

# Инвестиционный обзор



**FREEDOM**  
finance



№232  
16 сентября 2021

Фондовый рынок США:

## Пора вернуться к работе

В начале сентября дополнительные федеральные выплаты для безработных американцев были прекращены

Российский рынок: Достигнут новый максимум

Рынок Украины: Турбоатом и МХП – главные ньюсмейкеры

Рынок Казахстана: Главный драйвер – мирный атом

Рынок Узбекистана: Осенняя коррекция

Рынок Германии: Тактическая передышка перед рывком

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Pandemic  
Unemployment  
Assistance

# Содержание:

Рынок США. Пора вернуться к работе.....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице.....	4
Самое главное. Суха теория, мой друг, а древо жизни зеленеет.....	5
Актуальные тренды. Обзор на 13 сентября.....	6
Наиболее важные новости компаний.....	7-9
Текущие рекомендации по акциям.....	10
Инвестиционная идея. Gap Inc. Модная инвестиция.....	11-12
Опционная идея. Длинный спред коллов на FB.....	13
Обзор венчурных инвестиций.....	14
Кто идет на IPO. Toast. В помощь рестораторам.....	15
Российский рынок. Достигнут новый максимум.....	16-18
Инвестиционная идея. X5 Group. Предсказуемый успех.....	19-20
Рынок Украины. Турбоатом и МХП – главные ньюсмейкеры.....	21-22
Рынок Казахстана. Главный драйвер – мирный атом.....	23-24
Инвестиционная идея. Invesco Water Resources ETF. Защита от засухи.....	25
Рынок Узбекистана. Осенняя коррекция.....	26-27
Узбекистанские эмитенты.....	28-29
Рынок Германии. Тактическая передышка перед рывком.....	30-31
Среднесрочная идея. Volkswagen AG. Без ограничений скорости.....	32
Новости ИК «Фридом Финанс».....	33
Контакты.....	34



# Фондовый рынок США

## Пора вернуться к работе

В начале сентября дополнительные федеральные выплаты для безработных американцев были прекращены. Объем этой программы за время пандемии составил около \$1 трлн



### Новости одной строкой:

**01.09.2021** Страны ОПЕК+ оставили в силе решение об увеличении добычи на 400 тыс. барр./мес. в сентябре и октябре

**03.09.2021** В августе в США было создано 235 тыс. рабочих мест, хотя консенсус предполагал 750 тыс.

**06.09.2021** Более 7,5 млн американцев лишились дополнительных федеральных выплат по безработице

**09.09.2021** ЕЦБ анонсировал сворачивание программы QE по сравнению с объемами последних двух кварталов (80 млрд евро в месяц)

По состоянию на 14.09.2021

Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	-1,43%	0,15%
QQQ	Индекс NASDAQ100	-1,37%	2,04%
DIA	Dow Jones Industrial 30	-1,37%	-1,71%
UUP	Доллар	0,57%	0,04%
FXE	Евро	-0,66%	-0,01%
XLF	Финансовый сектор	-0,16%	-1,48%
XLE	Энергетический сектор	1,11%	-0,53%
XLI	Промышленный сектор	-2,26%	-2,64%
XLK	Технологический сектор	-1,68%	1,09%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-1,67%	-0,51%
XLV	Сектор здравоохранения	-3,27%	-0,99%
SLV	Серебро	-3,89%	0,09%
GLD	Золото	-1,94%	0,81%
UNG	Газ	10,23%	34,07%
USO	Нефть	1,69%	4,32%
VXX	Индекс страха	4,61%	-0,72%
EWJ	Япония	2,79%	7,53%
EWU	Великобритания	-1,34%	-2,08%
EWG	Германия	-1,11%	-1,73%
EWQ	Франция	-0,56%	-1,90%
EWI	Италия	-1,09%	-3,51%
GREK	Греция	-1,54%	2,26%
EEM	Страны БРИК	-0,92%	1,74%
EWZ	Бразилия	-1,39%	-4,43%
RSX	Россия	0,89%	4,03%
INDA	Индия	-0,64%	6,85%
FXI	Китай	0,02%	0,31%



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (01.09.2021 – 10.09.2021)



01.09.2021

Участники соглашения ОПЕК+ согласовали увеличение добычи в сентябре и октябре на 400 тыс. барр. в месяц. Следующая министерская встреча запланирована на 4 октября



03.09.2021

Количество рабочих мест, созданных в неаграрных секторах США в августе, составило 235 тыс., что гораздо ниже прогноза (750 тыс.) и июльских данных (1053 тыс.)



09.09.2021

В третьем квартале ЕЦБ сократит объем выкупа активов примерно до 60-70 млрд евро по сравнению с 80 млрд евро, которые тратились на программу QE в первом полугодии. Однако общий размер покупки облигаций сохранен на уровне 1,85 трлн евро

4524

1

4536

2

4535

3

4520

7

4514

8

4493

9

4458

10



01.09.2021

Компания Ford сообщила об очередном сокращении производства пикапов F-150, Super Duty и внедорожников Expedition на фоне дефицита чипов



06.09.2021

Закончилось действие федеральных программ дополнительных выплат безработным американцам. За время пандемии объем этих перечислений превысил \$800 млрд, их получали более 7,5 млн граждан США

EPIC  
GAMES

VS



10.09.2021

В результате решения суда по иску Epic Games компания Apple может потерять миллиарды долларов выручки, которую она получает от американских пользователей App Store



## Самое главное

# Суха теория, мой друг, а древо жизни зеленеет

Пока рынок продолжает медленное движение вверх, аналитики выражают опасения по поводу возможной коррекции. В последние недели появилось очень много «медвежьих» прогнозов от ведущих инвестиционных домов – Morgan Stanley, Citigroup, Deutsche Bank и Bank of America. Основные причины для негативных ожиданий следующие:

- Сентябрь – традиционно статистически слабый период. За 20 последних лет худшая доходность по S&P 500 (-0,8%) наблюдалась именно в этом месяце.
- С начала 2021-го S&P 500 уже 54 раза обновлял максимум по доходности, не побив лишь рекорд 1995-го (55 раз).
- На американском фондовом рынке наблюдается перекупленность (Morgan Stanley) и непропорционально огромное количество лонгов по сравнению с короткими позициями (10 к 1, по заявлению Citigroup).

Но инвестиционный тезис всегда формируется через сравнение, поэтому некорректно принимать во внимание ситуацию лишь в одном регионе. Активы на многих других развитых рынках (в континентальной Европе, Канаде, Японии и Великобритании) более дешевы по сравнению с американскими. Однако инвесторы опасаются заходить туда ввиду структурных проблем как на фондовых рынках, так и в экономиках в целом. Оправданна ли столь осторожная позиция? По сути, это не столь важно, поскольку доходность эмитентов из этих регионов несопоставимо ниже и пока нет оснований полагать, что ситуация изменится. Таким образом, американский рынок остается самым привлекательным с точки зрения доходности, скорректированной на риск.

Облигации, к сожалению, тоже не выдерживают конкуренции с акциями. В этом солидарны практически все инвестдома,

Тимур Турлов,  
глава инвестиционного  
комитета ИК «Фридом Финанс»



которые среди причин роста широкого рынка акций называют ультранизкие доходности гособлигаций и узкие спреды в корпоративном сегменте. Этот тренд получил название «безальтернативный» (There Is No Alternative – TINA).

Еще одним доводом в пользу того, что рынки вскоре начнут корректироваться, является отсутствие новых позитивных новостей, поскольку прежняя информационная повестка уже отыграна в котировках. Однако в тот момент, когда уже можно было бы полностью согласиться с этим тезисом, на новостных лентах появилось сообщение о том, что корпоративная налоговая ставка будет ниже, чем ожидалось – не 28%, а 26,5% (текущая 21%). Кроме того, налоговая ставка на прирост капитала может составить 25% против ожидаемых ранее 39,5% (текущая 20%). Таким образом, на рынке появляется новый повод для оптимизма, поскольку налоговое давление на экономику усилится не столь значительно, как предполагалось ранее. Рискну сделать такие прогнозы: до конца года корпоративная налоговая ставка и ставка на прирост капитала составят 26-27% и 25% соответственно. При этом потолок госдолга будет повышен, а инфраструктурный проект будет принят в объеме \$1,5–2,5 трлн.

В то же время нельзя игнорировать все доводы, приведенные в пользу коррекции. Почти наверняка мы увидим снижение темпов роста доходности, когда ФРС объявит о сворачивании программы QE. Однако, на мой взгляд, говорить о серьезном снижении рынка на 10–15% в ближайшие месяцы преждевременно, так как инвесторы продолжают выкупать все просадки в размере более 4-5%. Также не исключен переток капитала из акций «роста» в бумаги «стоимости», что поддержит общую доходность американского рынка.

## Важные новости

1 сентября по итогам министерской встречи ОПЕК+ было принято решение сохранить в сентябре и октябре согласованные ранее параметры добычи, которые подразумевают увеличение квот на 400 тыс. баррелей в сутки ежемесячно начиная с августа. Таким образом, за первые два месяца осени добыча ОПЕК+ вырастет на 800 тыс. баррелей в сутки. Следующая министерская встреча назначена на 4 октября.

3 сентября вышли данные по количеству рабочих мест, созданных в неаграрных секторах США в августе. Показатель составил 235 тыс. (минимальное значение с января), что гораздо ниже прогноза на уровне 750 тыс., а также 1053 тыс. в июле. Негативное влияние на рынок труда по-прежнему оказывает высокий уровень заболеваемости COVID-19 из-за распространения штамма «дельта».

6 сентября закончилось действие федеральных программ дополнительной помощи безработным в США, в рамках которых выплаты получали более 7,5 млн граждан. Объем перечисленных пособий составил более \$800 млрд, а безработица сократилась с 14,7% до 5,2%. В наибольшей степени это событие затронет Калифорнию, в которой проживают почти 2 млн человек, лишившихся дополнительных выплат.

9 сентября ЕЦБ принял решение сократить программу ежемесячного выкупа активов по сравнению с объемом последних двух кварталов (80 млрд евро). Однако общий размер QE (1,85 трлн евро) был сохранен без изменений. Выкуп активов планируется продолжать как минимум до марта 2022 года.



## Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 между уровнями 4430 и 4530 пунктов

# Актуальные тренды

## Обзор на 13 сентября

### Глобальная картина

В последние две недели S&P 500 потерял 1,1%. В конце августа активность «быков» была поддержана мягкой риторикой главы ФРС Джерома Пауэлла на симпозиуме в Джексон-Хоуле. Однако в сентябре настроения участников рынка начали ухудшаться на фоне опасений по поводу замедления темпов экономического роста. На это, в частности, указывали данные «Бежевой книги», опубликованной 8 сентября, а также более слабый прогноз роста ВВП США в третьем квартале по сравнению с предыдущими ожиданиями. Дополнительное давление на индекс широкого рынка в конце первой декады сентября оказало сокращение числа недельных заявок на получение пособия по безработице до рекордно низкого уровня за 18 месяцев и ускорение производственной инфляции.

По состоянию на 13 сентября 100% компаний из списка S&P 500 представили финансовые результаты за второй квартал 2021 года. Выручка отчитавшихся компаний выросла на 25,2%, прибыль – на 91,8%, что оказалось выше оценок аналитиков на 4,6% и 16,2% соответственно. Среди крупнейших компаний в последнее время результаты представили CrowdStrike Holdings (CRWD), Broadcom (AVGO), Lululemon Athletica (LULU), Kroger (KR). Их EPS превзошла прогнозы рынка на 26,1%, 1,1%, 38,6%, 24,4% соответственно. Продажи NetEase (NTES) и Hewlett Packard (HPE) недотянули до консенсуса, оказавшись ниже оценок на 1% и 0,5% соответственно. В ближайшие две недели в фокусе внимания будут отчеты компаний Oracle (ORCL), Adobe (ADBE), FedEx (FDX), Nike (NKE), Accenture (ACN) и Costco (COST), сильные результаты которых могут улучшить настроения инвесторов.

### Макроэкономическая статистика

Опубликованная в течение последних двух недель макростатистика носила разнонаправленный характер. Так, августовский индекс деловой активности в производственном секторе от ISM вырос до 59,9 пункта (ожидалось снижение до 58,6 пункта), число первичных заявок на получение пособий по безработице снизилось до 18-месячного минимума, составив 310 тыс. (консенсус: 335 тыс.), средняя почасовая заработная плата повысилась в последнем летнем месяце на 4,3% г/г (консенсус: +4,0%). При этом прирост числа занятых в неаграрных секторах США за август составил всего 235 тыс. (консенсус: 750 тыс.). Августовский индекс PMI в Чикаго снизился до 66,8 пункта (консенсус: 68).

