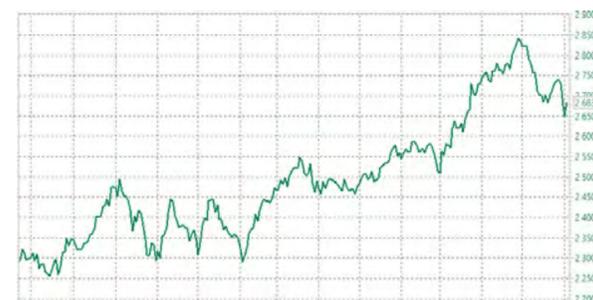
Георгий Ващенко,  
начальник управления торговых  
операций на российском рынке  
ИК «Фридом Финанс»



### Ключевые индикаторы по рынку

Акция	Значение на 06.08.2019	Значение на 23.07.2019	Изменение, %
ММВБ	2 683	2 701	-0,67%
РТС	1 294	1 345	-3,79%
Золото	1 483	1 422	4,29%
Brent	59,57	63,12	-5,62%
EUR/RUR	73,1730	70,5900	3,66%
USD/RUR	65,2900	63,2850	3,17%
EUR/USD	1,1200	1,1200	0,00%

### График: Индекс Мосбиржи дневной



Индекс Московской биржи откатился к уровню начала лета (2650 пунктов). От достигнутого максимума он снизился на 7%. Рассчитываемый в долларах на той же базе индекс РТС потерял за этот период около 10% из-за ослабления рубля. Впрочем, рубль все равно лидирует в гонке валют развивающихся стран: даже сейчас он в плюсе на 6% с начала года.



# Российский рынок

## Новости компаний



Ростелеком



**Уралкалий** станет частной компанией. Капитализация Уралкалия составляла \$4,5 млрд, последним миноритариям предложили премию в 20% к цене закрытия дня, предшествующего направлению требования. Новость стала сюрпризом, хотя и не для всех участников рынка. Курс на делистинг был провозглашен два года назад, первым шагом стал уход с Лондонской биржи. Уралкалий отличает высокая рентабельность производства и значительная доля рынка и экспорта.

**Ростелеком** отчитался за первое полугодие по МСФО. Выручка оператора во втором квартале увеличилась на 4%, до 80 млрд руб. Показатель OIBDA составил 27 млрд руб., оказавшись на 13% больше, чем годом ранее. Прибыль увеличилась на 40%, до 4,3 млрд руб., а свободный денежный поток достиг 11 млрд руб. Драйверами улучшения основных финансовых показателей стали рост продаж в сегментах ШПД, услуг операторам, а также облачных сервисов.

**ММК** представил полугодовые результаты по МСФО. Выручка компании увеличилась на 9% по сравнению с предыдущим кварталом и достигла \$2 млрд. Показатель EBITDA составил \$497 млн. Прибыль металлургического гиганта оказалась на уровне \$272 млрд. С января по июнь компания продемонстрировала отрицательную динамику по основным показателям главным образом в связи с укреплением рубля. ММК предложил дивиденд в размере 69 коп. на акцию, что стало возможно благодаря низкой долговой нагрузке эмитента.

**Полюс** отчитался за январь-июнь по МСФО. Выручка во втором квартале увеличилась на 19%, до \$897 млн. Показатель EBITDA составил \$604, поднявшись на 24% по сравнению с результатом за первые три месяца 2019-го. Прибыль увеличилась на 50%, до \$365 млн. Долговая нагрузка выросла до 1,7х к EBITDA. Объем производства золота во втором квартале повысился на 14%.

### Котировки ведущих компаний

Акция	Значение на 06.08.2019	Значение на 23.07.2019	Изменение, %
<b>Энергетический сектор</b>			
Газпром	226,76	217,39	4,31%
НОВАТЭК	1303,2	1297,2	0,46%
Роснефть	412	428	-3,74%
Сургут-ао	26	26,63	-2,37%
Сургут-ап	31,74	31,28	1,47%
ЛУКОЙЛ	5234,5	5202,5	0,62%
Башнефть - ао	1856	1867	-0,59%
Башнефть - ап	1596,5	1603	-0,41%
Газпромнефть	421,2	404,65	4,09%
Татнефть - ао	740	747,9	-1,06%
Татнефть - ап	663,7	639,1	3,85%
<b>Металлургический и горнодобывающий сектор</b>			
Северсталь	989	1051	-5,90%
НЛМК	144,8	156,14	-7,26%
ММК	40,445	44,58	-9,28%
ГМК Норникель	14482	14668	-1,27%
Распадская	130,08	139,02	-6,43%
Алроса	77,51	79,25	-2,20%
Полюс	6791,5	6400	6,12%
Мечел - ао	63,29	62,77	0,83%
Мечел - ап	99,9	100,75	-0,84%
Русал	28,515	27,84	2,42%
Polymetal	805,3	783	2,85%
<b>Финансовый сектор</b>			
Сбербанк-ао	226,01	232,48	-2,78%
Сбербанк-ап	197,23	202,56	-2,63%
ВТБ	0,0416	0,04323	-3,77%
АФК Система	11,8	11,716	0,72%
Мосбиржа	94,9	91,51	3,70%
Сафмар	485,2	480	1,08%

Котировки по данным ПАО «Московская биржа»



Инвестиционный  
обзор №180  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



8



# Российский рынок

## Новости по российским акциям в США

26 июля Yandex N.V. (YNDX) сообщил, что его прибыль на скорректированной основе за второй квартал составила 27 центов на акцию, что оказалось ниже ожиданий и уровня прошлого года. При этом выручка интернет-компании выросла на 40%, до \$656,3 млн, превысив ожидания. Также компания отчиталась о повышении количества платных кликов на 17%.

Ведущий глобальный поставщик услуг связи и интернета VEON Ltd. (NASDAQ: VEON) 1 августа объявил о финансовых и операционных результатах за квартал, окончившийся 30 июня 2019 года.

Органический рост общей выручки составил 7,5% с органическим ростом выручки от услуг на 5,0%, до \$2,080 млрд, в основном благодаря сильным результатам в Украине и Пакистане. EBITDA повысилась на 16,1% по сравнению с прошлым годом.



## Ожидаем

Мы ожидаем умеренно негативную или боковую динамику в первой половине августа. Паники нет, но рынкам требуется немало времени и позитивных драйверов, чтобы восстановиться после стремительного падения. Торговая война оставит заметный шрам на графике фондового индекса. Вероятно, август станет вторым в этом году месяцем коррекции, минимумом видится уровень 2550 п. по индексу Мосбиржи. Защитными инвестициями будут акции золотодобывающих компаний, аутсайдерами – бумаги финансового и нефтегазового сектора. Прогноз по паре USD/RUB: диапазон 63–66.

## Наша стратегия

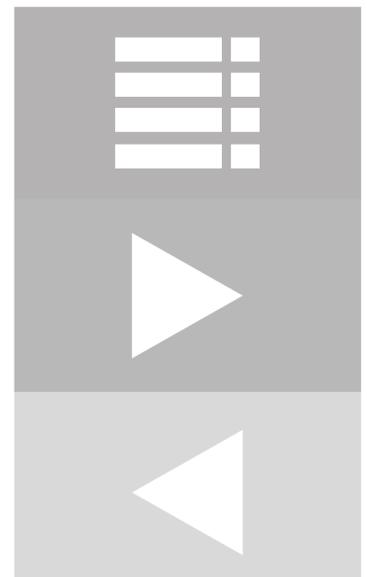
Рекомендуем повременить с открытием среднесрочных позиций в акциях. В качестве защитных инструментов можно рассмотреть Полюс и Polymetal. Для открытия коротких спекулятивных позиций на горизонте двух недель, на наш взгляд, подходят акции Yandex N.V. и Мосбиржи, а для спекулятивных лонгов стоит выбрать бумаги ММК и Северстали.

