

Инвестиционный обзор



№233
30 сентября 2021



Фондовый рынок США:

ФРС завершает курс лечения ЭКОНОМИКИ

На пресс-конференции по итогам сентябрьского заседания Комитета по открытым рынкам ФРС Джером Пауэлл дал понять, что в ноябре FOMC объявит о начале сворачивания QE

Российский рынок: Котировки рвутся вверх

Рынок Украины: «Быки» взяли передышку

Рынок Казахстана: Наступление откладывается

Рынок Узбекистана: Новые горизонты

Рынок Германии: В зоне турбулентности

Инвестидеи, самые важные новости и рекомендации по покупке акций

Содержание:

| | |
|--|-------|
| Рынок США. ФРС завершает курс лечения экономики..... | 3 |
| Самое важное по фондовому рынку США на одной странице..... | 4 |
| Самое главное. Основные ньюсмейкеры – Конгресс и ФРС..... | 5 |
| Актуальные тренды. Обзор на 27 сентября..... | 6 |
| Наиболее важные новости компаний..... | 7-9 |
| Текущие рекомендации по акциям..... | 10 |
| Инвестиционная идея. Merck. Инвестиция широкого спектра действия..... | 11-12 |
| Оptionная идея. BULL PUT SPREAD ON PLAN..... | 13 |
| Обзор венчурных инвестиций..... | 14 |
| Кто идет на IPO. IPO Gitlab. Кодим всем миром!..... | 15 |
| Российский рынок. Котировки рвутся вверх..... | 16-18 |
| Инвестиционная идея. Сургутнефтегаз: стабильный бизнес – высокий дивиденд..... | 19-20 |
| Рынок Украины. «Быки» взяли передышку..... | 21-22 |
| Рынок Казахстана. Наступление откладывается..... | 23-24 |
| Инвестиционная идея. В предвкушении осеннего ралли..... | 25 |
| Рынок Узбекистана. Новые горизонты..... | 26-27 |
| Рынок Германии. В зоне турбулентности..... | 28-29 |
| Среднесрочная идея. Летная погода..... | 30 |
| Новости ИК «Фридом Финанс»..... | 31 |
| Контакты..... | 32 |



Фондовый рынок США

ФРС завершает курс лечения экономики

На пресс-конференции по итогам сентябрьского заседания Комитета по открытым рынкам ФРС Джером Пауэлл дал понять, что в ноябре FOMC объявит о начале сворачивания QE



Новости одной строкой:

- 14.09.2021** Рост индекса потребительских цен замедлился с 5,4% г/г в июле до 5,3% в августе
- 16.09.2021** Розничные продажи в августе поднялись на 0,7% м/м при прогнозе снижения на 0,85%
- 22.09.2021** Пауэлл анонсировал начало сворачивания QE в конце текущего года с завершением в середине следующего
- 23.09.2021** Крупнейший застройщик КНР Evergrande не смог выплатить \$83,5 млн в виде купона по долларовым бондам

По состоянию на 26.09.2021

| Тикер | Актив | Изменение за неделю | Изменение за месяц |
|-------|---------------------------|---------------------|--------------------|
| SPY | S&P 500 | 1,98% | -1,69% |
| QQQ | Индекс NASDAQ100 | 1,27% | -1,51% |
| DIA | Dow Jones Industrial 30 | 2,71% | -1,68% |
| UUP | Доллар | 0,20% | 0,76% |
| FXE | Евро | -0,32% | -0,96% |
| XLF | Финансовый сектор | 5,99% | -0,67% |
| XLE | Энергетический сектор | 11,58% | 6,90% |
| XLI | Промышленный сектор | 2,11% | -3,78% |
| XLK | Технологический сектор | 1,84% | -1,78% |
| XLU | Сектор коммунальных услуг | -2,14% | -6,06% |
| XLV | Сектор здравоохранения | -0,80% | -3,36% |
| SLV | Серебро | 1,70% | -6,22% |
| GLD | Золото | -0,79% | -3,85% |
| UNG | Газ | 17,74% | 32,40% |
| USO | Нефть | 6,67% | 9,89% |
| VXX | Индекс страха | -16,54% | -3,98% |
| EWJ | Япония | 0,32% | 6,56% |
| EWU | Великобритания | 2,79% | -1,39% |
| EWG | Германия | 2,59% | -2,86% |
| EWQ | Франция | 3,41% | -0,05% |
| EWI | Италия | 3,99% | -1,00% |
| GREK | Греция | -0,75% | -3,83% |
| EEM | Страны БРИК | 2,24% | -0,93% |
| EWZ | Бразилия | 3,16% | -9,84% |
| RSX | Россия | 4,13% | 4,84% |
| INDA | Индия | 2,09% | 4,90% |
| FXI | Китай | 1,60% | -3,36% |



Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

Индекс S&P 500 (13.09.2021 – 23.09.2021)



13.09.2021

Разработчик программного обеспечения Intuit покупает онлайн-платформу для маркетинга Mailchimp за \$12 млрд



16.09.2021

Розничные продажи в августе выросли на 0,7% при прогнозе снижения на 0,85%, благодаря увеличению объема онлайн-торговли на 5,6%



22.09.2021

FOMC сохранил параметры QE и величину базовой ставки без изменений, анонсировав начало сворачивания стимулов в конце текущего года

4468

13

4443

14

4473

16

4357

20

4395

22

4448

23



14.09.2021

Индекс потребительских цен в августе поднялся на 5,3% г/г после 5,4% в июле. В месячном сопоставлении рост замедлился с 0,5% до 0,3% при консенсусе 0,4%