В течение ближайших двух недель в центре внимания инвестсообщества будет публикация отчета по динамике розничных продаж и статистики рынка жилья. Кроме того, важным событием станет заседание ФРС, запланированное на 21-22 сентября.

### Монетарная политика ФРС

Согласно данным «Бежевой книги», экономическая активность в США в июле-августе снизилась на фоне распространения штамма «дельта». При этом ФРС не намерена отступать от прошлых планов, согласно которым она начнет сворачивать программу QE к концу текущего года. Глава ФРБ Сент-Луиса Джеймс Буллард повторил свой призыв к сокращению объема покупки облигаций и отметил, что сейчас в экономике США больше свободных вакансий, чем безработных, а слабый отчет по рынку труда за август обусловлен влиянием временных и волатильных факторов.

### Техническая картина

Индекс широкого рынка совершил отскок от 4530 пунктов. При этом с технической точки зрения восходящий тренд остается сильным. Это указывает на высокую вероятность того, что коррекция будет носить локальный характер и котировки не уйдут ниже 4440 пунктов. Как следствие, мы полагаем, что S&P 500 оттолкнется от диапазона 4440–4450 пунктов и продолжит восходящее движение, ближайшей целью которого может стать уровень 4540 пунктов.

**Инвестиционный  
обзор №232**  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



01.09.21

**Ford (F)** заявил, что в очередной раз вынужден сократить выпуск пикапов F-150, Super Duty и внедорожников Expedition на фоне дефицита чипов. Впрочем, такие решения принимают и другие автопроизводители. В частности, согласно данным Bloomberg, Tesla еще в прошлом месяце приостановила производство на заводе в КНР на неопределенный срок. Напомним, что нехватка полупроводниковых компонентов начала ощущаться в автомобильной отрасли еще в конце прошлого года. Ранее антиковидные ограничения подогрели спрос на ПК и ноутбуки, а эффект отложенного спроса и переход на модели гаджетов с поддержкой 5G способствовали росту рынка мобильных устройств. Указанные факторы наряду с более быстрым, чем изначально ожидалось, восстановлением спроса на автомобили привели к дефициту чипов и нарушениям в цепочках поставок.

Согласно оценкам менеджмента Ford, компания может во 2-м полугодии 2021-го увеличить производство на 30% бм/бм. При этом общерыночные ожидания еще более оптимистичны: принимая во внимание тот факт, что во втором квартале показатели Ford превзошли прогнозы, инвесторы полагают, что американский автогигант сможет продемонстрировать рост производства на 39%.

Согласно оценкам менеджмента Ford, проблемы с нехваткой комплектующих могут сохраниться вплоть до 1-го полугодия 2022-го. Как следствие, мы полагаем, что продажи Ford могут снизиться в третьем квартале на 5-10% г/г, до \$33,7–35,6 млрд, но четвертый квартал будет более сильным, в результате чего продажи во 2-м полугодии 2021-го увеличатся на 27–31% бм/бм.

В то же время крупнейший производитель чипов TSMC прикладывает все усилия к тому, чтобы удовлетворить спрос на свою продукцию. Так, на конференс-колле по итогам 2-го квартала CEO TSMC отметил, что в настоящий момент компания наращивает производственные мощности, и заявил, что начиная с третьего квартала дефицит полупроводниковых чипов для автомобилей начнет сокращаться.

Однако некоторые конкуренты TSMC, специализирующиеся на производстве микросхем для автомобилей, настроены менее оптимистично. По ожиданиям руководства Renesas, дефицит автомобильных чипов будет сохраняться вплоть до конца 2022 года, а менеджмент Infineon предполагает, что эта ситуация может затянуться до 2023 года. Мы считаем, что выпуск полупроводниковых микросхем для автомобилей был на минимуме во втором квартале 2021-го, когда одна из крупнейших производственных площадок Renesas несколько месяцев не работала из-за пожара и его последствий. Руководство еще одного крупного производителя полупроводниковых компонентов NXP Semiconductors в целом дает позитивный прогноз, отмечая ввод в эксплуатацию временно приостановленных во втором квартале мощностей и

ожидавая, что рост выручки от автомобильного сегмента в июле-сентябре составит 16% кв/кв. Таким образом, высокие риски дефицита полупроводниковых компонентов, вероятно, будут сохраняться до конца года, поскольку азиатский регион весьма уязвим к распространению штамма «дельта» и возможным локдаунам, а полное устранение дефицита автомобильных чипов займет несколько лет.

abbvie

01.09.21

Исследование, проводимое Управлением по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов США (FDA), оказывает давление на акции фармгиганта **AbbVie (ABBV)**. В обновленном обзоре ингибиторов Янус-киназы (JAK), представленном FDA, содержится вывод о повышенном риске тяжелых последствий применения препаратов для лечения артрита и язвенного колита Xeljanz и Xeljanz XR (tofacitinib), которые производит Pfizer (PFE). Среди этих последствий регулятор назвал инфаркт, инсульт, рак, образование тромбов и летальный исход. В этой связи FDA требует обновления данных о препаратах против артрита от Eli Lilly (LLY) и Incyte (INCY) и Rinvoq (upadacitinib) от AbbVie (ABBV), которые относятся к тому же классу, что и Xeljanz Olumiant (baricitinib). Указанное требование стало причиной падения акций AbbVie. Исследования и тестирование Olumiant и Rinvoqне проходили по той же схеме, что и Xeljanz, поэтому риски не были оценены адекватно. Из-за схожести механизма воздействия всех этих препаратов на пациентов FDA предполагает, что и опасные побочные эффекты от их применения также могут совпадать.

Два других ингибитора JAK – Jakafi (ruxolitinib) от Novartis (NVS) и Incyte (INCY) и Inrebic (fedratinib) от Bristol-Myers Squibb (BMY) не показаны при артрите и других воспалительных заболеваниях, поэтому информация о них не включена в обзор FDA.

Новости от регулятора наиболее сильное давление оказали на акции ABBV, для которой Rinvoq – это приоритетный продукт, который должен был компенсировать эффект от истечения патента Humira в 2023 году. План компании предполагал, что новый препарат будет приносить ей больше 10% годовой выручки к 2025 году и заместит выпадающие доходы от продаж Humira. Ранее FDA отложило рассмотрение заявок на разрешение использования Rinvoq при лечении псориатического артрита и анкилозирующего спондилита. Вполне вероятно и задержка одобрения препарата для пациентов с атопическим дерматитом. Все эти факторы негативно повлияют на темп роста выручки AbbVie в 2022 году.

Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



06.09.21

Французский сырьевой гигант **TotalEnergies (TTE)** будет развивать нефтегазовый и энергетический сектор Ирака в регионе Басра. Соглашение в объеме \$10 млрд подразумевает строительство газовой электростанции на 3 ГВт (первая фаза – 1,5 ГВт), включая инфраструктуру для сбора попутного газа на нефтяных месторождениях. Также компания построит солнечную электростанцию мощностью 1 ГВт.

Помимо генерирующих мощностей TTE создаст систему отбора и закачки морской воды в нефтяные скважины для поддержания давления с целью повышения нефтедобычи.

Компания не представила детальной информации относительно структуры финансирования проектов, сроков реализации и возможных партнеров. По данным The Wall Street Journal, объем проектов TotalEnergies в Ираке может достичь \$27 млрд.

Общий долг компании по состоянию на начало сентября составляет внушительные \$70 млрд, однако на счетах TTE находится около \$30 млрд денежных средств и их эквивалентов. Отношение чистого долга к прогнозируемому показателю EBITDA в 2021 году составляет приемлемые 1,15x, поэтому мы не ожидаем снижения дивидендов в связи с реализацией проектов в Ираке. Высокий уровень выплат акционерам выгодно отличает компанию от конкурентов. Доходность к текущим котировкам составляет 7%. Отсечка для получения выплат по депозитарным распискам – 17 сентября, по акциям – 21 сентября.

Высокие мировые цены на нефть и в особенности на газ позволят компании продемонстрировать сильные результаты по итогам третьего квартала, так как TotalEnergies является одним из мировых лидеров по объему продаж СПГ.

Наша целевая цена по депозитарным распискам TTE составляет \$57,9, потенциал роста с текущих уровней – 30%.



09.09.21

**McDonald's (MCD)** начал в Великобритании выпуск долгожданного бургера McPlant, который впервые будет на 100% веганским. Ранее компания уже представляла вегетарианские сэндвичи McPlant, которые, впрочем, могли содержать молочный сыр и майонез на основе яиц. Но в конце

сентября 10 ресторанов в Ковентри (Великобритания) начнут продажу нового McPlant, в котором будут представлены котлеты, сделанные с применением технологий Beyond Meat (BYND). Зажатая между двумя веганскими булочками с кунжутом котлета будет покрыта веганским сыром, горчицей, кетчупом, солеными огурцами, салатом и нарезанными помидорами.

Новый бургер будут готовить на отдельном гриле с использованием специальной посуды, чтобы избежать перекрестного загрязнения продуктами и ингредиентами животного происхождения. Конкурирующий гигант быстрого питания Burger King предпринял аналогичные шаги на британском рынке, недавно выпустив несколько сертифицированных веганских продуктов, в том числе Chicken Royale и Whopper, сделанные полностью из сырья растительного происхождения. Другие бургерные сети, впервые представившие гамбургер без мяса, часто добавляют молочные или яичные ингредиенты, что делает их подходящими для вегетарианцев, но не для веганов. Директор по маркетингу McDonald's в Великобритании и Ирландии Мишель Грэм-Клэр говорит, что сети потребовалось больше времени, чтобы запустить бургер в Великобритании, поскольку было необходимо «убедиться, что этот продукт соответствует самым высоким стандартам и понравится всем нашим клиентам».

10 торговых точек в Ковентри будут стартовой площадкой для нового продукта. К концу 2021-го McDonald's намерен начать продавать веганский сэндвич уже в 250 ресторанах быстрого питания, а в 2022-м, согласно текущему плану, бургер станет доступен во всех точках McDonald's Великобритании и Ирландии. При этом компания пока не назвала сроки, когда она собирается ввести McPlant в меню в США.

Мы полагаем, что запуск новых веганских и вегетарианских блюд поможет McDonald's привлечь и удержать новых клиентов с учетом того, что диеты, исключающие потребление продуктов животного происхождения, с каждым годом набирают популярность. Однако мы считаем, что на данном этапе рано говорить о влиянии нового продукта на финансовые показатели компании. Мы сохраняем целевую цену по акциям McDonald's на отметке \$250.



10.09.21

Калифорнийский суд принял половинчатое решение в отношении разбирательства между Epic Games и **Apple (AAPL)**, в результате чего котировки последней оказались под давлением. Главной победой для Epic Games стало признание судом практики Apple, не позволяющей разработчикам приложений использовать сторонние платежные сервисы, незаконной. Напомним,

Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

что Apple взимает 30% от средств, которые списываются при загрузке платных приложений, оплате подписки и покупках внутри приложений. Также важно отметить, что валовая маржа App Store очень высока и составляет около 80–90%, поэтому выпадающие доходы данного сегмента могут оказать заметное давление на прибыль компании в целом. При этом Epic Games ожидала большего и надеялась, что суд обяжет Apple дать разработчикам приложений право на реализацию собственных маркетплейсов в рамках App Store, но этого не произошло.

Мы полагаем, что, хотя суд не признал Apple монополистом на игровом рынке, но, если покупки в приложениях можно будет оплачивать через сторонние сервисы, это приведет к существенной трансформации бизнес-модели Apple, в частности маркетплейса App Store. На текущий момент сложно делать прогнозы относительно величины потерь Apple; при реализации оптимистичного сценария комиссия App Store (для приложений, генерирующих более \$1 млн) может сократиться до 15–20% в перспективе четырех-шести кварталов, причем вероятно, что давление будет сохраняться на фоне большего распространения новых вариантов оплаты и их имплементации. Интересно, что бывший глава App Store Филипп Шумейкер в интервью в конце 2020 года подчеркивал, что 30-процентная комиссия, взимаемая Apple с разработчиков приложений, является слишком высокой, и отмечал, что ее размер должен стремиться к величине сборов по карточным транзакциям (3%). Для сравнения: Epic Games, пытаясь обойти комиссию App Store в 30%, предлагала оплату через собственный платежный движок с 10-процентной надбавкой.

Мы полагаем, что, если тренд на использование сторонних сервисов оплаты будет сильным, Apple начнет предлагать собственный движок с небольшой премией к сторонним сервисам. Одной из мер по компенсации выпадающих доходов может также стать введение хостинговой или иной фиксированной платы с разработчиков приложений (например, разовый сбор за регистрацию) – в зависимости от величины их выручки за использование App Store.