## Котировки ведущих компаний

Акция	Значение на 06.08.2019	Значение на 23.07.2019	Изменение, %
-------	------------------------	------------------------	--------------

Электроэнергетический сектор			
Интер РАО	4,191	4,554	-7,97%
РусГидро	0,552	0,5575	-0,99%
ОГК-2	0,4873	0,5141	-5,21%
Юнипро	2,67	2,561	4,26%
ТГК-1	0,010318	0,010172	1,44%
Энел	0,9395	0,99	-5,10%
Мосэнерго	2,29	2,277	0,57%
ФСК ЕЭС	0,18006	0,1797	0,20%
Россети - ао	1,164	1,1781	-1,20%
Потребительский сектор			
Магнит	3594	3807	-5,59%
Х 5	2072	2136,5	-3,02%
Лента	213,6	218	-2,02%
Детский мир	89,26	90,5	-1,37%
Транспортный сектор			
МТС	260	265,45	-2,05%
Ростелеком - ао	82,4	83,32	-1,10%
Ростелеком - ап	63,5	64,05	-0,86%
Аэрофлот	104,7	108,1	-3,15%
НМТП	7,695	7,905	-2,66%
Трансконтейнер	7160	6750	6,07%

Инвестиционный обзор №180  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционная идея для российского рынка



## ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат»

Тикер **MAGN**  
Текущая цена акций **40,59 руб.**  
Целевая цена акций **63 руб.**  
Потенциал роста **56%**



ПАО MMK входит в число крупнейших мировых производителей стали, занимая лидирующие позиции в российской отрасли черной металлургии. Магнитогорский металлургический комбинат представляет собой производственный комплекс полного цикла. Первого августа компания опубликовала результаты за второй квартал, и они оказались примерно на уровне рыночных ожиданий по EBITDA и выручке. Руководство увеличило планы по объему капиталовложений на 2019-2020 годы,

однако мы полагаем, что повышение расходов будет компенсироваться за счет опережающего роста цен на сталь при сохранении в среднесрочном периоде стабильно высоких уровней рентабельности. С учетом улучшения конъюнктуры цен на металлургическую продукцию показатели капитализации MMK к концу первого полугодия 2020-го, возможно, отразят стабильно высокие дивиденды и недооцененность по мультипликаторам по сравнению с аналогами.

	31.12.2017	31.12.2018	1Q2019	2Q2019E	3Q2019E	4Q2019E	2019	2020
Выручка, млн руб.	440 234,58	515 825,09	121 112,46	129 022,94	123 701,18	106 258,90	480 095,48	566 512,67
EBITDA, млн руб.	118372,11	150401,89	29 024,77	32 078,24	30 839,00	31 000,00	122 942,01	164 288,67
Чистый доход, \$ млн.	68794,67	82378,79	14 829,02	17 491,35	16 938,90	17 300,00	66 559,28	106 865,58
Доход на акцию	6,16	7,37	1,33	1,55	1,50	1,53	5,89	9,46
Валовая маржинальность	30%	33%	28%	27%	27%	32%	28%	32%
Операционная маржинальность	27%	29%	24%	25%	25%	29%	26%	29%

	Current	Market's Median
EV/Revenue	1,0	1,2
EV/EBITDA	3,6	4,5
P/E	6,8	6,5
P/Revenue	1,0	1,2
P/CF	4,5	4,4
P/FCF	6,2	6,9

	2Q2019	2020
Долг к активам	0,1	0,1
Долг к акционерному капиталу	0,5	0,5
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,1	0,04
Коэффициент покрытия процентов	8,0	4,0
Текущая ликвидность	2,0	2,3
Быстрая ликвидность	5,5	7,6
Абсолютная ликвидность	0,6	1,1
Коэффициент Альтмана	4,1	3,4

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
MAGN:RX	1,34%	-5,88%	-7,91%	-11,17%	-15,26%
IMOEX	1,29%	-1,88%	-5,61%	4,02%	16,67%
RTS	-3,95%	-4,32%	-8,29%	3,93%	13,70%
Russell 2000	-1,10%	-6,22%	-5,41%	-7,92%	-11,71%
S&P 500	-1,32%	-6,23%	-4,94%	-4,49%	-1,29%
NASDAQ Comp.	0,00%	0,02%	0,08%	0,21%	0,84%

Инвестиционный  
обзор №180  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Биржевая Украина

## Сезон отчетности эмитентов разочаровывает инвесторов

### Национальная валюта рекордно укрепилась

Несмотря на слабый сезон отчетности, индекс украинской биржи UX за две последние недели смог подрасти на 2,01% при небольших объемах. Основным драйвером роста стали бумаги Центрэнерго (+4,55%), хотя его отчетность за апрель-июнь оказалась намного хуже ожиданий: компания зафиксировала убыток в 1,2 млрд грн против прибыли 440 млн, полученной годом ранее. По всей видимости, интерес к покупке бумаг Центрэнерго объясняется тем, что участники рынка рассчитывают на его приватизацию в ближайшем будущем, поскольку власти обещают «большую приватизацию» уже в конце текущего года. Негативную динамику на фоне отчетности за второй квартал показали котировки Донбассэнерго (-0,84%). Его убыток составил 152 млн грн, тогда как годом ранее компания сгенерировала прибыль в размере 198 млн грн.

Прибыль Укрнафты за второй квартал составила лишь 18,2 млн грн против 2,06 млрд в том же периоде 2018-го, что сильно разочаровало рынок. При этом компания указала в отчете, что налоговая пеня в размере 2 млрд грн так и не была погашена. Тенденция к активному увеличению прибыльности Райффайзен банка (-6,45%) идет на спад: за второй квартал показатель сократился до 2,38 млрд грн с 2,75 млрд в том же периоде 2018-го. Заблокированные акции Мотор Сич также не обрадовали результатом: многолетняя прибыль в январе-июне текущего года

сменилась убытком в размере 425 млн грн, тогда как еще в первом полугодии 2018-го чистая прибыль равнялась 902 млн. Единственная компания, приятно удивившая аналитиков, – это Турбоатом (+2,96%), нарастивший прибыль до 323 млн грн с 192 млн грн годом ранее. Гривна в моменте укреплялась до трехлетнего максимума на отметке 25 за доллар США. После пробоя данного уровня Министерство финансов обвинило НБУ в намеренном усилении нацвалюты, которое негативно влияет на выполнение госбюджета. На этом фоне гривна к доллару быстро упала до 25,75. Минфин в своем бюллетене размещений ОВГЗ на второе полугодие полностью исключил валютные облигации, дав понять рынку, что в краткосрочной перспективе дефицита валюты не испытывает.



### Ожидания

Мы сохраняем рекомендацию «покупать» по акциям Укрнафты с целью 300 грн, так как правительство дало распоряжение компаниям с госучастием выплатить дивиденд за 2018 год. Также советуем инвестировать в акции Райффайзен Банка Аваль, поскольку они являются самым надежным активом на украинском рынке ценных бумаг.

### Динамика наиболее интересных акций

Инструмент	значение на 22.07.2019	значение на 22.07.2019	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1587,99	1619,9	2,01
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,31	0,29	-6,45
Укрнафта, (UNAF)	160	160	0,00
Центрэнерго, (CEEN)	11	11,5	4,55
Ferrexpo (FXPO), GBp	266,6	234	-12,23
Донбассэнерго, (DOEN)	23,8	23,6	-0,84
Турбоатом, (TATM)	10,15	10,45	2,96
MHP S.A., (MHPC)	275	275	0,00
Мотор Сич, (MSICH)	5475	5475	0,00
USD/UAN	25,645	25,631	-0,05



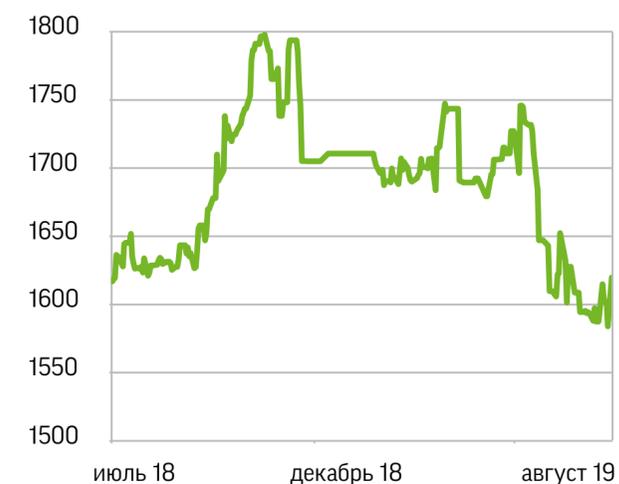
# Биржевая Украина

## Важные новости

- **НБУ продолжает скупать валюту.** С 29 июля по 2 августа на межбанковском рынке регулятор приобрел \$510,2 млн и продал \$16,8 млн.
- **В январе-июле госбюджет по доходам выполнен на 96,4%.**
- **Нерезиденты 1 августа купили облигаций внутреннего государственного займа на 12,65 млрд грн** и увеличили портфель до рекордных 86,4 млрд грн.
- **НБУ сохранил прогноз инфляции на 2019-2021 годы и улучшил оценку роста экономики.** Как отмечается, инфляция на конец текущего года снизится до 6,3%, в начале следующего достигнет целевого диапазона ( $5\% \pm 1$  п. п.), а к среднесрочной цели 5% подойдет в конце 2020-го. В этот период экономика будет расти устойчивыми темпами на уровне 3-4%.



Динамика индекса UX



Динамика USD/UAH



Инвестиционный  
обзор №180  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Биржевой Казахстан Шторм в тихой гавани

Негативный внешний фон вызвал снижение индекса KASE на 1,6% за прошлые две недели



## Ожидания

В условиях внешней нестабильности рекомендуем покупку защитных инструментов. Акции KAZ Minerals сильно перепроданы и способны совершить отскок. Начать восстановление могут котировки Газпрома и Сбербанка. Однако перед принятием инвестиционного решения стоит дождаться достаточно сильных технических сигналов к отскоку акций и развороту основных фондовых индексов. На данный момент самым интересным защитным инструментом выглядят акции Казатомпрома.

Летний дрейф индекса KASE был прерван неблагоприятными новостями. На переговорах между США и Китаем случился очередной провал, а перемирие обернулось обострением конфликта. Напряжения добавила нерешительность ФРС в отношении курса на смягчение монетарной политики. Все это серьезно повысило волатильность на ведущих мировых площадках, вызвало резкие скачки индекса DXY, снижение цен на нефть и медь из-за опасений по поводу будущего мировой экономики и стремительного выхода инвесторов из активов развивающихся рынков.

Основное давление на KASE оказали акции KAZ Minerals, просевшие на фоне снижения цен на медь и ослабления тенге. Курс тенге пробил уровень 385 за доллар, чем локально притормозил восстановление акций Казтрансойла и Казахтелекома, а также отсрочил ралли в котировках Народного банка. Укрепление тенге против рубля до уровня 5,93 надавило на акции российских эмитентов.

Пока дальнейшее движение индекса прогнозировать затруднительно. После двух сессий 2 и 5 августа, завершившихся в красном секторе, KASE восстанавливается от уровня поддержки 2200 пунктов. Если котировки не смогут удержаться на текущих уровнях, риск коррекции к локальному дну в районе 2175 пунктов усилится.

## Динамика акций и ГДР

Акция	значение на 07.08.2019	значение на 23.07.2019	изменение, %
Индекс KASE	2 228,28	2 263,37	-1,6%
К Cell (GDR)	4,58	4,40	4,1%
Казтрансойл (KASE)	1 035,00	1 004,22	3,1%
Казатомпром (KASE)	5 642,90	5 500,00	2,6%
Халык Банк (KASE)	131,00	128,02	2,3%
Казахтелеком (KASE)	24 700,00	24 316,00	1,6%
Баст (KASE)	28 227,05	27 805,46	1,5%
Халык Банк (ADR)	13,80	13,75	0,4%
К Cell (KASE)	1 902,99	1 940,00	-1,9%
Bank of America (KASE)	11 100,00	11 332,94	-2,1%
KEGOC (KASE)	1 539,68	1 583,00	-2,7%
Банк ЦентрКредит (KASE)	224,20	238,00	-5,8%
KAZ Minerals PLC (KASE)	2 573,00	2 819,99	-8,8%
KAZ Minerals PLC (GDR)	496,70	584,00	-14,9%



# Биржевой Казахстан

## Важные новости

- **Казахтелеком сообщил о готовности внедрить связь 5G.** По заявлению финдиректора компании Асхата Узбекова, Казахтелеком в ближайшее время технически будет готов внедрять сети связи новейшего поколения. «Мы очень четко понимаем, что наша страна будет одной из первых в мире, внедривших 5G, это одна из наших стратегических целей», – подчеркнул г-н Узбеков.
- **Верховный суд Казахстана удовлетворил ходатайство Kcell по налоговым доначислениям.** Решением суда ранее созданный резерв по налогам, штрафам и пеням в размере 9 млрд тенге будет уменьшен в общей сложности на 5 млрд тенге, включая 3 млрд тенге по доначисленным налогам, 0,2 млрд тенге штрафов. Штраф в размере 1,8 млрд тенге будет сокращен в связи с истечением срока исковой давности.
- **5 августа в секторе вторичного рынка KASE начались торги обыкновенными акциями Intel Corporation, Pfizer Inc. и Yandex N.V.** Это решение было принято правлением Казахстанской фондовой биржи.



### Динамика индекса KASE



**Инвестиционный  
обзор №180**  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



### Динамика USD/KZT



## Лучший способ захеджировать риски

На фоне коррекции тенге и индекса KASE акции Казатомпрома можно уверенно использовать в качестве защитного инструмента

### ПРИЧИНЫ ДЛЯ ПОКУПКИ:

**1. Инструмент валютного хеджирования.** Учитывая коррекцию на ведущих фондовых площадках мира и KASE при ослаблении тенге, возникает необходимость в инструментах, способных оставаться стабильными на негативном фоне и выигрывать от девальвации нацвалюты. На Казахстанской бирже под этот критерий подходят акции американских Bank of America и ETF на S&P 500; бумаги с низкой beta, такие как KEGOC; а также акции компаний, получающих прибыль в долларах, то есть KAZ Minerals и Казатомпром. Сегмент акций США на текущий момент остается слишком волатильным ввиду коррекции американских индексов. KEGOC медленно снижается в связи с определенной привязкой к тенге. Покупать KAZ Minerals в текущих условиях слишком рискованно. И только Казатомпром смотрится стабильно и отвечает вышеупомянутым требованиям (90% выручки компания получает в иностранной валюте). Ко всему прочему акции компании имеют достаточный потенциал краткосрочного и среднесрочного роста.

**2. Техническая картина и новостной фон.** На текущий момент акции Казатомпрома на LSE и KASE торгуются чуть ниже уровней сопротивления, двигаясь в боковом тренде. На KASE уровнем сопротивления выступает отметка 5700 тенге, на LSE – \$15,5 за ГДР. Пробой данных уровней будет означать, что акции начали новый этап долгосрочного роста. Что касается цен на уран, то они находятся в восходящем тренде. На текущий момент наблюдается довольно затяжной отскок от трендовой линии. Новостной фон компании в целом позитивен. В первом полугодии она немного нарастила

производство меди. Все восемь отслеживающих акцию инвестиционных домов, включая нашу компанию, рекомендуют покупать со средней целевой ценой \$19,56 за ГДР. Недавно котировки урана освободились от неопределенности, связанной с планами США установить ввозные пошлины на него. К текущему моменту Самесо – основной конкурент нашей компании, котируемый на бирже, корректируется в связи с внутренними корпоративными факторами, что открывает для акций Казатомпрома возможность для более активного роста.



### Среднесрочная идея

НАК Казатомпром

Тикер KASE: **KZAP**  
Текущая цена: **5642 тенге**  
Целевая цена: **6200 тенге**  
Потенциал роста: **9,8%**

### Динамика KZAP неа KASE



Инвестиционный  
обзор №180  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Немецкий рынок

## Торговые войны усиливают пессимизм

Новый виток развития в торговых войнах между США и КНР ударил по фондовым рынкам на глобальном уровне, индекс DAX тестирует важные уровни поддержки

С 22 по 26 июля ведущий фондовый индекс Германии DAX вновь попытался пробить даунтренд от 22 мая 2018 года, повысившись 1,58% на ожиданиях снижения ставки ЕЦБ и в преддверии ряда корпоративных событий. 24 июля результаты за второй квартал представил Deutsche Bank, который зафиксировал отрицательную прибыль на уровне 3,15 млрд евро из-за убытков по реструктуризации в размере 3,5 млрд евро. Акции банка в тот день упали на 1,9%. Надежда на смягчение монетарной политики возросла после выхода слабых данных по производству ФРГ за июль. 25 июля индекс в моменте достигал 12600 пунктов, но так и не пробил даунтренд, скорректировавшись вниз из-за заявлений главы ЕЦБ Марио Драги по ставке. Также Драги отметил ухудшение макроэкономического состояния в Европе под влиянием торговых войн и возможных последствий Brexit. Тем не менее неделя для немецкого рынка завершилась на мажорной ноте. Инвесторам удалось отыграть часть потерь четверга благодаря неплохим отчетам.