В результате решения суда по иску Epic Games под угрозой снижения находится около \$6–6,5 млрд доходов, которые Apple получает от американских пользователей App Store. Общие поступления App Store мы оцениваем на уровне \$24–25 млрд, около 60% из которых приходится на внутриигровые транзакции.

В свете недавнего закона, принятого корейским парламентом, который запретил Apple и Google принуждать разработчиков приложений к использованию их платежных процессоров, и решения калифорнийского суда мы пересматриваем в сторону ухудшения прогнозы по сервисному сегменту Apple. Как следствие, мы понижаем целевую цену по акциям AAPL до \$139 за бумагу, рекомендация – «держаться».



Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[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
GPS	GAP	Специализированная розничная торговля	9 198	2021-09-11	24,4	34,5	2022-09-11	42%	Покупать
NFLX	NETFLIX	Развлечения	260 817	2021-08-31	589,3	650,0	2022-08-31	10%	Покупать
TSM	TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN.	Производство полупроводников	575 544	2021-08-17	123,6	136,0	2022-08-17	10%	Покупать
VTRS	VIATRIS INC	Производство фармацевтической продукции	16 833	2021-08-03	13,9	17,6	2022-08-03	27%	Покупать
GLW	CORNING INC	Электронное оборудование, приборы и компоненты	33 265	2021-07-20	39,0	49,7	2022-07-20	28%	Покупать
RUN	SUNRUN INC	Производство электрооборудования	9 463	2021-07-06	46,0	71,0	2022-07-06	55%	Покупать
SPLK	SPLUNK INC	Услуги в сфере информационных технологий	24 382	2021-06-22	150,9	185,5	2022-06-17	23%	Покупать
DIS	THE WALT DISNEY COMPANY	Развлечения	336 133	2021-06-08	185,0	215,5	2022-06-03	16%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	22 081	2021-04-29	185,8	187,0	2022-04-24	1%	Держать
FANG	DIAMONDBACK ENERGY INC	Добыча нефти, газа и потребляемого топлива	14 086	2021-08-03	77,8	102,8	2022-05-06	32%	Покупать
ENPH	ENPHASE ENERGY INC	Производство полупроводников	21 551	2021-06-08	160,1	173,7	2022-03-24	8%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	40 767	2021-04-08	214,9	290,0	2022-04-03	35%	Покупать
PTON	PELOTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	33 509	2021-06-08	111,5	134,0	2022-03-24	20%	Покупать
NLOK	NORTONLIFELOCK INC	Производство программного обеспечения	15 468	2021-07-23	26,6	30,6	2022-03-10	15%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT.	Развлечения	17 819	2021-03-01	152,9	226,0	2022-02-24	48%	Покупать
PFE	PFIZER INC	Производство фармацевтической продукции	249 946	2021-05-04	44,6	44,0	2022-04-29	-1%	Продавать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	5 238	2021-01-25	50,5	60,0	2022-01-20	19%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет сервисы	11 140	2021-05-05	77,0	112,9	2022-04-30	47%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	13 907	2021-07-05	98,2	113,7	2022-04-21	16%	Покупать
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACH.	Услуги в сфере информационных технологий	123 827	2021-07-19	138,2	152,2	2022-03-24	10%	Покупать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	23 364	2021-04-30	44,3	50,0	2022-04-25	13%	Покупать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	45 920	2021-04-30	228,5	245,0	2022-04-25	7%	Покупать
CSCO	CISCO SYS INC	Производство оборудования для связи	245 051	2021-06-08	58,1	55,2	2022-03-06	-5%	Продавать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	18 200	2021-03-29	111,8	120,0	2022-03-24	7%	Покупать
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	6 690	2021-05-10	120,3	125,0	2022-05-05	4%	Держать
SNAP	SNAP INC	Интернет сервисы	112 670	2021-04-23	71,3	75,0	2022-04-18	5%	Держать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет и прямая розничная торговля	448 412	2021-02-02	165,4	290,0	2022-01-28	75%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	173 379	2021-04-30	56,0	62,0	2022-04-25	11%	Покупать
SLB	SCHLUMBERGER LTD	Нефтесервисные услуги	39 310	2021-07-23	28,1	33,0	2022-04-18	17%	Покупать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	46 377	2021-06-22	476,1	443,5	2022-03-24	-7%	Продавать
PPC	PILGRIMS PRIDE CORP	Производство продуктов питания	6 828	2021-03-29	28,0	24,0	2022-03-24	-14%	Продавать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет и прямая розничная торговля	15 170	2021-05-05	42,8	48,0	2022-04-30	12%	Покупать
ASML	ASML HOLDING N V	Производство полупроводников	357 509	2021-04-26	871,2	490,0	2022-08-11	-44%	Продавать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	161 766	2021-04-28	143,4	172,5	2022-04-23	20%	Покупать
CRM	SALESFORCE COM INC	Производство программного обеспечения	248 774	2021-02-26	254,1	243,2	2022-02-21	-4%	Продавать
VZ	VERIZON COMMUNICATIONS INC	Услуги связи	226 133	2021-04-21	54,6	62,0	2022-04-16	14%	Покупать
DOCU	DOCUSIGN INC	Производство программного обеспечения	53 354	2021-03-29	271,2	150,1	2022-03-24	-45%	Продавать
PWR	QUANTA SVCS INC	Строительство и монтаж инженерного оборудования	16 025	2021-04-26	115,2	60,0	2022-04-21	-48%	Продавать
FB	FACEBOOK INC	Цифровые средства информации	1 061 548	2021-01-28	376,5	360,0	2022-01-23	-4%	Продавать
ZEN	ZENDESK INC	Производство программного обеспечения	13 838	2021-04-29	115,3	158,0	2022-04-24	37%	Покупать

**Инвестиционный  
обзор №232**  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



10



# Инвестиционная идея

## Gap Inc. Модная инвестиция

Акции Gap привлекательны для долгосрочных вложений с целевой ценой \$34,51

Тикер	GPS
Цена акций на момент анализа	\$23,86
Текущая цена акций	\$23,86
Целевая цена акций	\$34,51
Текущий потенциал роста	44,65%
Текущая дивидендная доходность	1,5%

Gap Inc. (NYSE: GPS) – крупнейший одежный ретейлер в США и владелец третьей по величине в мире (после испанской Inditex и шведской H&M) сети магазинов по продаже одежды. Штаб-квартира компании расположена в Сан-Бруно, Калифорния (США). Портфель брендов Gap Inc. включает в себя Gap, Old Navy, Banana Republic и Athleta. Хотя пандемия негативно повлияла на эмитентов отрасли, которые и так находились под давлением в течение последнего десятилетия, Gap сумела адаптироваться к новым условиям. Особенно сильную динамику продемонстрировали сегменты Athleta Premium Fitness и Old Navy.

26 августа Gap отчиталась за второй квартал выручкой в размере \$4,2 млрд (+28,4% г/г), превзошедшей прогнозы рынка. Важно отметить, что такой рост объясняется не только низкой базой аналогичного периода 2020-го. В частности, чистые продажи на 5% превысили уровень второго квартала 2019-го, в то время как маржа выросла благодаря сокращению затрат и мерам по повышению эффективности, реализованным в рамках реструктуризации компании. Валовая прибыль выросла на 820 базисных пунктов, до 43,3%, по сравнению с 35,1% за аналогичный период прошлого года (38,9% во втором квартале 2019-го). Отчасти эта динамика

связана с увеличением доли онлайн-продаж, которые повысились на 65% за два года и в настоящее время составляют 33% от общего объема бизнеса. Gap также занимается оптимизацией неэффективных магазинов, что позитивно отражается на марже.

Компания концентрируется на инвестициях в быстрорастущие сегменты Athleta и Old Navy, включая постоянную экспансию на международных рынках. Стоит отметить, что сопоставимые продажи магазинов в масштабах всей группы повысились на 3% в годовом исчислении и на 12% по сравнению с 2019 годом. При этом основными драйверами роста выступают именно Athleta и Old Navy: за два года сопоставимые продажи этих направлений увеличились на 27% и 18% соответственно.

В долгосрочной перспективе руководство выделяет несколько областей, на которых компания будет фокусироваться для обеспечения устойчивого долгосрочного роста. Во-первых, Gap намерена расширить адресный рынок за счет новых категорий продуктов. В частности, бренд Old Navy активно увеличивает ассортиментный перечень женской одежды больших размеров. В целом этот рынок оценивается в \$120 млрд, и руководство компании намерено занять на нем существенную долю. Во-вторых,

Вадим Меркулов,  
директор аналитического департамента  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



11



# GAP

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
GPS-US	(3,0%)	(5,0%)	(21,2%)	(23,8%)	40,4%
S&P 500	(0,8%)	(1,7%)	0,5%	5,2%	33,5%
Russell 2000	0,0%	(1,9%)	0,4%	(2,7%)	49,2%
DJ Industrial Average	0,0%	(1,4%)	(1,1%)	1,2%	26,7%
NASDAQ Composite Index	(0,9%)	(1,6%)	2,2%	7,8%	38,4%



# Инвестиционная идея

цифровая трансформация компании продолжается. В дополнение к росту онлайн-продаж Gap продолжает инвестировать в технологии и инфраструктуру. Например, компания приобрела Drapr – стартап электронной коммерции и онлайн-приложение, позволяющее клиентам быстро создавать 3D-аватары и виртуально примерять одежду.

Хотя по сравнению с 2019 годом количество магазинов эмитента сократилось примерно на 200, компания смогла добиться положительного чистого роста продаж за два года. Это подчеркивает силу флагманских брендов Old Navy и Athleta, которые успешно завоевывают долю рынка. Иными словами, Gap Inc. превращается в более прибыльный бизнес. Так, доля брендов Athleta и Old Navy, которые обеспечили повышение продаж на 35% и 21% г/г соответственно (исключительные показатели для любой

крупной компании в швейной промышленности!), в общем объеме продаж Gap Inc. составляет 65%. Но ожидается, что к 2023 году этот показатель достигнет 70%. Дисконт в стоимости акций GPS по сравнению с конкурентами во многом объясняется слабой динамикой направлений Gap и Banana Republic. Однако мы считаем, что по мере выхода из пандемии продажи второго из указанных сегментов улучшатся и дисконт начнет сокращаться.

Как следствие, мы считаем акции Gap Inc. привлекательной инвестицией со значительным потенциалом роста. В настоящий момент бумаги эмитента скорректировались до уровня, который может стать удобной точкой для входа в позицию. Наша целевая цена, рассчитанная в рамках DCF-модели, – \$34,51. Рекомендация – «покупать».

Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Финансовые показатели, \$ млн	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	16 580	16 383	13 800	17 740	18 200	18 513	19 161	19 658	20 168
Основные расходы	10 271	10 257	9 108	10 467	10 746	10 749	11 201	11 491	11 769
Валовая прибыль	6 309	6 126	4 692	7 273	7 453	7 764	7 961	8 167	8 399
SG&A	4 982	5 117	5 003	6 004	6 037	6 232	8 025	7 006	7 188
EBITDA	1 905	1 566	196	2 461	2 619	2 836	3 003	2 964	3 168
Амортизация	578	557	507	1 133	1 142	1 242	1 401	1 614	1 768
EBIT	1 327	1 009	-311	1 328	1 477	1 594	1 602	1 349	1 400
Процентные выплаты (доходы)	73	76	192	149	149	149	149	149	149
EBT	1 322	528	-1 102	1 179	1 328	1 444	1 453	1 200	1 250
Налоги	319	177	-437	406	457	311	312	258	288
Чистая прибыль	1 003	351	-665	773	870	1 134	1 141	942	963
Diluted EPS	\$2,59	\$0,93	\$-1,78	\$2,09	\$2,39	\$3,16	\$3,23	\$2,71	\$2,81
DPS	\$0,96	\$0,96	\$-	\$0,98	\$1,12	\$1,48	\$1,52	\$1,27	\$1,32

**GAP**

Анализ коэффициентов	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	Маржинальность, в %	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	-22%	33%	31%	29%	29%	28%	28%	Валовая маржа	38%	37%	34%	41%	41%	42%	42%	42%	42%
ROA	-5%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	Маржа по EBITDA	11%	10%	1%	14%	14%	15%	16%	15%	16%
ROCE	-3%	13%	14%	14%	14%	14%	14%	Маржа по чистой прибыли	6%	2%	-5%	4%	5%	6%	6%	5%	5%
Выручка/Активы (x)	1,00x	1,29x	1,27x	1,24x	1,25x	1,27x	1,28x										
Кэф. покрытия процентов (x)	0,00x	8,89x	9,89x	10,67x	5,09x	4,34x	4,56x										



# Инвестиционная идея

## Длинный спред коллов на FB

### Обоснование идеи

Компания Facebook, владеющая платформами Facebook, Instagram, Messenger и WhatsApp, уже давно занимает ведущие позиции среди социальных сетей. В начале текущего года ее рыночная капитализация превысила \$1 трлн.