С 29 июля по 2 августа DAX продолжил движение вниз в рамках даунтренда и упал на 4,4% в течение недели. Причиной негативной динамики в первую очередь стало заявление Дональда Трампа о намерении установить ввозные пошлины в размере 10% на товары из КНР общим объемом \$300 млрд. Движение вниз

началось еще 30 июля, когда президент США усилил сомнения инвесторов в скором завершении торговой войны с Китаем. Затем в течение двух дней инвестсообщество ждало решения ФРС по базовой ставке. И, хотя позиция руководства американского регулятора в отношении курса на смягчение монетарной политики несколько разочаровала, индекс DAX показал небольшой рост. Между тем после упомянутого объявления о новых импортных тарифах для КНР в пятницу индекс обрушился на 3,11%. Акции авиакомпании Lufthansa упали на 5,7% после выхода отчета за второй квартал. Ее прибыль упала из-за ценовой конкуренции. Руководство подтвердило ухудшение прогнозов на второе полугодие. Акции Siemens просели на 4,6% на новости о том, что в третьем квартале топ-менеджмент ожидает падение прибыли.



### Ожидания и стратегия

Техническая картина на дневном таймфрейме индекса DAX показывает тестирование уровня поддержки в 11630 и 200-дневной скользящей средней. В случае их пробоя следующим уровнем поддержки станет 11330. В целом за прошедшие две недели индекс так и не пробил локальный и глобальный даунтренды, поэтому разворот вверх откладывается на неопределенное время. Между тем в случае отскока от уровней поддержки не исключается третья попытка штурма локального даунтренда от 4 июля.

### Динамика акций и индекса DAX

Акция	значение на 19.07.2019	значение на 09.07.2019	изменение, %
DAX INDEX	11 872,44	12 260,07	-3,2%
UTDI GR Equity	27,60	25,89	6,6%
SHL GR Equity	37,91	35,68	6,3%
PUM GR Equity	63,60	60,15	5,7%
RWE GR Equity	25,04	23,78	5,3%
G1A GR Equity	22,35	21,29	5,0%
VNA GR Equity	45,36	43,80	3,6%
OSR GR Equity	33,85	32,71	3,5%
DBK GR Equity	7,07	6,89	2,6%
DWNI GR Equity	33,74	32,91	2,5%
WDI GR Equity	150,15	146,50	2,5%
MTX GR Equity	224,20	220,90	1,5%
DTE GR Equity	14,85	14,65	1,4%
SY1 GR Equity	83,14	82,28	1,0%



# Немецкий рынок

## Важные новости

- **ЕЦБ сохранил ставки на прежнем уровне.** При этом регулятор намекнул на их снижение в будущем из-за замедления роста промышленности и экономики еврозоны по причине торговых войн и рисков, связанных с Brexit.
- **Индекс деловой активности (PMI) Германии, по данным IHS, в июле скатился до семилетнего минимума.** Он составил 43,1 пункта при консенсус-прогнозе 45,2 после июньского значения 45 пунктов. PMI всей еврозоны также значительно просел и составил 51,5 пункта.
- **2 августа Дональд Трамп заявил о введении пошлин в размере 10% на ввоз в США китайских товаров** на сумму \$300 млрд. Это решение стало очень неприятным сюрпризом для рынков акций по всему миру.



Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



**Инвестиционный  
обзор №180**  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# United Internet AG

## Заряд оптимизма от сетей 5G

United Internet нацелена на внедрение связи новейшего поколения, создание собственной мобильной сети и дальнейшее улучшение финансовых результатов

### ПРИЧИНЫ ДЛЯ ПОКУПКИ

- 1. Отчет за первый квартал 2019 года.** Успешно завершив 2018 финансовый год, в текущем компания планирует нарастить продажи на 4%, а EBITDA – на 8%. Клиентская база в первом квартале 2019-го увеличилась на 210 тыс., до 24,06 млн. Компания продолжает инвестировать в привлечение новых клиентов и расширение отношений с текущими для устойчивого роста базы. Выручка с января по март поднялась на 1,2%, до 1,2 млрд евро. EBITDA выросла на 7,7% г/г. После публикации отчета за первый квартал руководство подтвердило прогнозы на текущий год. «Мы неплохо начали 2019 финансовый год и идем навстречу нашим целям», – прокомментировала релиз гендиректор United Internet AG.
- 2. Приобретение частот для сетей 5G.** United Internet AG совершила эту сделку через свою «дочку» 1 & 1 Drillisch. Цена покупки на аукционе составила 1 млрд евро. Компания получила два частотных блока, в результате чего 1 & 1 Drillisch заложила основу для успешного и постоянного позиционирования в качестве четвертого по величине оператора связи в ФРГ. Тем временем United Internet увеличила свою долю в дочерней компании до 75,1% для поддержки создания собственной мобильной сети после приобретения частот для развертывания сетей новейшего поколения.
- 3. Техническая картина.** На текущий момент котировки отскочили от поддержки на уровне 26 евро и демонстрируют

разворот с тестированием уровня сопротивления 29 евро. В случае его пробоя у акции появится потенциал роста 24%, до 35,7 евро. Средняя целевая цена инвестдомов составляет 42,56 евро (потенциал роста: 54,7%). Из 12 аналитиков, представивших обновленные рекомендации, только у одного таргет стоит ниже рыночной цены. Десять аналитиков советуют покупать акции компании.



### Среднесрочная идея

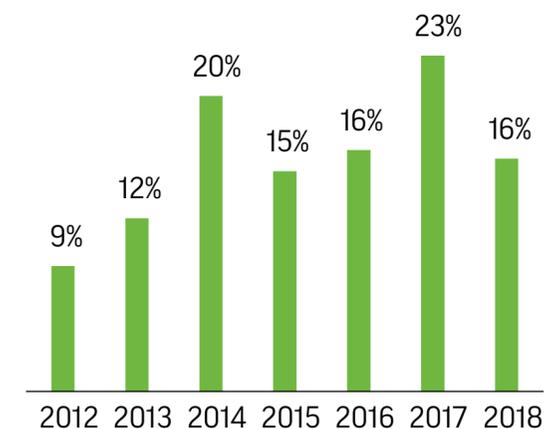
#### United Internet AG

Тикер на Xetra: **UTDI**  
Текущая цена: **27,51 евро**  
Целевая цена: **42,56 евро**  
Потенциал роста: **54,7%**  
Дивидендная доходность: **0,18%**

#### Динамика акций UTDI на XETR



#### Динамика EBIT маржи с 2012 года



# Новости компаний

## в поле зрения наших аналитиков



**Facebook Inc. (FB)** заплатит рекордный штраф в размере \$5 млрд по результатам государственного расследования практики соц-сети в области защиты частной информации, сообщила Федеральная торговая комиссия (FTC) 25 июля.

По ее данным, компания также реструктурирует свой подход к защите частной информации.

При принятии решения об урегулировании, требующем одобрения суда, три голоса FTC были поданы за и два против. Демократы сочли, что предложенные меры недостаточно радикальны или штраф должен быть выше.

Как сообщает Комиссия по ценным бумагам и биржам, Facebook придется заплатить дополнительный штраф в размере \$100 млн за то, что в заблуждение относительно серьезности ненадлежащего обращения с данными пользователей были введены инвесторы соцсети.

В соответствии с соглашением совет директоров Facebook создаст независимый комитет, который будет избавлен от контроля генерального директора Марка Цукерберга по решениям, затрагивающим частную информацию пользователей. Соцсеть также согласилась усилить надзор над сторонними приложениями.

**Amazon.com Inc (AMZN)** ведет предварительные переговоры с розничным подразделением Reliance Industries Ltd о покупке до 26% акций крупнейшего классического ритейлера Индии, сообщило 1 августа издание Economic Times. Конгломерат, контролируемый самым богатым человеком Индии Мукешем Амбани, ранее вел переговоры с Alibaba о продаже доли в Reliance Retail, но сделка не состоялась, так как стороны не смогли договориться о цене.

В Amazon отказались прокомментировать данное сообщение. В Reliance заявили, что рассматривают различные возможности на постоянной основе, не подтвердив, но и не опровергнув новость.

Данное партнерство выглядит взаимовыгодным для обеих компаний. Reliance сможет использовать глобальный опыт Amazon в области технологий, цепочек поставок и логистики. Присутствие Amazon в интернете также может помочь укрепить потребительский и частный бизнес Reliance. Выручка Reliance Retail за последний квартал составила \$5,53 млрд.

Для Amazon получение доли в подразделении Reliance открывает доступ к платформе Jio и ее обширному розничному присутствию в более чем 10 600 магазинах по всей Индии.





# Новости компаний

## в поле зрения наших аналитиков



31 июля **Apple Inc. (AAPL)** сообщила о получении в третьем финансовом квартале прибыли в размере \$10,04 млрд (\$2,18 на акцию) по сравнению с \$11,5 млрд (\$2,34 на акцию) годом ранее. Выручка за отчетный период повысилась с \$53,3 млрд до \$53,8 млрд. Ожидался показатель прибыли на уровне \$2,09 на акцию при выручке в \$53,32 млрд.

Выручка Apple включает \$25,99 млрд от iPhone (-12%), \$5,02 млрд от iPad, \$5,82 млрд от Mac, \$11,46 млрд от услуг (+13%) и \$5,53 млрд от носимых устройств и аксессуаров.

Компания прогнозирует выручку за четвертый квартал в диапазоне \$61-64 млрд при общерыночных ожиданиях на уровне \$60,8 млрд.

Поскольку результаты Apple оказались лучше консенсуса, ее котировки показали краткосрочный рост почти на 6%, однако последовавший спад на рынке не обошел и акции AAPL, которые в последующие дни упали на 7,5%. По темпам роста с начала года AAPL опережает рынок почти на 10%, прибавляя порядка 25%.



29 июля стало известно, что **Pfizer Inc (PFE)** решила отделить свой бизнес по производству дженериков и объединить его с **Mylan (MYL)**. У Pfizer останется более прибыльные разработка и производство инновационных лекарственных средств, включая противораковый препарат Ibrance и вакцину против пневмонии Prevnar.

Этот шаг, который объединяет блокбастеры Viagra, EpiPen (шприц-тюбик с адреналином для экстренных инъекций при анафилактическом шоке, вызванном сильной аллергией) и Lipitor (препарат для снижения уровня холестерина), является частью многолетних усилий Pfizer по разделению ее бизнеса на три сегмента: инновационные лекарства, малоприбыльные лекарственные препараты и потребительское здравоохранение.

Название новой компании не сообщается, 57% в ней будет принадлежать Pfizer, 43% – Mylan. Ее выручка в 2020 году может составить порядка \$20 млрд.



6 августа **MasterCard Inc. (MA)** сообщила, что планирует за 2,85 млрд евро (около \$3,19 млрд) приобрести бизнес европейской платежной технологической компании **Nets** по переводу денег со счета на счет. Соглашение должно увеличить возможности MasterCard в области проведения платежей в реальном времени и усилить свое предложение помимо традиционных кредитных карт.

Сделку планируют закрыть в первой половине 2020 года.

В этом году акции MasterCard прибавляют порядка 40%, опережая рынок по темпам роста более чем в 2,5 раза



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

Тиккер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, млрд \$	Дата последнего анализа	Цена на момент анализа \$	Текущая цена \$	Целевая цена \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал (%)	Рекомендация
IAU	iShares Gold Trust	Фонды	14,68	2019-08-07	14,1	14,10	16,5	2020-08-01	17%	Покупать
AYX	Alteryx Inc	Производство программного обеспечения	7,76	2019-08-02	131,57	123,55	145	2020-07-27	17%	Покупать
T	AT&T Inc	Телекоммуникационные услуги	244,05	2019-07-09	34,17	33,40	42	2020-07-03	26%	Покупать
ILMN	Illumina Inc	Фармацевтическая продукция	42,30	2019-07-22	357	287,77	323,2	2020-07-16	12%	Покупать
FN	Fabrinet	Производство электронного оборудования	1,84	2019-06-07	46,42	49,88	62,03	2020-06-01	24%	Покупать
INTC	Intel Corp	Производство полупроводников	207,68	2019-08-02	48,68	46,88	52	2020-07-27	11%	Покупать
EBAY	eBay Inc	Интернет и прямая розничная торговля	32,67	2019-07-19	37,38	38,95	55,37	2020-07-13	42%	Покупать
ADS	Alliance Data Systems Corp	Услуги в сфере информационных технологий	7,91	2019-08-02	155,76	151,09	167	2020-07-27	11%	Покупать
WWE	World Wrestling Entertainment Inc	Развлечения	5,27	2019-08-02	69,37	66,95	69	2020-07-27	3%	Держать
DIS	Walt Disney Co/The	Развлечения	249,60	2019-08-02	107,79	138,69	164,61	2020-07-27	19%	Покупать
KMI	Kinder Morgan Inc/DE	Добыча нефти, газа и потребляемого топлива	44,85	2019-07-23	19,98	19,81	20,96	2020-07-17	6%	Покупать
MDT	Medtronic PLC	Производство медицинского оборудования и товаров	134,73	2019-02-26	92,22	100,46	128,32	2020-02-21	28%	Покупать
ATVI	Activision Blizzard Inc	Развлечения	35,61	2019-02-14	43,96	46,49	52,2	2020-02-09	12%	Покупать
HELE	Helen of Troy Ltd	Производство товаров длительного пользования	3,67	2019-08-02	145,94	146,38	144	2020-07-27	-2%	Держать
NSC	Norfolk Southern Corp	Автомобильный и железнодорожный транспорт	47,17	2019-01-29	167,48	179,06	196,14	2020-01-24	10%	Покупать
GM	General Motors Co	Производство автомобилей	55,30	2019-01-15	37,87	38,74	44,02	2020-01-10	14%	Покупать
AVAV	AeroVironment Inc	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	1,21	2018-12-21	72,23	50,74	69,76	2019-12-16	37%	Покупать
ATTU	Attunity Ltd	Производство программного обеспечения		2018-12-21	19,54	Приобретена компанией Qlik Technologies Inc по \$23,50 за акцию				
CBS	CBS Corp	Средства массовой информации	18,40	2018-12-21	46,2	49,08	60,95	2019-12-16	24%	Покупать
CLF	Cleveland-Cliffs Inc	Металлургия и добывающая промышленность	2,30	2019-07-22	8,37	8,52	11,84	2020-07-16	39%	Покупать
GILD	Gilead Sciences Inc	Биотехнологии	79,69	2019-08-02	67,35	62,90	73	2020-07-27	16%	Покупать
CMD	Cantel Medical Corp	Производство медицинского оборудования и товаров	3,80	2019-08-02	84,05	90,91	94	2020-07-27	3%	Держать
VSH	Vishay Intertechnology Inc	Производство электронного оборудования	2,26	2019-08-02	19,04	15,64	18	2020-07-27	15%	Покупать
DLB	Dolby Laboratories Inc	Производство электронного оборудования	5,87	2018-11-07	68,41	58,29	61,06	2019-11-02	5%	Держать
VRSK	Verisk Analytics Inc	Профессиональные услуги	24,76	2019-08-02	153,23	151,45	122	2020-07-27	-19%	Продавать
RUN	Sunrun Inc	Производство электрооборудования	2,13	2019-01-15	12	18,48	21,35	2020-01-10	16%	Покупать
SSD	Simpson Manufacturing Co Inc	Производство строительных изделий	2,77	2018-09-25	73,08	62,03	70,27	2019-09-20	13%	Покупать
XLRN	Acceleron Pharma Inc	Биотехнологии	2,14	2018-09-12	51,05	40,55	57	2019-09-07	41%	Покупать
MCD	McDonald's Corp	Гостиницы, рестораны и места отдыха	162,70	2018-08-29	163,081	213,08	197,57	2019-08-24	-7%	Продавать
WP	Worldpay Inc	Услуги в сфере информационных технологий	42,02	2018-08-08	90,6	135,00	Находится в процессе поглощения			
PANW	Palo Alto Networks Inc	Производство программного обеспечения	20,49	2019-03-18	239,72	213,46	222,23	2020-03-12	4%	Держать
AMAT	Applied Materials Inc	Производство полупроводников	42,89	2018-02-07	40,28	45,82	45,26	2019-02-02	-1%	Держать
WBA	Walgreens Boots Alliance Inc	Розничная торговля продуктами массового спроса	46,08	2018-02-07	71,47	51,02	79,79	2019-02-02	56%	Покупать
BOX	Box Inc	Производство программного обеспечения	2,24	2019-01-15	19,27	14,45	19,59	2020-01-10	36%	Покупать
SGMS	Scientific Games Corp	Гостиницы, рестораны и места отдыха	1,86	2019-01-15	20,64	20,00	19,36	2020-01-10	-3%	Держать
QRVO	Qorvo Inc	Производство полупроводников	8,15	2019-02-14	64,9	69,01	67,71	2020-02-09	-2%	Держать
AA	Alcoa Corp	Металлургия и добывающая промышленность	3,60	2019-07-19	26,4	19,40	36,37	2020-07-13	87%	Покупать
MOMO	Momo Inc	Цифровые средства информации	6,14	2019-02-28	34,61	29,60	45,71	2020-02-23	54%	Покупать
CME	CME Group Inc	Деятельность на рынках капитала	73,43	2018-03-27	163,82	205,13	207,67	2019-03-22	1%	Держать
TWTR	Twitter Inc	Цифровые средства информации	31,69	2018-03-13	33	41,00	37,36	2019-03-08	-9%	Продавать