Доходы от рекламы стимулируют бизнес ИТ-гиганта, а рекламодатели очень активно используют сервис Facebook для общения с потенциальными клиентами. Число компаний, дающих рекламу через платформы, увеличилось с начала пандемии с 8 до 10 млн.

Аналитики ожидают, что прибыль на акцию FB за 2021 год вырастет на 44%. Позитивное влияние на котировки компании оказывает тот факт, что почти 50% акций Facebook принадлежит фондам.

### Описание стратегии

Спред длинных коллов дает инвестору право купить акцию по страйку 350 и обязует продать ее по страйку 410, если опцион будет исполнен. Эта стратегия – альтернатива покупке длинного колла. Продажа более дешевого колла с верхним страйком (410) помогает снизить затраты на покупку колла со страйком 350. Однако чтобы ограничить риск, нужно пожертвовать частью возможной прибыли.

Для этой стратегии общий эффект временного распада нейтральный, поскольку разъедаются цены обоих коллов: и купленного, и проданного.

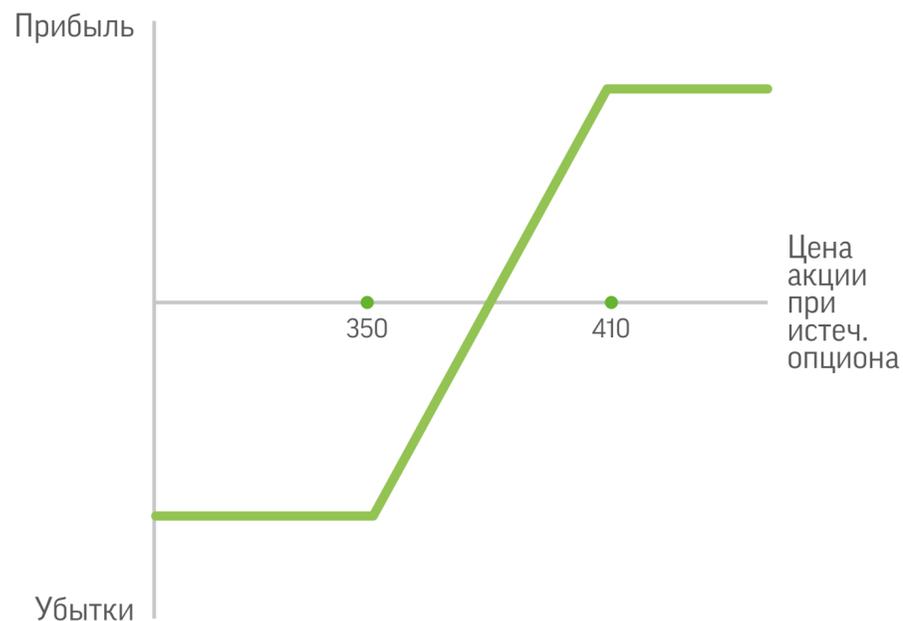
**Плюсом этой стратегии является то, что она защищена от волатильности рынка, так как на нее одновременно реагируют цены и купленного, и проданного опционов.**

Если перед экспирацией текущая цена акции будет находиться между страйками, инвестору необходимо будет сделать выбор. В одном случае (при оптимистичном взгляде на перспективы роста) можно купить акции по \$350 за штуку и продолжать держать бумаги до достижения ценой более высоких уровней. В другом случае (если приобретение акций в планы инвестора не входит) будет нужно закрыть обе опционные позиции.

### Риски

Максимальные потери заранее известны и не превысят максимальный убыток, указанный в разделе «Параметры сделки».

### Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



### Управление позицией

Стратегия с фиксированным уровнем риска. Действий по управлению позицией не требуется. Если текущий результат достигнет 80% максимальной прибыли (\$3015) в любую дату до срока экспирации, его следует зафиксировать, то есть закрыть позиции по обоим опционам офсетными сделками. Если цена акции на дату экспирации будет находиться между страйками, то, чтобы не приобретать 100 акций FB на каждый купленный опцион по цене \$350 за штуку, нужно будет закрыть позиции по рынку в последний день обращения контрактов.

### Ожидания

Цена акций вырастет и останется выше уровня безубыточности по состоянию на 17 декабря 2021 года.

### Facebook, Inc.

Тикер базового актива: FB

Позиции в стратегии:

Покупаем Call со страйком 350

Продаем Call со страйком 410

Индустрия: Интернет-контент

Стоимость стратегии: \$2985(дебит)\*

Ожидаемая доходность: \$3015

Точка безубыточности: \$379,86

Горизонт идеи: До 17.12.21

**Идея с повышенным инвестиционным риском**

### Параметры сделки

Покупка Колл 350 @\$38.85

Продажа Колл 410 @\$9.00

Дата экспирации 17.12.21

Маржинальное обеспечение не требуется

Максимальная прибыль \$3015 с вероятностью 60%

Максимальный убыток \$2985 с вероятностью 30%

Превышение максимального убытка над максимальной прибылью не должно смущать, так как вероятности этих исходов существенно отличаются.

Можно сделать позицию более агрессивной, изменив страйк покупаемого опциона на более высокий: это снизит стоимость позиции и одновременно увеличит прибыльность, но повысит уровень точки безубыточности, то есть увеличит риски.



# Обзор венчурных инвестиций

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

### Commercetools

Мюнхенская компания Commercetools – поставщик API-решений для электронной коммерции, которые крупные ретейлеры используют для создания кастомизированных платежных сервисов. Стартап закрыл последний раунд финансирования серии C (в размере \$140 млн), получив оценку в \$1,9 млрд: это очень значительный скачок по сравнению с прежней оценкой в \$300 млн. Основным инвестором стала компания Accel, в раунде также приняли участие Insight Partners и REWE Group, которые ранее уже финансировали проект. В настоящее время компания предоставляет около 300 API по девяти разным направлениям услуг, а также имеет широкую сеть партнеров по интеграции и обеспечивает ежегодные продажи на сумму около \$10 млрд для своих клиентов, среди которых такие компании, как Audi, AT&T, Danone, Tiffany & Co, John Lewis и многие другие. Commercetools намерена направить привлеченные средства на расширение бизнеса, а также профинансировать некоторые приобретения, которые помогут ей привлекать новых клиентов и развивать передовые технологии.

### BitSight

ИБ-компания BitSight, составляющая рейтинги кибербезопасности и оценивающая вероятность кибервзлома организаций, привлекла инвестиции в размере \$250 млн от международного рейтингового агентства Moody's, а также приобрела у него израильское подразделение VisibleRisk. Бостонский стартап BitSight заявил, что средства, полученные от Moody's, позволят ему создать платформу для оценки рисков кибербезопасности. В свою очередь, рейтинговое агентство планирует использовать данные о киберрисках и исследования BitSight при оценке кредитоспособности эмитентов. Проведенный раунд финансирования позволяет оценить BitSight в \$2,4 млрд и делает Moody's крупнейшим акционером компании. Кроме того, покупка VisibleRisk позволит стартапу лучше анализировать и рассчитывать подверженность организаций киберриску. В ближайшее время BitSight также создаст подразделение, ориентированное на предоставление набора критически важных защитных решений и аналитики.



### Varo Bank

Varo Bank, который в прошлом году стал первым в США небанком, получившим статус национальной кредитной организации, объявил о привлечении рекордной суммы в \$510 млн в инвестраунде серии E. В итоге оценка стартапа увеличилась до \$2,5 млрд. Varo отказалась сообщить какие-либо точные данные по оборотам, но отметила, что за 13 месяцев с момента получения статуса национального банка ей удалось удвоить количество открытых счетов (до 4 млн) и утроить доходы. Кроме того, Varo подчеркнула, что с мая 2020-го ее оценка увеличилась в пять раз. Последний раунд финансирования возглавила компания Lone Pine Capital. Другими инвесторами стали Declaration Partners, Eldridge, Marshall Wace, Berkshire Partners/Stockbridge, BlackRock, Warburg Pincus, The Rise Fund, Gallatin Point Capital и HarbourVest Partners. В прошлом году компания Varo объявила, что получила национальный банковский устав от Управления контроля денежного обращения (ОСС) и разрешения от FDIC и ФРС на открытие Varo Bank N.A., что фактически сделало компанию банком в традиционном понимании, но без физических отделений.

### Marshmallow

Marshmallow – британский иншуртех-стартап по страхованию автомобилей, предложивший рынку новый подход к автострахованию, направленный на использование BigData и умных алгоритмов. 8 сентября компания привлекла \$85 млн в рамках нового раунда финансирования. По итогам серии B Marshmallow стала «единорогом», поскольку ее оценка теперь превышает \$1 млрд, составляя \$1,25 млрд. Кроме того, теперь компания включена в список значимых британских стартапов, имеющих темнокожих основателей. Наряду с Passion Capital в этот раунд инвестировали Investec, Outrun Ventures, Passion Capital и Scor. В настоящее время Marshmallow планирует усовершенствовать взаимодействие с клиентами, чтобы продавать им больше услуг. Кроме того, компания намерена расширять свое региональное присутствие за пределами Великобритании. Иншуртех обеспечивает более гибкий подход к клиентам, которые получили бы отказ в страховом покрытии от традиционных страховщиков.



Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# IPO Toast

## В помощь рестораторам

21 сентября состоится IPO компании Toast, разработавшей платформу для ресторанного бизнеса. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, Morgan Stanley, J.P. Morgan, KeyBanc Capital Markets, William Blair, Piper Sandler

### Чем интересна компания?

**1. О компании.** После основания в 2011 году Toast установила партнерские отношения с 48 тыс. ресторанов и за последние 12 месяцев обработала валовые платежи на сумму более \$38 млрд. Ставка удержания Toast с 2015 года составляет более 110%. Всего компания привлекла \$902 млн, при этом в рамках последнего раунда финансирования она была оценена в \$5 млрд. В числе акционеров Toast – Bessemer Venture Partners, T. Rowe Price Associates, TCV, Technology Investment Dining Group и Tiger Global PIP 10 LLC.

**2. Платформа компании.** Продукты Toast позволяют управлять ресторанным бизнесом, принимать заказы, отслеживать доставку, регулировать маркетинговую активность и управлять персоналом. Решение компании дает возможность проводить аналитику бизнес-процессов, а также через API связываться с другими поставщиками услуг в рамках единой экосистемы. ПО Toast на базе Android включает Toast POS для оперативной обработки платежей и Toast Order & Pay, позволяющее гостям делать заказ и производить оплату со смартфона. Кроме того, компания предоставляет своим клиентам

аппаратную часть, в которую входят Toast Go (переносной POS-терминал для приема платежей), Toast Tap (кардридер для приема оплаты посредством EMV, NFC и MSR), Toast Flex (оборудование для приема заказов в точках самообслуживания, выполняющее функции серверной станции). В портфеле продуктов компании также есть ПО, объединяющее кухню и кассу (через него приходят уведомления о готовности заказов), решение для управления счетами, онлайн-приложение для принятия заказов через собственный веб-сайт клиентов, продукты для повышения лояльности гостей (фирменные подарочные карты) и решения, позволяющие анализировать данные для маркетинговых целей. У Toast также есть партнерская сеть доставки и сервисы для управления командой, упрощающие процесс найма и расчет заработной платы.

**3. Потенциальный рынок.** Согласно данным ReportLinker, рынок ПО для управления ресторанами оценивался в \$4 млрд в 2020-м, а его потенциал роста к 2027-му составляет \$8,2 млрд.

### Обзор перед IPO

Эмитент:	Toast
Тикер:	TOST
Биржа:	NYSE
Диапазон на IPO:	\$30-33
Объем к размещению:	\$684,8 млн
Андеррайтеры:	Goldman Sachs, Morgan Stanley, J.P. Morgan, KeyBanc Capital Markets, William Blair, Piper Sandler



# Российский рынок

## Достигнут новый максимум

Хотя в первой половине сентября отмечалось уверенное движение индекса широкого рынка вверх, однако инвесторы опасаются возможной коррекции

**Индекс Московской биржи впервые в истории достиг отметки 4000 пунктов. Рассчитываемый по той же базе долларový бенчмарк РТС поднялся на пиковый уровень за последние девять лет.**

На историческом максимуме торгуются в рублях бумаги Сбербанка. Из-за высокой цены на газ в Европе недалеко от абсолютных вершин находятся также акции Газпрома. Котировки Русала взлетели на фоне роста цены на алюминий, вызванного сложной геополитической обстановкой в Гвинее, где добывается 20% руды.

Фондовые площадки активизировались в борьбе за средства инвесторов. В частности, Московская биржа запустит вечерние торги гособлигациями, утренние торги акциями, а также будет осуществлять долларové операции с американскими ценными бумагами. Список иностранных ценных бумаг при этом расширится до 500. Все указанные меры направлены на увеличение комиссионных доходов. При этом процентные доходы биржи, вероятнее всего, также возрастут на фоне повышения ставок репо. Другая российская фондовая площадка, СПБ Биржа, планирует выход на IPO на NASDAQ. Капитализация компании может составить \$1,8–2,5 млрд.

Россия вновь переживает бум частных инвестиций. База розничных игроков уже составляет 22,5 млн, хотя год назад их было 9 млн, а четыре года назад – всего 1 млн. Не менее 1,3 млн инвесторов держат

в портфеле иностранные акции. Кроме того, увеличивается количество публичных фондов: на Московской бирже их число превысило 200, почти каждую неделю появляются новые. Топ-10 фондов с начала года привлекли 130 млрд руб. Государство готово рассмотреть вопросы расширения списка инструментов на ИИС, разрешив вкладывать средства в IPO и предоставив дополнительные льготы.

Несколько российских компаний готовятся к получению листинга. Стать публичными, помимо СПБ Биржи, планируют Вкусвилл, ЦИАН, Делимобиль, Открытие. Впрочем, вопрос об IPO банка пока окончательно не решен. Размещение на бирже через SPAC может рассмотреть сервисная компания телекоммуникационного холдинга VEON. Российские макроэкономические показатели постепенно восстанавливаются. Рост ВВП по итогам второго квартала составил 10,5%, а чистый экспорт достиг исторического пика в \$23,19 млрд. Однако инфляция растет вместе с экономикой: в августе темпы роста цен ускорились до 6,8%, в связи с чем ЦБ РФ поднял ключевую ставку на 0,25 п.п., то есть фактически до уровня инфляции, формально сохраняя нейтральную денежно-кредитную политику. При этом регулятор указал на высокую вероятность реализации инфляционных рисков и не исключил повышения ставки до уровня более 7% в текущем году.

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



### Ключевые индикаторы по рынку

Акция	Значение на 31.08.2021	Значение на 13.09.2021	Изменение
MOEX	3 918	4 041	3,14%
РТС	1 684	1 751	3,98%
Золото	1 817	1 795	-1,21%
Brent	71,51	73,43	2,68%
EUR/RUB	86,48	85,90	-0,67%
USD/RUB	73,24	72,72	-0,71%
EUR/USD	1,181	1,1812	0,02%

### Индекс Мосбиржи



### Ожидаем

Прогнозируем переход к нейтральной динамике или коррекции. Целью снижения может стать отметка 3900 пунктов по индексу Московской биржи. Сезон корпоративных отчетов завершен, сильных драйверов роста нет. В числе факторов, которые могут оказать значительное влияние на рынок, пока можем отметить только макростатистику. На наш взгляд, движение котировок на российском фондовом рынке будет определяться как макроэкономическими, так и трендами на внешних сырьевых и фондовых площадках. Ряд аналитиков ведущих инвестбанков прогнозируют осеннюю коррекцию на биржах в пределах 15%.

Лучше рынка могут торговаться бумаги Ростелекома, АФК Система, Ozon, Детского мира, М.видео, Московской биржи. В аутсайдерах, вероятнее всего, окажутся акции менее крупных компаний (независимо от отраслевой принадлежности). Ожидания по паре USD/RUB: диапазон 73–75.

### Наша стратегия

Рекомендуем спекулятивно покупать бумаги Ростелекома, Аэрофлота, а также удерживать длинные позиции в акциях Ozon, М.видео, Fix Price, Mail.ru. Для открытия коротких позиций подойдут бумаги Сбербанка, Алросы.

Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



16



В первой половине сентября российский рынок демонстрировал положительную динамику. Индекс Мосбиржи впервые в истории достиг психологически значимой отметки 4000 пунктов. Пара USD/RUB торговалась преимущественно в диапазоне 73–74.

# Российский рынок

Основные новости

## самолет

Год Нисанов и структуры ГК «Киевская площадь» приобрели почти 10% **Группы «Самолет»**. Недавно Cushman & Wakefield оценила стоимость активов этого эмитента в 387,3 млрд руб. Капитализация девелопера достигла \$3,9 млрд, а с мая его котировки выросли более чем в три раза. Компания увеличила земельный банк до 24,6 млн кв. м. Объем дивидендов за первое полугодие 2021-го составит 2,5 млрд руб.



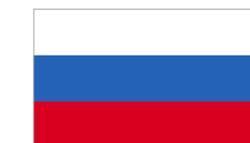
**Алроса** опубликовала статистику продаж за август. Объем реализации алмазно-бриллиантовой продукции сократился на 8% м/м, до \$306 млн. Впрочем, в годовом выражении продажи выросли более чем на 40%: с начала 2021-го выручка составила \$2,98 млрд. На рынке наблюдается дефицит сырья из-за снижения объемов производства, что будет способствовать поддержанию цен на горизонте как минимум нескольких месяцев. Летом компания покупала алмазы из государственного фонда на аукционах.



**Русагро** объявила о выплате промежуточного дивиденда в размере около \$120 млн (\$0,89 на ГДР). Прибыль компании за первое полугодие составила 25 млрд руб., что более чем вдвое превышает показатели 2020-го. Котировки расписок Русагро за девять месяцев выросли на 50% на фоне улучшения операционных и финансовых показателей.



Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



17

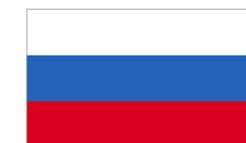


# Российский рынок

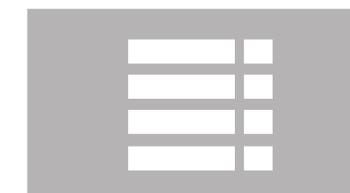
Акция	Значение на 31.08.2021	Значение на 13.09.2021	Изменение, %
<b>Металлургический и горнодобывающий сектор</b>			
Северсталь	1723,8	1651,2	-4,21%
НЛМК	247,52	235,12	-5,01%
ММК	73,71	78	5,82%
ГМК Норникель	24046	24458	1,71%
Распадская	384	402,54	4,83%
Алроса	145,44	150,2	3,27%
Полюс	13258	12980	-2,10%
Мечел - ао	114,48	162,6	42,03%
Мечел - ап	236	260	10,17%
Русал	53,08	72,805	37,16%
Polymetal	1473,3	1387	-5,86%
<b>Финансовый сектор</b>			
Сбербанк-ао	327,5	326,85	-0,20%
Сбербанк-ап	308,38	309,06	0,22%
ВТБ	0,05256	0,05229	-0,51%
АФК Система	30,373	29,54	-2,74%
Мосбиржа	183,73	183,78	0,03%
Сафмар	443,2	441,8	-0,32%
TCS-гдр	6450,8	6781,6	5,13%
<b>Нефтегазовый сектор</b>			
Газпром	305,65	331	8,29%
НОВАТЭК	1726,6	1984,6	14,94%
Роснефть	533,4	557,75	4,57%
Сургут-ао	33,65	33,355	-0,88%
Сургут-ап	38,63	38,205	-1,10%
ЛУКОЙЛ	6278,5	6409,5	2,09%
Башнефть - ао	1445	1454	0,62%
Башнефть - ап	1073	1074	0,09%
Газпром нефть	426,1	436,4	2,42%
Татнефть - ао	485,7	490	0,89%
Татнефть - ап	457,9	453,4	-0,98%

Акция	Значение на 31.08.2021	Значение на 13.09.2021	Изменение, %
<b>Электроэнергетический сектор</b>			
Интер РАО	4,5985	4,7345	2,96%
Русгидро	0,8219	0,8192	-0,33%
ОГК-2	0,71	0,69	-2,82%
Юнипро	2,816	2,823	0,25%
ТГК-1	0,01148	0,0115	0,17%
Энел	0,8574	0,8578	0,05%
Мосэнерго	2,5	2,441	-2,36%
ФСК ЕЭС	0,1964	0,19652	0,06%
Россети - ао	1,3102	1,3926	6,29%
<b>Потребительский сектор</b>			
Магнит	5534,5	5443	-1,65%
X 5	2424	2349,5	-3,07%
Лента	231,4	222,2	-3,98%
Детский мир	138,56	135,42	-2,27%
М.видео	624,9	615	-1,58%
OZON-адр	3826	3705	-3,16%
Fix Price	672,9	618,2	-8,13%
<b>Телекоммуникационный сектор</b>			
МТС	329,95	332,5	0,77%
Ростелеком - ао	94,38	93,22	-1,23%
Ростелеком - ап	85,45	84,9	-0,64%
<b>Транспортный сектор</b>			
Аэрофлот	69,44	67,18	-3,25%
НМТП	8,04	8,465	5,29%
ДВМП	20,54	22,35	8,81%
GLTR-гдр	613,6	569,6	-7,17%
Совкомфлот	88	86,25	-1,99%

Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



18



## Динамика котировок акций

Лучше рынка выглядели акции компаний угольного, металлургического и нефтегазового секторов. В частности, заметно выросли котировки Русала, Мечела, ГК Самолет. В аутсайдерах при этом оказались бумаги потребительского сектора.

# Инвестиционная идея

## X5 Group: предсказуемый успех

Бумаги X5 интересны для вложений с таргетом 3 873 руб. на горизонте 12 месяцев

X5 Group

Тикер	FIVE
Капитализация	\$9520 млн
Текущая цена акций	2349,50 руб.
Целевая цена акций	3873,0 руб.
Потенциал роста	65%

X5 Group (прежнее наименование X5 Retail Group) – крупнейшая по выручке (1978 млрд руб. в 2020-м) компания розничной торговли в России. Управляет торговыми сетями «Пятерочка», «Перекресток», «Карусель», а также развивает онлайн-сервисы «Vprok.ru Перекресток», 5Post, «Около». Объединяет свыше 18,2 тыс. магазинов в семи федеральных округах.

### Операционные показатели

Компания расширила торговые площади на 2,8% с начала 2021-го и на 7,4% – за последние 12 месяцев. Наиболее интенсивный рост этого показателя (16,1% за последний год) наблюдался в сегменте «Перекресток», на долю которого приходится 12% от всех торговых площадей группы. При этом компания закрывала и переформатировала часть гипермаркетов «Карусель» в связи с резким падением трафика и объемов продаж в период пандемии. Общая торговая площадь группы на конец 2-го квартала превысила 8 млн кв. м.

Еще одним позитивным операционным результатом является улучшение сопоставимых продаж: отрицательная динамика среднего чека (-9,3%) в полной мере компенсирована притоком покупателей (+14,7%). Уже можно говорить о том, что население постепенно возвращается к допандемическим потребительским привычкам: ходить в магазины стали чаще, при этом нет необходимости приобретать сразу большой объем товаров.

Кроме того, несмотря на восстановление офлайн-сегмента, операционные показатели онлайн-направления также улучшились: число заказов в сегменте экспресс-доставки выросло в пять раз, до 4,2 млн, а их

объем – в четыре раза, до 6,8 млрд руб. (с учетом НДС). Макроэкономические и эпидемиологические факторы оказали разнонаправленное влияние на метрики компании. С одной стороны, отмечается ускорение продовольственной инфляции до 7,3%. С другой стороны, рост реальных заработных плат составил 7,8%. Кроме того, восстановлению трафика в офлайн-сегменте способствовали такие факторы, как увеличение количества вакцинированных и переболевших COVID-19, а также отсутствие жестких карантинных ограничений.

### Финансовые результаты

В первом полугодии 2021-го выручка повысилась на 10,7% г/г благодаря росту сопоставимых продаж, расширению торговых площадей и увеличению оборотов цифровых бизнесов на 105,7%. Вклад указанного направления в совокупный рост продаж составил 1,1%. Скорректированная EBITDA повысилась на 8,6%, до 133,4 млрд руб., а рентабельность составила 12,7%. Ухудшение рентабельности EBITDA обусловлено опережающим ростом расходов на персонал, аренду, а также коммунальных и прочих затрат на фоне низкой базы прошлого года, инфляцией, сложной ситуацией на рынке труда, а также увеличением убытка из-за пандемии COVID-19. Некоторые онлайн-сервисы пока являются операционно убыточными.

Чистая прибыль во 2-м квартале составила 14,2 млрд руб. По итогам полугодия этот показатель повысился на 20% г/г, до 22,6 млрд руб., что соответствует уровню рентабельности в 2,1%. Положительной динамике чистой прибыли способствовали сохранение финансовых расходов на прежнем уровне, а также рост операционной прибыли.