Инвестиционный  
обзор №180  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционная идея для американского рынка

## Не упустите золотое время!

Золото на протяжении всей истории человеческой цивилизации имело огромное значение как средство сохранения стоимости денег.

Однако в современном финансовом мире вечный металл утратил свой статус, после того как в 1971 году США отменили привязку доллара к золотому стандарту. Между тем мы считаем, что взамен золото приобрело несколько уникальных свойств, отличающих его от других рыночных инструментов. При этом с ростом ВВП повышается и спрос на золото. Спрос этот рождается не только с увеличением количества представителей среднего класса и богатых, но и с развитием индустрии полупроводников. На сегодня примерно 59% составляет доля коммерческого спроса на вечный металл, 26% – доля инвестиционного и 15% – централь-



ных банков. Таким образом, спрос на этот актив достаточно сбалансирован по сравнению с такими товарами, как нефть, сталь, алюминий, серебро и т.д. Уникальные свойства золота проявляются в финансовой статистике.

**1. Золото традиционно является активом для диверсификации** инвестиционных портфелей, состоящих из акций и облигаций. Если рассмотреть месячную доходность золота, S&P500, Bloomberg Barclays Aggregated Bond Index, доллара и индекса MSCI All Country World Index с 2009-го по июнь 2019 года, то самая сильная корреляция у золота с облигациями: она составляет 0,27. Этот показатель не слишком высок, поэтому золото эффективно при диверсификации портфеля.

**2. Доходность золота за последние 30 лет уступает доходности основного индекса США S&P500 и Bloomberg Barclays Aggregated Bond Index.** Но во время падения рынка в 1990-1991-х, 2001-м и 2007-2009 годах средняя доходность золота равнялась 13%, тогда как S&P500 снижался на 35%, Bloomberg Barclays Aggregated Bond Index прибавлял 4%, а индекс высокодоходных облигаций Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield Index терял 15%. На текущем этапе экономиче-

Название фонда:	SPDR Gold Shares	iShares Gold Trust
Тикер:	GLD US	IAU US
Резюме		
Чистая стоимость активов на одну акцию	138,19	14,02
Цена закрытия на 05.08.2019	137,79	13,98
Валюта	USD	USD
Размер фонда, \$ млн	39 329,08	14 594,19
Класс активов		
Класс активов	Товары (Драгоценные металлы)	Товары (Драгоценные металлы)
Расходы и ликвидность		
Комиссия	0,40	0,25
Спред	0,01	0,010
Объем	350 318	2 160
Капитализация, \$ млрд	14,19	14,67
Приток денежных средств, \$ млн за период		
1 месяц	1 697,75	666,07
2 месяца	4 242,96	805,61
6 месяцев	1 251,52	718,91
1 год	2 150,32	2 084,11
3 года	-4 360,1	4 016,20
Географическое распределение, %		
Соединенные Штаты	61	66
Азия	29	28
Другое	11	6



# Инвестиционные идеи для американского рынка

ского цикла золото имеет все шансы не только сохранить инвестиции в кризис, но и превзойти по доходности другие классы активов.

### 3. Облигации – традиционный инструмент для хеджирования, но в текущей экономической ситуации они могут лишиться этого статуса.

Реальные отрицательные ставки в Европе мотивируют инвесторов искать другие активы для сохранения денежных средств. Благодаря своей корреляции с другими финансовыми инструментами и исторической роли в сохранении средств этим активом способно стать золото.

### 4. Золото может выступить хеджем к инфляции, поскольку развитые страны живут в условиях низких инфляции и ключевых ставок. За счет маленькой реальной ставки (номинальная ключевая ставка минус инфляция) золото смотрится

перспективно по сравнению с большинством консервативных активов.

Мы считаем лучшим способом инвестирования в золото ETF (индексный фонд). Плюсы этого инструмента – небольшие комиссии, простота сделки (не нужно покупать реальный слиток золота и хранить его в банке) и низкий порог входа. Одни из самых популярных ETF – это SPDR Gold Trust (GLD) и iShares Gold Trust (IAU). Мы предоставляем информацию по обоим ETF, но предлагаем выбрать IAU, поскольку он чуть обошел в доходности GLD, а цена его акций почти в десять раз ниже, чем у GLD. Практически по всем остальным характеристикам, включая ликвидность, прирост чистых активов, географию владения, эти два фонда одинаковы. Еще один ключевой фактор – комиссия, которая при аналогичном объеме инвестиций у IAU меньше на 0,15% в год.

Название фонда:	SPDR Gold Shares	iShares Gold Trust
Тикер:	GLD US	IAU US
Динамика рыночной цены за период		
м/м %	3,44	3,40
1 месяц %	4,28	4,33
3 месяца %	14,06	14,12
г/г %	13,64	13,75
1 год %	20,52	20,73
2 года %	8,03	8,46
5 лет %	11,24	12,11
10 лет %	45,38	47,44

Инвестиционный обзор №180  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Класс активов	Золото	S&P 500	Bloomberg Barclays Aggregate	Индекс доллара	MSCI All Country World Index
Золото	1,00				
S&P 500	-0,09	1,00			
Bloomberg Barclays Aggregate	0,27	-0,03	1,00		
Индекс доллара	-0,51	-0,10	-0,26	1,00	
MSCI All Country World Index	0,06	0,94	0,01	0,29	1,00



# Стратегия активная

## Обзор для доверительного управления на 8 августа

### Внешний фон

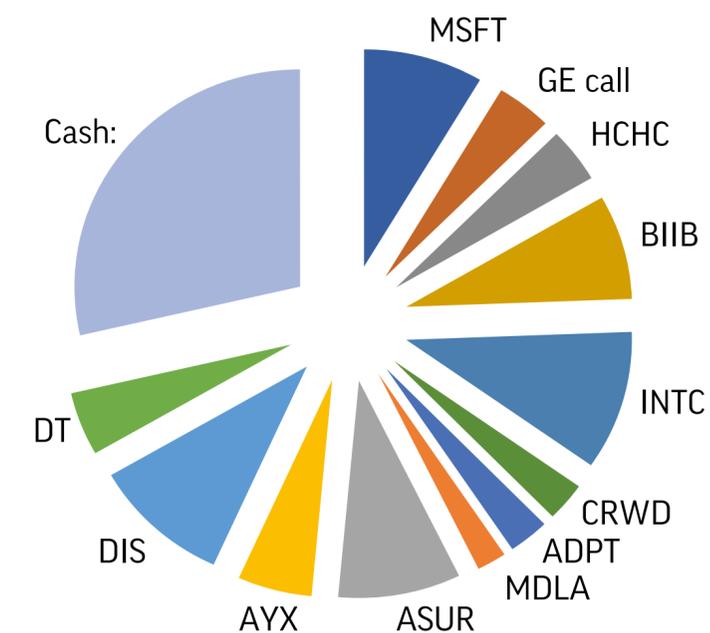
Мировые фондовые площадки оказались во власти «медведей» на фоне менее мягкой, чем ожидалось, позиции ФРС, эскалации торгового конфликта между Китаем и США, а также подходящего к концу сезона отчетов. Таким образом, как мы и предполагали, рынок оказался подвержен негативным сюрпризам, тогда как весь позитив уже был учтен в котировках. ФРС 31 июля впервые с 2008 года сдвинула ставку вниз на 0,25% – до 2-2,25%, при этом подчеркнув, что эта мера носит «страховочный» характер, а не сигнализирует о развороте курса денежно-кредитной политики в сторону смягчения. Рынок ожидал от регулятора более «голубиной» риторики. Тем не менее, учитывая усиление рисков для экономики, инвесторы считают, что ставка может быть снижена еще как минимум дважды до конца года с шагом 0,25%, и это может поддержать акции.