# Инвестиционная идея



## Наши прогнозы

Мы ожидаем, что в 2021-2022-м X5 сможет поддерживать высокие годовые темпы роста выручки на уровне 10%, которые замедлятся до 6% лишь в 2023-м. Уровень чистой рентабельности также, на наш взгляд, будет улучшаться, поскольку факторы, обусловившие рост расходов в первом полугодии, носят разовый или временный характер. Доля онлайн-сегмента в выручке в 2025 году достигнет 4,6%. Мы прогнозируем, что на конец 2021-го выручка, EBITDA и при-

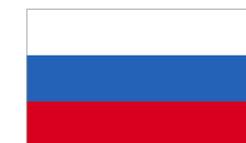
быль X5 составят 2,184 трлн руб., 263 млрд руб. и 33 млрд руб. соответственно. Компания предоставила объяснения относительно претензий, выдвинутых ФАС, и мы полагаем, что применение жестких санкций (в виде оборотных штрафов) в регионе крайне маловероятно. В рамках базового сценария мы прогнозируем снижение инфляции до 4% и рост продаж примерно на 10% в 2022 году. Целевой уровень по модели DCF в рамках базового прогноза составляет 3 873 руб., что соответствует потенциалу роста в 65% на горизонте 12 месяцев.

Финансовые показатели	2019	2020	2021П	2022П	2023П
Выручка, млн руб.	1 734 347	1 978 026	2 184 671	2 403 168	2 582 028
Изменение, %	13,2%	14,1%	10,4%	10,0%	7,4%
EBITDA, млн руб.	211 483	243 622	263 871	280 867	289 622
Рентабельность, %	12,2%	12,3%	12,1%	11,7%	11,2%
Прибыль, млн руб.	19 507	28 344	32 639	38 590	54 309
Чистая маржа, %	1,1%	1,4%	1,5%	1,6%	2,1%



Мультипликаторы (2021П)	X5 Group
P/S	0,23
P/E	16,55
P/FCF	3,51
EV/S	0,54
EV/EBITDA	4,46
Чистый долг / EBITDA	3,20
ROA	2,67%
ROE	42,12%

**Инвестиционный обзор №232**  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Турбоатом и МХП – главные ньюсмейкеры

На фоне обвального снижения котировок Турбоатома от более глубокой просадки фондовый рынок защитили акции МХП

**Ведущий фондовый индекс UX за прошедшие две недели потерял 1,74% на фоне заметного ослабления почти всех входящих в него бумаг.** Наибольшим падением отметились котировки Турбоатома (-17,28%), после того как Фонд госимущества Украины утвердил справедливую стоимость компании на уровне чуть ниже 2 грн за одну акцию, что стало большим потрясением для всех участников рынка. Лидерами роста за указанный период стали бумаги МНР S.E. (+17,26%) на фоне сильной отчетности за первое полугодие 2021-го. Акции украинского Ferrghro на Лондонской бирже продолжают тестировать линию поддержки в 360 фунтов. Как и ранее, рекомендуем рассмотреть возможность закрытия длинной позиции по этой бумаге с фиксацией прибыли.

Самой яркой корпоративной новостью прошедших двух недель стала публикация компанией МНР S.E. полугодового отчета за 2021-й со следующими результатами:

- Доход вырос до \$989 млн, увеличившись на 14% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (\$867 млн).
- Экспортная выручка повысилась до \$502 млн, на 11% превзойдя показатель за аналогичный период 2020-го (\$453 млн) и составив 51% общего дохода.

- Операционная прибыль выросла до \$255 млн, увеличившись на 85%.
- Скорректированная EBITDA повысилась на 55%, до \$334 млн, а скорректированная маржа EBITDA увеличилась с 25% до 34%.
- Чистая прибыль достигла \$232 млн по сравнению с убытком в размере \$62 млн в первом полугодии 2020-го. Одним из важнейших достижений МХП за отчетный период стало снижение отношения «чистый долг / EBITDA» за последние 12 месяцев до уровня 2,82x. Если до конца года этот показатель не превысит 3x (ковенант выпуска еврооблигаций), то эмитент сможет значительно увеличить объем дивидендных выплат. Более того, менеджмент ожидает, что указанный коэффициент составит 2x, и отмечает отсутствие ограничений по выплатам в пользу акционеров при таких условиях. Гривна снова приблизилась к 26,5 в паре с долларом. Мы считаем этот уровень хорошей точкой входа в валютный актив в виде гособлигаций Украины. Наш прогноз для пары UAH/USD на следующие две недели: коридор 26,5–27,5.

Денис Белый,  
главный казначей  
ИК «Фридом Финанс»  
Украина



### Динамика наиболее интересных акций

Инструмент	Значение на 31.08.2021	Значение на 14.09.2021	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1 848,86	1 816,69	-1,74
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,45	0,44	-2,22
Укрнафта, (UNAF)	250,00	250,00	0,00
Центрэнерго, (CEEN)	9,50	9,35	-1,58
Ferrghro (FXPO), GBp	386,60	346,40	-10,40
Донбассэнерго, (DOEN)	15,00	14,50	-3,33
Турбоатом, (TATM)	8,10	6,70	-17,28
МНР S.E., (MHRС)	168,00	197,00	17,26
USD/UAH	26,93	26,69	-0,89

### Ожидания

По-прежнему прогнозируем рост акций Мироновского хлебопродукта до \$7,3 до конца текущего года.



- **Киев выпустит облигации внутреннего госзайма в национальной валюте объемом 1 млрд грн.** Планируется разместить указанный объем тремя выпусками (300 млн, 400 млн и 400 млн грн) с погашениями в период 2024–2026 гг. Международное агентство Fitch Ratings присвоило этим бондам рейтинг B (EXP).
- **МХП взял курс на трансформацию в кулинарную компанию.** Об этом заявила финансовый директор эмитента Виктория Капелюшная в интервью Интерфакс-Украина.
- **Dragon Capital купил производителя минеральной воды Трускавецкая.** Продавцом выступила IDS Borjomi International. В компании готовятся к масштабной модернизации производственных мощностей.
- **Сеть АЗС Glusco находится на грани банкротства.** Компания сдала в аренду семь АЗС для того, чтобы покрыть операционные издержки. Впрочем, не исключено, что этот шаг был предпринят для «смены вывески» с целью обойти законодательные ограничения на торговлю топливом.



Динамика индекса UX, 1 год



Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Динамика USD/UAH, 1 год



## Главный драйвер – мирный атом

Благодаря котировкам Казатомпрома, взлетевшим за две недели на 33%, индекс KASE близок к полному восстановлению после июльской просадки

**Сырьевые компании всегда были самыми непредсказуемыми компонентами казахстанского бенчмарка, поскольку они способны за короткое время продемонстрировать очень сильный рост.** До делистинга с бирж и последующего исключения из индекса KASE наибольшей волатильностью отличались котировки KAZ Minerals, но в настоящее время подобное поведение демонстрируют бумаги Казатомпрома. За последние две недели акции уранового гиганта прибавили солидные 33% на фоне ралли в ценах на сырье. В настоящий момент на рынке появился новый сильный игрок – фонд Sprott Physical Uranium Trust, который с середины прошлого месяца весьма активно концентрировался на покупке физического урана U308. В результате ситуация на рынке, где и до того было представлено весьма ограниченное предложение на фоне растущего спроса, еще более обострилась: цены на фьючерсы взлетели до \$44,15 за фунт и могут продолжить повышаться. Сам фонд Sprott уже аккумулировал более 24 млн фунтов урана, что эквивалентно примерно 14% мирового потребления реакторов. В настоящее время некоторые профессиональные игроки прогнозируют, что сырье может подорожать еще на 40%, до \$60 за фунт.

Стремительный взлет котировок Казатомпрома, а также более умеренное повышение других ликвидных бумаг обеспечили индексу KASE рост на 6,4%. Следует также отметить, что бенчмарк демонстрирует позитивную динамику уже 13 сессий подряд, что является рекордом после мартовского ралли рынка. За последние две недели индекс провел всего один день в небольшом минусе, а затем вернулся в зеленую зону с самым большим дневным ростом с марта 2019 года. В итоге можно предположить, что сезонный паттерн движения индекса KASE (где июль отмечается снижением, а август – уверенным ростом) завершится на позитивной ноте. В настоящее время бенчмарку необходимо подняться примерно на 55,5 пункта, чтобы достичь своих исторических максимумов. На фоне стремительного роста Казатомпрома от внимания многих инвесторов могла ускользнуть менее сильная, но уверенная и последовательная позитивная динамика котировок Казтрансойла, который за две недели прибавил 5,7%, отыграв снижение первых двух декад августа. Бумаги Банка ЦентрКредит тестируют отметку в 300 тенге, что является максимумом с 2018 года.

### Динамика акций и ГДР

Акция	значение на 31.08.2021	значение на 14.09.2021	изменение, %
Индекс KASE	3 172,45	3 375,89	6,4%
Казатомпром (KASE)	12 019,30	16 000,00	33,1%
Казтрансойл (KASE)	1 021,90	1 080,15	5,7%
Халык Банк (KASE)	180,10	185,09	2,8%
KEGOC (KASE)	1 808,08	1 853,00	2,5%
Банк ЦентрКредит (KASE)	288,00	295,01	2,4%
Каспи (KASE)	48 830,00	49 712,00	1,8%
Казахтелеком (KASE)	33 940,00	34 502,00	1,7%
Халык Банк (ADR)	17,00	17,22	1,3%
Bank of America (KASE)	17 980,00	17 507,70	-2,6%
Kcell (KASE)	1 340,00	1 263,00	-5,7%

### Ожидания и стратегия

В осенние месяцы индекс KASE традиционно демонстрирует меньшую склонность к коррекции. В октябре-ноябре возможно усиление позиций тенге после повышения базовой ставки. Тем не менее после обновления исторических максимумов котировки могут перейти в боковик до конца сезона. С декабря по март начинается самый прибыльный инвестиционный период, поскольку в это время, скорее всего, будут отыгрываться ожидания повышения дивидендов наиболее крупными компаниями.

Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



- **Центральный банк Казахстана повысил базовую ставку на 25 б.п., с 9,25% до 9,5%.** Регулятор объяснил свое решение тем, что в межсезонье усиливается давление на экономику, при этом сейчас активно восстанавливается потребительский спрос, повышается цена на электроэнергию, газ и ГСМ. В результате годовые темпы роста ИПЦ ускорились до 8,7%. Кроме того, инфляционные ожидания населения (в августе составили 8,8%) также способствуют усилению ценового давления.
- **S&P Global Ratings подтвердило суверенный рейтинг Казахстана на уровне ВВВ-, прогноз – стабильный.** По ожиданиям экспертов агентства, правительство останется нетто-кредитором и объем внешних ликвидных активов будет превышать внешний долг до конца 2024 года. Стабильный прогноз изменения рейтинга отражает мнение аналитиков о том, что в ближайшие два года фискальные и внешнеэкономические показатели Казахстана останутся сильными.



Динамика USD/KZT, 1 год



Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Динамика индекса KASE, 1 год



# Invesco Water Resources ETF

## Защита от засухи

Покупка паев ETF на компании, связанные с водными ресурсами, может стать перспективным вложением средств на фоне растущих инвестиций в городские сети водоснабжения после аномально жаркого лета

### Причины для покупки:

- **Двузначный процентный рост котировок с момента запуска на KASE.** После начала торгов на Казахстанской бирже 25 июня 2021 года ETF принес инвесторам 12% долларового дохода (в то время как S&P 500 за это время прибавил лишь 9,6%). Мы считаем это очень сильным показателем для периода в 2,5 месяца, особенно принимая во внимание тот факт, что водная и водоочистительная индустрии обычно характеризуются как защитный и консервативный сектор. Однако в глобальном масштабе результат представляется вполне логичным в свете продолжающегося ралли котировок РНО.
- **Действие долгосрочных драйверов.** Основным фактором, обеспечивающим сектор импульсом к росту в долгосрочной перспективе остаются урбанизация и инвестиции в системы водоснабжения в крупных городах. Согласно отчетам McKinsey, до 2035 года необходимый размер вложений в этот сегмент составит \$3,7 трлн с учетом прогнозируемого роста крупных населенных пунктов. Кроме того, в ближайшее время может повыситься значимость обеспечения водой сельскохозяйственных угодий на фоне роста температур и усиления засушливости климата. Стоит также отметить, что котировки фонда продолжают расти с марта 2020 года, а корреляция с S&P 500 позволяет предположить, что коррекция цен в последние три торговые сессии является следствием локальной волны снижения. Такое движение характерно для растущего тренда и заканчивается тестом 50-дневной скользящей средней, после чего котировки отскакивают вверх.

- **Перспективные бумаги в составе фонда.** С момента начала торгов наибольший прирост среди эмитентов в портфеле фонда показала Rexnord Corporation, акции которой прибавили 29,3%. Однако из-за небольшой доли этой компании ее вклад в рост фонда составил 6,6%. Самая большая доля в ETF у Waters Corporation: ее бумаги поднялись на 23%, обеспечив 16% совокупного роста фонда. Среди триггеров, обусловивших позитивную динамику котировок эмитентов, можно выделить сильную засуху, которая наблюдалась прошедшим летом в США. В штатах Калифорния и Орегон отмечался наибольший спрос на водные ресурсы, которые были весьма ограничены. Также рост акций подстегнули сильные результаты компаний за второй квартал, инвестиции в новые технологии и программы обратного выкупа.



### Invesco Water Resources ETF

Тикер на KASE:	US_PHO_
Текущая цена:	59,32 USD
Целевая цена:	65,9 USD
Потенциал роста:	11%

### Динамика акций на NYSE



# Рынок Узбекистана

## Осенняя коррекция

Несмотря на позитивный новостной фон, узбекистанский фондовый рынок снова балансирует вблизи важного уровня поддержки

С 30 августа по 3 сентября котировки узбекистанских активов продолжили восстановление после просадки: за первые два дня недели индекс ликвидных акций EqrE Blue прибавил 3,44%, подойдя к локальному уровню сопротивления. Сильный отскок бенчмарка по итогам рассматриваемой торговой пятинеднеки стал возможен благодаря восстановлению в бумагах Кварца (KVTS), которые выросли более чем на 15%, а также в акциях Кизилкумцемента (QZSM) и Узпромстройбанка (SQBN), поднявшихся более чем на 6%. Котировки Средаэнергопроект (SAEP) также укрепляются, двигаясь к верхней границе локального коридора и прибавляя почти 8%.

Неделя с 6 по 10 сентября была для узбекистанских компаний менее удачной: рынок сильно скорректировался, а EqrE Blue потерял 4,27% на фоне снижения котировок большинства входящих в него компаний. Однако новый компонент индекса – Узвторцветмет (UVCM) – прибавил 6,25%. Как мы и предполагали ранее, акции Тошкентвино

комбинати (A028090) скорректировались ниже своей фундаментальной стоимости, снизившись за неделю более чем на 40%.

На данный момент рынок снова балансирует у психологически важного уровня поддержки в 2000 пунктов, закрывшись 10 сентября на отметке 2006,1 пункта. На наш взгляд, в ближайшее время могут быть отыграны такие фундаментальные факторы, как выплата дивидендов по акциям Кварца (KVTS) и Кизилкумцемента (QZSM), а также позитивные корпоративные новости от Узметкомбината (UZMK). Кроме того, драйверами котировок могут стать фискальные меры. В частности, мы ожидаем, что снижение НДС увеличит прибыль всех компаний после 2023 года, а уменьшение налогов на прибыль банков положительно отразится на финансовых показателях УзПСБ (SQBN) и Хамкорбанка (НМКВ).

Бехрузбек Очиллов,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Узбекистан



Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

### Статистика по ликвидным бумагам

Акция	Значение на 27.08.2021	Значение на 10.09.2021	изменение, %
KVTS	3990	4350	9,03%
QZSM	6200	6200	0,00%
SQBN	15	15,2	1,33%
URTS	16800	17050	1,49%
UZMK	86990	80001	-8,03%
KSCM	711500	690000	-3,02%
НМКВ	38,50	37,99	-1,32%
SAEP	14650	17000	3,03%
UVCM	16500	14506	-0,98%
KUMZ	950	940	-1,05%
A028090	55000	35000	-36,36%

### Текущие рекомендации по акциям

- Акции УзПСБ (URTS), Кизилкумцемента (QZSM), КМЗ (KUMZ), Узвторцветмета (UVCM) и Тошкентвино комбинати (A028090) стоит **держать** до пересмотра целевой цены нашими аналитиками.
- Бумаги Кварца (KVTS), УзПСБ (SQBN), Узметкомбината (UZMK), Кувасайцемента (KSCM), Хамкорбанка (НМКВ) и Средаэнергопроект (SAEP) советуем **покупать** по текущим ценам с целью достижения котировками сбалансированных уровней.



26



### Макроэкономические

- Узбекский сум ослаб к доллару США на 4,1% г/г, спред между депозитами в USD и UZS составляет 16-17%. В текущем прогнозном периоде мы ожидаем, что обесценение национальной валюты за 12 месяцев достигнет 6,72%.
- Средняя ставка по размещениям гособлигаций находится в диапазоне 13,96–14,00%.
- ЦБ РУз сохранил ключевую ставку на уровне 14%.
- Узбекистан закрыл наземную границу с Афганистаном. Ранее события в этой стране стали фактором, оказавшим давление на котировки суверенных евробондов, а также узбекистанских эмитентов на Лондонской бирже.
- НДС снизится до 12% в 2023 году, налог на прибыль банков, финансовых и телекоммуникационных компаний будет пересмотрен с 20% до 15%.
- На РФБ в течение трех лет пройдет 15 новых IPO. Кроме того, биржа планирует выпустить новые продукты: ETF (включая фонд на золото), ипотечные облигации, сукук, инфляционные облигации. Также станет возможным открытие брокерских счетов онлайн.
- УзРВБ запустит валютные фьючерсы в декабре 2021.

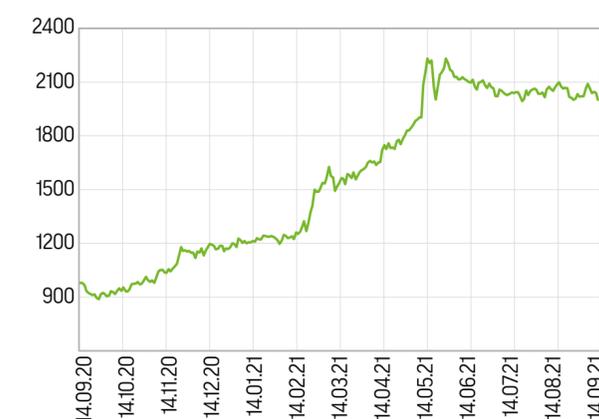
### Корпоративные события

- Акции Узвторцветмета были добавлены в EqRe Blue. Бумаги Средазэнергосетьпроекта, напротив, были исключены из индекса в связи с принятием решения о делистинге.
- С 1 октября 2021 года налоговая ставка на прибыль для производителей цемента будет снижена с 20% до 15%; с 1 января 2022 года ставка за использование недр для добычи известняка (применяется в производстве цемента) сокращается в два раза. Указанные факторы позитивно повлияют на чистую прибыль и рентабельность Кизилкумцемента и Кувасайцемента.
- Стартовые цены на торгах бензином и дизельным топливом на УзРТСБ теперь определяются на основе котировок нефти марки Brent на мировых биржах.
- Компания по рефинансированию ипотеки Узбекистана (КРИ) получила кредит в размере 200,35 млрд UZS на рефинансирование банковских ипотечных кредитов. В число акционеров КРИ входят УзПСБ (8%) и Хамкорбанк (2%).

### Динамика USD/UZS, 1 год



### Динамика индекса EqRe Blue, 1 год

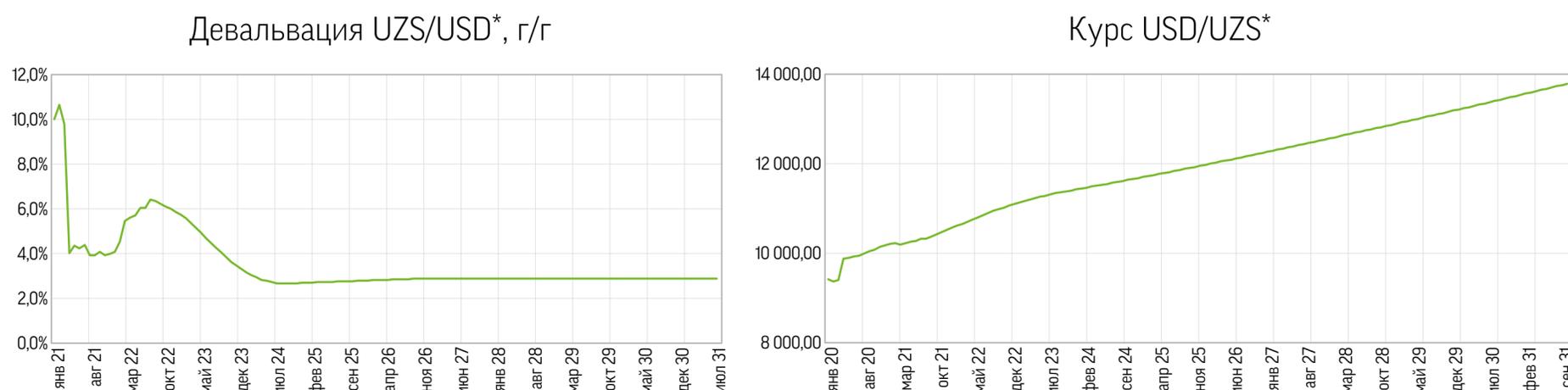


Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Портфель облигаций: мультивалютная фиксированная доходность

### Девальвация узбекского сума



\*Прогноз на основе инфляционной динамики и стратегии таргетирования инфляции (доклад об основных направлениях денежно-кредитной политики на 2021-2023 годы) ЦБ РУз, а также на основе прогнозов инфляции в США (по данным ОЭСР и МВФ)

Объем инвестирования: **1 000 000 000 UZS**

Целевая доходность (UZS): **15,775%**

Целевая доходность (USD): **9,475%**

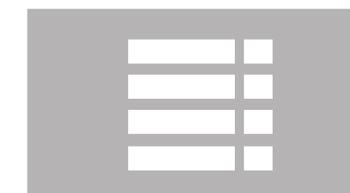
Кол-во инвестируемых позиций: **4 бумаги**

Рейтинг портфеля: **ССС+/В-**

Инвестиционный обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



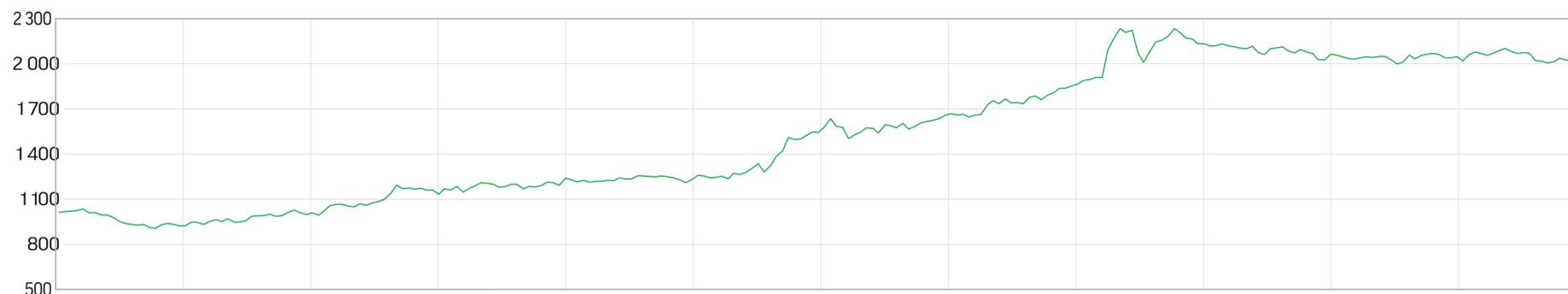
Эмитент	Год погашения	Валюта расчета	Рейтинг от S&P/Fitch/Moody's	Номинал (UZS)	Купонная доходность	Кол-во бумаг	Объем покупки (UZS)	Годовой доход (UZS)
Узпромстройбанк	2022	UZS	BB-	1 000 000	16%	250	250 000 000	40 000 000
Азия Альянс Банк	2026	UZS	B2 (B)	1 000 000	20%	250	250 000 000	50 000 000
FDG	2022	USD	- (Secured bond)	1 000 000	8%	250	250 000 000	35 750 000
Капиталбанк	2031	USD	B	10 000 000	6,5%	25	250 000 000	32 000 000
<b>Портфель</b>		<b>UZS</b>	<b>ССС+/В-</b>		<b>15,775%</b>		<b>1 000 000 000</b>	<b>157 750 000</b>
		<b>USD</b>			<b>9,475%</b>			



# Узбекистанские эмитенты

## Сбалансированный портфель ликвидных акций

Динамика рынка акций за 12 месяцев



Объем  
инвестирования: **1 000 000 000 UZS**

Целевая  
доходность: **39%**

Кол-во инвестируемых  
позиций: **8 бумаг**

Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Инвестируемые позиции (цены на 06.08.2021)