Главным негативным событием последнего времени стало обострение торговых отношений США и Китая. Трамп объявил о новых тарифах в размере 10% на китайский импорт объемом \$300 млрд. Таким образом, все товары, ввозимые из КНР в Штаты, теперь облагаются повышенными пошли-

нами. Китай ответил на этот шаг девальвацией юаня выше психологически значимой отметки 7 за доллар, что усилило накал конфликта. Минфин США впервые с 1990 годов назвал КНР валютным манипулятором. Инвесторы восприняли обострение противостояния между Вашингтоном и Пекином как растущую вероятность замедления мировой экономики, что привело к бегству из рискованных активов.

Больше 400 компаний из индекса S&P500 отчитались за второй календарный квартал, что лишает рынок позитивного драйвера в виде неожиданно сильных корпоративных результатов. Средний рост прибыли представивших свои отчеты компаний составил 1,5%, что выше консенсуса инвесторов почти на 5%. Однако аналитики продолжают ухудшать прогнозы на следующие кварталы, что нивелирует позитив.

Таким образом, баланс рисков для фондовых площадок продолжает склоняться в отрицательную сторону, поэтому возможно сохранение давления на акции. Мы не ждем резкого отскока индексов вверх после масштабного падения без нормализации торговых отношений Китая и США, для которой пока нет предпосылок.



### Последние изменения

- Продажа **Medallia (MDLA)** по **\$40,5** – 30 июля.
- Продажа **Lyft (LYFT)** по **\$62,39** – 30 июля
- Продажа **Ciena Corporation (CIEN)** по **\$45,51** – 30 июля
- Купля **The Walt Disney Company (DIS)** по **\$145,39** – 30 июля
- Купля **Asure Software (ASUR)** по **\$9,45** – 30 июля
- Купля **Alteryx (AYX)** по **\$121,66** – 30 июля
- Участие в **IPO Dynatrace (DT)** по **\$16** – 31 июля
- Заккрытие **хеджа по SPY** – 1 августа

### Техническая картина

Технически S&P500 сигнализирует о том, что назревшая из-за «медвежьей» дивергенции по индексу RSI коррекция состоялась. Причем ее масштаб оказался больше, чем мы ожидали. Уход индекса ниже 50-дневной и 100-дневной средних говорит о том, что следующим потенциальным уровнем поддержки может стать 200-дневная средняя в районе 2790-2800 пунктов.



# Стратегия дивидендная

## Дивидендный портфель

Цель дивидендного портфеля – сохранение вложенных средств. При благоприятной конъюнктуре он эффективнее рынка, в противном случае может отставать от него на уровне инфляции, но не ниже

### Озвученные тренды

Больше 400 компаний из индекса S&P500 отчитались за второй календарный квартал текущего года, что лишает рынок потенциальных краткосрочных драйверов роста. Корпоративная прибыль в среднем увеличилась на 1,5%, и это выше ожиданий инвесторов почти на 5%. Вместе с тем эскалация торгового конфликта между Китаем и США продолжает усиливаться и оказывать негативное воздействие на рынки. Мы не ожидаем резких отскоков котировок индекса S&P500 в условиях столь серьезных геополитических рисков, предпосылок для устранения которых на данном этапе не просматривается.

Тикер	Название компании	Капитализация млрд \$	Цена \$	годовая доходность дивиденда в %
BX	Blackstone Group	55,9	46,6	4,63%
BA	Boeing Co	209,0	339,6	2,42%
T	AT&T	232,0	34,2	5,97%
GD	General Dynamics	52,7	182,0	2,24%
MSFT	Microsoft Corporation	1 057,0	136,9	1,31%
WFC	Wells Fargo	209,8	47,4	3,79%
TXN	Texas Instruments	112,2	121,8	2,52%
UPS	United Parcel Service	89,6	117,2	3,28%

### Последние изменения

- Blackstone Group (BX) обсуждает консолидацию в своем портфеле оставшихся 50% девелопера Indiabulls Real Estate Ltd.** – дочерней компании холдинга Indiabulls Group's. В прошлом году Blackstone приобрела два элитных объекта в центре Мумбаи от Indiabulls Real Estate почти за \$1,5 млрд. Сумма новой сделки, закрыть которую компания планирует в течение нескольких недель, составит около \$700 млн.
- Материнская компания British Airways International Airlines Group заявила, что поставка первой партии из 200 самолетов Boeing 737 MAX состоится уже в 2022 году.** International Airlines Group во время Парижского авиасалона-2019 заключила предварительную договоренность на поставку 200 самолетов 737 MAX в период между 2023-м и 2027 годом. Компания рассчитывает, что Boeing удастся устранить все технические неполадки, а регуляторные ограничения на полеты будут сняты.
- United Parcel Service Inc (UPS.N) сообщила о намерении запустить сервис по доставке посылок с помощью дронов. Компания уже запросила сертификацию у Федерального управления гражданской авиации США.** На данный момент UPS совместно со своим партнером Matternet уже оперирует в данном сегменте, оказывая курьерские услуги для госпиталя WakeMed. Matternet не раскрывает информацию о выручке, которую приносит доставка беспилотными летательными аппаратами, но известно, что в данном направлении уже работают такие гиганты, как Google и Amazon. Это значит, что у этого способа доставки перспективное будущее.



# Обзор венчурных инвестиций

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



### Zola

Zola – это стартап, работающий в свадебной индустрии, объем которой в США в 2019 году превысил \$76 млрд. Zola дает возможность полностью спланировать церемонию бракосочетания в режиме онлайн: создать свой свадебный сайт, разработать пригласительные, праздничное меню, сформировать свадебный плейлист, а также подобрать подарки для новобрачных. С момента запуска в 2013 году более полумиллиона пар воспользовались услугами Zola. За пять венчурных раундов стартап привлек финансирование на сумму более \$140 млн от таких инвестиционных домов, как Thrive Capital, Lightspeed Venture Partners, Canvas Ventures, и Goldman Sachs Investment Partners. В 2018 году оценка компании достигла \$650 млн.

### Refinitiv

Refinitiv – это агрегатор финансовой информации, который ранее был частью медиахолдинга Thomson Reuters. Большая часть предоставляемой информации транслируется с помощью терминалов Eikon, которые тоже являются частью бизнеса Refinitiv. В конце 2018 года американский инвестфонд Blackstone приобрел 55% акций Thomson Reuters за \$17 млрд, профинансировав большую часть сделки за счет заемных средств. В конце июля Лондонская фондовая биржа объявила о приобретении информационного агрегатора за \$15 млрд в виде акций в пользу инвесторов Refinitiv, которым в итоге будет принадлежать 37% объединенной компании. По оценкам LSE, стоимость информационного бизнеса Refinitiv с учетом долга, составляющего \$12,2 млрд, может достигать \$27 млрд.

### Scale

Scale – «единорог» из Силиконовой долины под руководством 22-летнего уроженца Нью-Мехико Александра Вана, появившийся три года назад. На сегодня инвесторы оценивают компанию более чем в \$1 млрд. Scale AI занимается полуавтоматической разметкой данных для обучения нейронных сетей. В штате компании всего 100 сотрудников, а основные работы ведут 30 тыс. фрилансеров по всему миру, которые обучают искусственный интеллект отличать по фото, например, светофор от пешехода, в сложных для машины случаях. За четыре венчурных раунда Scale привлекла от инвесторов, включая партнера Index Ventures Майкла Волфи, более \$122 млн. Среди клиентов компании Waymo и Uber.