Эмитент	Тикер	Цена покупки (UZS)	Целевая цена (UZS)	Потенциал роста	Кол-во бумаг	Объем покупки (UZS)	Доход (UZS)
АО Кварц	KVTS	4 700	6 700	42,55%	26 329	123 746 300	52 654 050,6
АО Узметкомбинат	UZMK	88 000	145 800	65,68%	1 406	123 728 000	81 264 550,4
АО Кизилкумцемент	QZSM	6 800	8 590	26,32%	18 198	123 746 400	32 570 052,5
АО Кувасайцемент	KSCM	800 000	1 622 000	102,75%	154	123 200 000	126 588 000
АО УзРТСБ	URTS	17 200	20 100	16,86%	7 194	123 736 800	20 862 024,5
АО САЭСП	SAEP	16 000	28 099	75,61%	7 734	123 744 000	9 356 283,84
АКБ УзПСБ	SQBN	17,00	20,90	22,94%	7 279 411	123 749 987	28 377 247
АКБ Хамкорбанк	HMKB	44,00	56,70	28,86%	2 812 500	123 750 000	35 714 250
<b>Портфель</b>	-	-	-	<b>39,15%</b>	-	<b>989 401 487</b>	<b>387 386 459</b>



# Рынок Германии

## Тактическая передышка перед рывком

Хотя в первой половине сентября индекс DAX демонстрировал небольшое снижение на фоне ускорения инфляции и неуверенных макроданных, он продолжает находиться в рамках тренда роста

**Торговую пятидневку с 30 августа по 3 сентября котировки немецких активов завершили в красной зоне.** Индекс DAX закрыл эту неделю коррекцией на 0,45%, до 15781 пункта. Основное снижение пришлось на вторник и пятницу, когда бенчмарк терял более 0,3%. Падение в последний день лета во многом было обусловлено выходом макростатистики по ИПЦ в еврозоне. Так, годовая инфляция в августе составила 3% (2,2% в июле), превзойдя консенсус в 2,7%. В то же время в Германии гармонизированный ИПЦ вырос до самого высокого значения с 2008 года – 3,4%. Во Франции инфляция также ускорилась, но до трехлетних максимумов. В пятницу консолидация немецкого фондового рынка происходила на фоне выпуска слабых данных по созданным рабочим местам в США: в течение августа их количество выросло лишь на 235 тыс. при ожиданиях в 720 тыс. Также в этот период была опубликована статистика по итоговому индексу деловой активности (PMI) в августе, который составил 59 пунктов против 60,2 пункта в июле. В то же время мы отмечаем, что превышение этим показателем уровня 50 пунктов является позитивным фактором.

**С 6 по 10 сентября немецкие рынки продолжили снижение: по итогам недели индекс DAX потерял 1,1%, закрыв ее на уровне 15610 пунктов.** 6 сентября бенчмарк продемонстрировал неплохой рост (+1%) на фоне новостей от ФРС: Джером Пауэлл в этот день заявил, что американский регулятор дождется более уверенных макроданных, прежде чем начнет сворачивать программу

количественного смягчения. Однако во вторник и среду DAX потерял почти 2% в преддверии встречи ЕЦБ, проведенной 9 сентября. Беспокойство инвесторов было вызвано ростом инфляции до 3% и опасениями того, что европейский регулятор может ужесточить проводимую ДКП. По итогам встречи ЕЦБ заявил, что монетарная политика останется без изменений, однако объемы покупок активов снизятся относительно уровней предыдущих двух кварталов. На фоне этого заявления два последних дня недели немецкий рынок демонстрировал нейтральную динамику. Среди отдельных акций отметим Siemens Energy, котировки которой потеряли в среду 8,1%, после того как ее дочерняя структура Siemens Gamesa получила всего лишь нейтральный рейтинг от J.P. Morgan: аналитики этого инвестдома полагают, что ухудшение финансовых показателей компании окажется более продолжительным.



### Ожидания и стратегия

Несмотря на небольшое снижение в начале сентября, индекс DAX начинает отскакивать вверх от трендовой поддержки и, по всей вероятности, продолжит движение к новым историческим максимумам, при пробое которых может нацелиться на штурм 16400-16500 пунктов.

### Динамика акций и индекса DAX

Акция	Значение на 27.08.2021	Значение на 10.09.2021	Изменение
DAX Index	15 851,75	15 609,81	-1,5%
BOSS GR Equity	47,56	51,34	7,9%
LXS GR Equity	59,84	64,06	7,1%
SRT3 GR Equity	557,40	592,80	6,4%
PSM GR Equity	15,72	16,67	6,0%
1COV GR Equity	55,36	58,18	5,1%
UN01 GR Equity	33,76	35,39	4,8%
CBK GR Equity	5,25	5,47	4,2%
IFX GR Equity	36,09	37,48	3,9%
SIE GR Equity	140,72	145,30	3,3%
DBK GR Equity	10,52	10,77	2,5%
G1A GR Equity	39,45	40,38	2,4%
MRK GR Equity	198,75	203,30	2,3%
BEI GR Equity	103,25	104,05	0,8%



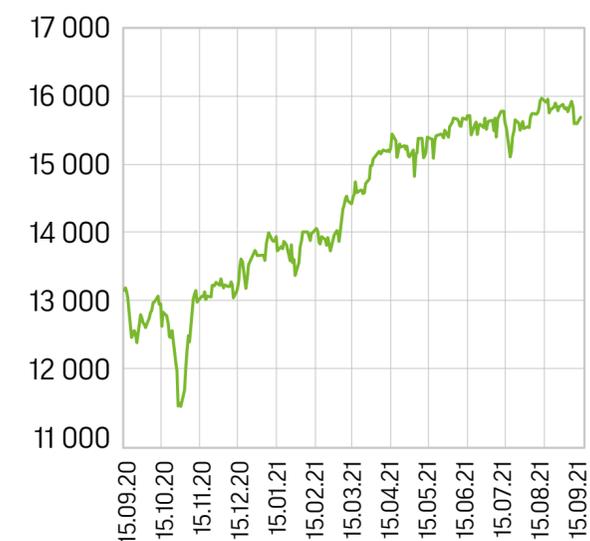
# Рынок Германии

## Важные новости

- Потребительская инфляция в Германии выросла до 3,9% в августе, что является рекордом с 1993 года. Гармонизированная (для сравнения с другими странами ЕС) инфляция ускорилась до 3,4% на фоне роста цен на продукты питания и топливо.
- Индекс ZEW зафиксировал резкое ухудшение настроений в Германии. В августе этот показатель составлял 40,4 пункта, а в сентябре снизился до 26,5 пункта при прогнозе (по данным опроса Reuters) 30 пунктов.
- В Минфине Германии прошли обыски из-за того, что полиции своевременно не была передана информация о подозрительной транзакции в одну из стран Африки. Проверки были проведены за три недели до выборов в Бундестаг, в которых в качестве фаворита принимает участие министр финансов Олаф Шольц.



Динамика индекса DAX



Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Динамика EUR/USD



# Volkswagen AG

## Без ограничений скорости

Основные драйверы роста для котировок автоконцерна Volkswagen – уверенные прогнозы менеджмента по марже и инвестиции в проект декарбонизации

### Причины для покупки:

- 1. Сохранение гайденса по марже на 2021-й.** Несмотря на дефицит микрочипов и повышенные цены на сырье, руководство компании подтвердило целевую маржу на текущий год на уровне 3-4%, а также таргет по этому показателю на горизонте до 2025-го на отметке в 6%.
- 2. Планы по развитию программы декарбонизации.** Компания планирует создать фонд венчурного капитала для инвестирования в экологические проекты и стартапы. Первоначальный объем фонда составит 300 млн евро. Кроме того, в целях сокращения углеродных выбросов эмитент намерен активно развивать направление электромобилей. На выставке в Мюнхене руководство компании заявило о необходимости более масштабных политических реформ для ускорения трансформации отрасли, включая расширение использования возобновляемых источников энергии. Volkswagen предпринимает шаги, чтобы стать крупным игроком на развивающемся рынке EV: продажи полностью электрических автомобилей VW выросли на 165% по сравнению с уровнем 2020 года.
- 3. Последние обновления инвестдомов.** Аналитики из Stifel и Jefferies подтвердили свои целевые цены по акциям автоконцерна на уровне 312 и 270 евро; Barclays пересмотрел таргет с 290 до 295 евро за бумагу.
- 4. Техническая картина.** Акции компании демонстрируют отскок от поддержки в 190 евро и движутся к уровню сопротивления в 200 евро. В случае его пробоя возможно повышение до 220 евро.



### Среднесрочная идея

#### Volkswagen AG

Тикер на Xetra:	VOW3
Текущая цена:	196,64 евро
Целевая цена:	240 евро
Потенциал роста:	22%
Дивидендная доходность:	-%

#### Динамика акций VOW3 на Xetra





## Число клиентов «Фридом Финанс» на Мосбирже в августе превысило 125 тыс.

Московская биржа представила ежемесячные рейтинги ведущих российских брокерских компаний. Согласно статистике за август 2021 года, ИК «Фридом Финанс» продолжает активно расширять клиентскую базу. Количество клиентов компании составило 125,98 тыс., что на 1,7% превышает результат июля 2021 года. Благодаря этому ИК «Фридом Финанс» вновь заняла восьмое место в топ-25 крупнейших операторов Мосбиржи.

Число активных клиентов «Фридом Финанс» в августе составило 8,9 тыс. По данному показателю компания по-прежнему занимает девятую строчку в рейтинге ведущих брокеров.

Объем клиентских операций компании достиг 308,7 млрд руб., что обеспечило брокеру 20-е место.

Объем операций на ИИС составил 297,73 млн руб. По этому показателю компания также занимает 20-е место в данном топе.

## Тимур Турлов – лауреат премии «Репутация» в номинации «За вклад в развитие финансовых технологий»

Глава Freedom Holding Corp. Тимур Турлов стал лауреатом одной из самых престижных в финансовом мире премии «Репутация» в номинации «За вклад в развитие финансовых технологий».

8 сентября 2021 года в Москве состоялось награждение деятелей российской финансовой системы. Премия «Репутация» вручается с 2010 года за вклад в развитие российской финансовой системы. Решение о присвоении наград базируется на оценке профессиональных, деловых и личностных качеств финансового специалиста профессиональным сообществом в ходе открытого голосования, результаты которого на заключительном этапе утверждаются экспертным советом премии.



## Тимур Турлов рассказал о перспективах ЗПИФ «Фонд первичных размещений»

Глава Freedom Holding Corp., основатель ИК «Фридом Финанс» Тимур Турлов провел прямой эфир, в рамках которого подробно рассказал о перспективах роста ЗПИФа «Фонд первичных размещений» в ближайшем будущем. Выступление транслировалось в YouTube и Instagram.

Закрытый паевой инвестиционный фонд позволяет неквалифицированным инвесторам участвовать в IPO на биржах США. ФПР торгуется в рублях на Московской бирже и в долларах на СПБ Бирже и Казахстанской фондовой бирже. Цена пая фонда на СПБ Бирже с момента запуска выросла на 292%.

Тимур Турлов объяснил, как изменилась стратегия фонда, в частности одним из ключевых моментов улучшения структуры ЗПИФ ФПР стало увеличение периода удержания позиций с момента размещения. Это позволит снизить зависимость фонда от волатильности рынка IPO, повысит привлекательность и прозрачность портфеля, упростит масштабирование фонда и улучшить состав портфеля: фонд может продать IPO-акцию как через три месяца, так и позже, когда появятся новые привлекательные размещения. Финансист напомнил, что основная часть доходности по завершении локап-периода формируется на вторичном рынке, что позволяет включенным в фонд бумагам реализовать потенциал роста.

Глава Freedom Holding Corp. также отметил, что осень-зима традиционно являются самым сильным сезоном IPO. Среди ожидаемых размещений – Instacart, Databricks и pre-IPO СПБ Биржи.

Инвестиционный  
обзор №232  
16 сентября 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



## Москва

+7 (495) 783-91-73

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

### Новокузнецк

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

### Новосибирск

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

### Омск

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

### Оренбург

+7 (3532) 48-66-08  
ул. Чкалова, д.70/2  
[orenburg@ffin.ru](mailto:orenburg@ffin.ru)

### Пермь

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

### Ростов-на-Дону

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

### Самара

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

### Санкт-Петербург

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

### Саратов

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

### Сочи

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

### Ставрополь

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

### Сургут

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

### Тверь

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

### Тольятти

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

### Томск

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

### Тюмень

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

### Ульяновск

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

### Уфа

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

### Челябинск

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

### Череповец

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

### Якутск

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

### Ярославль

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