### Deercode

Швейцарский стартап Deercode занимается разработкой алгоритмов для автоматизации анализа программных кодов на предмет ошибок. Создатели стартапа сравнивают свой продукт с платформой для проверки грамматических ошибок, называя его Grammarly для программистов. В отличие от своих конкурентов, которые создают подобные алгоритмы на основе лишь 3-4 тыс. правил, Deercode использует широкую базу свыше 250 тыс. параметров, формируемую на основе искусственного интеллекта. Стартап был запущен в 2016 году и на сегодня находится на стадии «посевных» инвестиций. В последнем на сегодня раунде Deercode удалось привлечь \$4 млн. Общий объем венчурных инвестиций в компанию превышает \$5 млн.



# IPO InMode Ltd.

## Красивый бизнес

7 августа состоится IPO InMode Ltd. – ведущего мирового разработчика устройств для неинвазивной медицины, демонстрирующего рост выручки более 80% и прибыльность



- 1. InMode была основана в 2008 году, а к 2010-му уже выпустила шесть продуктов.** В конце текущего года будут представлены еще три решения для эстетической медицины. Имеющиеся на сегодня BodyTite, Optimas, Votiva, Contoura, Triton и EmbraceRF состоят из платформы для управления, ПО и комплектующих. Решения InMode применяются в косметологии. Среди крупнейших акционеров компании Israel Healthcare Ventures 2 LP Incorporated с долей 15,8% и SpaMedica International SRL с долей 15,1%. Пакет 20,6% принадлежит Моше Мизрахи, одному из основателей крупнейшего поставщика косметологического оборудования Syneron.
- 2. Потенциальный рынок свыше \$23 млрд.** Объем рынка эстетической медицины в 2016 году составил \$8,6 млрд и на сегодняшний день растет стремительными темпами из-за появления новых методик и процедур. Драйверами роста рынка выступают старение населения, «эпидемия» ожирения и желание людей хорошо выглядеть.
- 3. Двухзначный рост при положительных марже и денежном потоке.** В 2018 году компания зафиксировала рост выручки на 87%. Валовая маржа с 83% в 2017 году увеличилась до 86% в первом квартале 2019-го. Позитивная динамика достигнута за счет сокращения расходов на обслуживание устаревших продуктов. EBIT-маржа поднялась с 17% в 2017 году до 23% в 2018-м и 33% в первом квартале текущего года. У компании отсутствует долговая нагрузка.

## Обзор перед IPO

Эмитент: InMode Ltd  
Тикер: INMD  
Биржа: NASDAQ  
Диапазон на IPO: \$14-\$16  
Объем к размещению: \$75 млн  
Андеррайтеры: Barclays/UBS Investment Bank/ Canaccord Genuity



Инвестиционный  
обзор №180  
25 июля – 8 августа 2019  
[www.fff.ru](http://www.fff.ru)

## Операционные показатели бизнеса:



**Центральный офис  
Россия, Москва****+7 (495) 783-91-73**

123100, г. Москва,  
1-й Красногвардейский проезд,  
д. 15, ММДЦ «Москва-Сити»,  
БЦ «Башня Меркурий», 18 этаж  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru) | [info@ffin.ru](mailto:info@ffin.ru)

**Офисы****Архангельск****+7 (8182) 45-77-70**

пл. Ленина, 4, 1-й этаж  
[arhangelsk@ffin.ru](mailto:arhangelsk@ffin.ru)

**Барнаул****+7 (3852) 29-99-65**

ул. Молодежная,  
дом 26  
[barnaul@ffin.ru](mailto:barnaul@ffin.ru)

**Волгоград****+7 (8442) 61-35-05**

пр-т им. В.И. Ленина, 35  
[volgograd@ffin.ru](mailto:volgograd@ffin.ru)

**Воронеж****+7 (473) 205-94-40**

ул. Карла Маркса,  
дом 67/1  
[voronezh@ffin.ru](mailto:voronezh@ffin.ru)

**Екатеринбург****+7 (343) 351-08-68**

ул. Сакко и Ванцетти, 61  
[yekaterinburg@ffin.ru](mailto:yekaterinburg@ffin.ru)

**Иркутск****+7 (3952) 79-99-02**

ул. Горького,  
дом 36 Б, оф II-5  
[irkutsk@ffin.ru](mailto:irkutsk@ffin.ru)

**Казань****+7 (843) 249-00-51**

ул. Сибгата Хакима, 15  
[kazan@ffin.ru](mailto:kazan@ffin.ru)

**Калининград****+7 (4012) 92-08-78**

пл. Победы, 10,  
БЦ «Кловер»,  
1-й этаж  
[kaliningrad@ffin.ru](mailto:kaliningrad@ffin.ru)

**Краснодар****+7 (861) 203-45-58**

ул. Кубанская Набережная, 39/2,  
ТОЦ Адмирал  
[krasnodar@ffin.ru](mailto:krasnodar@ffin.ru)

**Красноярск****+7 (391) 204-65-06**

Проспект Мира, 26  
[krasnoyarsk@ffin.ru](mailto:krasnoyarsk@ffin.ru)

**Курск****+7 (4712) 77-13-37**

ул. Радищева, 64  
[kursk@ffin.ru](mailto:kursk@ffin.ru)

**Липецк****+7 (4742) 50-10-00**

ул. Гагарина, 33  
[lipetsk@ffin.ru](mailto:lipetsk@ffin.ru)

**Нижний Новгород****+7 (831) 261-30-92**

ул. Короленко 29, оф.414  
[nnovgorod@ffin.ru](mailto:nnovgorod@ffin.ru)

**Новосибирск****+7 (383) 377-71-05**

ул. Советская, 37А  
[novosibirsk@ffin.ru](mailto:novosibirsk@ffin.ru)

**Омск****+7 (3812) 40-44-29**

ул. Гагарина, 14, 1 этаж  
[omsk@ffin.ru](mailto:omsk@ffin.ru)

**Пермь****+7 (342) 255-46-65**

ул. Екатерининская, 120  
[perm@ffin.ru](mailto:perm@ffin.ru)

**Ростов-на-Дону****+7 (863) 308-24-54**

Буденновский пр-т, 62/2,  
БЦ «Гедон»  
[rostovnadonu@ffin.ru](mailto:rostovnadonu@ffin.ru)

**Самара****+7 (846) 229-50-93**

ул. Молодогвардейская,  
204, 4-й этаж  
[samara@ffin.ru](mailto:samara@ffin.ru)

**Санкт-Петербург****+7 (812) 313-43-44**

Басков переулок,  
дом 2, строение 1  
[spb@ffin.ru](mailto:spb@ffin.ru)

**Сочи****+7 (862) 300-01-65**

ул. Парковая, 2  
[sochi@ffin.ru](mailto:sochi@ffin.ru)

**Саратов****+7 (845) 275-44-40**

ул. им. Вавилова Н.И., 28/34  
[saratov@ffin.ru](mailto:saratov@ffin.ru)

**Тольятти****+7 (848) 265-16-41**

ул. Фрунзе, д.8  
ДЦ «PLAZA»,  
оф. 909  
[tolyatti@ffin.ru](mailto:tolyatti@ffin.ru)

**Тюмень****+7 (3452) 56-41-50**

ул. Челюскинцев, 10,  
офис 112  
[tyumen@ffin.ru](mailto:tyumen@ffin.ru)

**Уфа****+7 (347) 211-97-05**

ул. Карла Маркса, 20  
[ufa@ffin.ru](mailto:ufa@ffin.ru)

**Челябинск****+7 (351) 799-59-90**

ул. Лесопарковая, 5  
[chelyabinsk@ffin.ru](mailto:chelyabinsk@ffin.ru)

**Череповец****+7 (8202) 49-02-86**

ул. Ленина, 54 г  
[cherepovets@ffin.ru](mailto:cherepovets@ffin.ru)

**Ярославль****+7(4852) 60-88-90**

ул. Трефолева, 22,  
2 этаж  
[yaroslavl@ffin.ru](mailto:yaroslavl@ffin.ru)