20.09.2021

ConocoPhillips за \$9,5 млрд приобретет у Royal Dutch Shell добывающие активы и сопутствующую инфраструктуру в Пермском бассейне



23.09.2021

Лидер девелопмента в КНР Evergrande не смог выплатить купон по долларовым бондам на сумму \$83,5 млн. Общая задолженность застройщика – около \$300 млрд



Самое главное

Основные ньюсмейкеры – Конгресс и ФРС

В последние несколько месяцев основной темой, не сходящей с газетных полос и определяющей ход торгов на биржевых площадках, является монетарная политика американского финансового регулятора. 21-22 сентября было проведено одно из важнейших в текущем году заседаний ФРС, на котором был представлен план действий регулятора на ближайшие девять месяцев, что частично снизило неопределенность в отношении проводимой монетарной политики. Если макроэкономические показатели продолжат демонстрировать восстановление, регулятор может объявить о сокращении программы QE уже в ноябре текущего года и постепенно снижать объем выкупа активов с декабря до середины 2022-го. Глава ФРС Джером Пауэлл подчеркнул, что указанные сроки носят ориентировочный характер и могут сдвигаться в любую сторону в зависимости от фактических макроданных. Мы полагаем, что регулятор будет снижать закупки постепенно: примерно на \$10 млрд (текущий объем: \$80 млрд) по казначейским облигациям и на \$5 млрд (текущий объем: \$40 млрд) по ипотечным займам в месяц.

Важно отметить, что позиция некоторых представителей ФРС по срокам поднятия ключевой ставки изменилась: в настоящее время за ее повышение в декабре 2022-го высказалась половина голосующих членов комитета. При этом медианное значение на 2023 год составляет 1%. Таким образом, не исключено, что ставка будет поднята уже в конце

Тимур Турлов,
глава инвестиционного
комитета ИК «Фридом Финанс»



2022-го, а затем повышена еще несколько раз в 2023-м. Этот «ястребиный» сигнал стал в целом неприятным сюрпризом для участников рынка. Впрочем, 3 ноября Минфин может анонсировать снижение объемов аукционов трежерис, что улучшит настроения инвесторов: если спрос на гособлигации и их предложение будут сокращаться параллельно, изъятие ликвидности с рынка будет не таким заметным. В настоящее время Конгресс продлил возможность госрасходов до 3 декабря: к этому времени законодатели придут к соглашению и, вероятнее всего, избегут приостановки работы правительства. Демократы заинтересованы в том, чтобы избежать затяжного шатдауна, поскольку это может повлиять на результаты выборов в палату представителей в 2022 году (особенно на фоне того, что рейтинг президента Байдена сейчас на минимуме).

В целом можно заключить, что монетарная и фискальная политика, проводимая американскими органами власти, благоприятно влияет на фондовый рынок. Однако после заседания ФРС доходность 10-летних трежерис начала заметно расти, что активизирует переток капитала в акции «стоимости» и компании малой капитализации. Инвесторам стоит снова присмотреться к реинфляционным активам: бумагам авиаперевозчиков, круизных и сырьевых компаний. Мы полагаем, что они смогут обеспечивать более высокую прибыльность вложений по сравнению с IT-сектором, до тех пор пока доходность «десятилеток» продолжит расти.

Важные новости

Потребительская инфляция за август замедлилась до 5,3% г/г (на уровне консенсуса) с 5,4% в июле. Рост показателя в сопоставлении месяц к месяцу составил 0,3% по сравнению с 0,5% месяцем ранее, притом что общерыночный прогноз предполагал повышение инфляции на 0,4%. Индекс потребительских цен за исключением волатильных компонентов (продовольствие и энергоносители) поднялся на 4% против 4,3% за июль.

Розничные продажи в августе неожиданно увеличились на 0,7% м/м благодаря росту объема онлайн-покупок, тогда как консенсус предполагал сокращение показателя на 0,85%. После падения на 4,6% в июле объем реализации товаров онлайн повысился на 5,6%. Тем не менее финальная оценка сокращения продаж за июль была пересмотрена с 1,1% до 1,8%, что повлияло на результат августа.

Комитет по открытым рынкам ФРС (FOMC) на заседании 22 сентября оставил без изменения параметры QE (\$120 млрд в месяц) и уровень процентной ставки (0-0,25%). Между тем глава регулятора Джером Пауэлл на итоговой пресс-конференции заявил, что сокращение QE может начаться в конце 2021 года и продолжиться до середины 2022-го. Половина членов комитета считают целесообразным начать повышение ставок в 2022 году, тем самым к концу 2023-го они могут вырасти на 0,75-1%.

23 сентября крупнейшая строительная компания Китая Evergrande не смогла выплатить купон по долларовым облигациям в размере \$83,5 млн. Если по завершении 30-дневной отсрочки купон не будет выплачен, по этим облигациям объявят дефолт. Тем не менее компания погасила обязательства по бумагам, номинированным в юанях, на сумму около \$36 млн. 29 сентября застройщику предстоят долларовые процентные платежи в размере \$47,5 млн.



Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 между уровнями 4300 и 4500 пунктов

Актуальные тренды

Обзор на 27 сентября

Глобальная картина

В последние две недели S&P 500 скорректировался на 0,07%. Конец второй декады сентября отметился распродажами после того, как демократы предложили повысить ряд ключевых налогов. Кроме того, на котировки оказала давление фиксация прибыли в IT-секторе. Рост рисков, связанных с техническим дефолтом китайского застройщика China Evergrande Group, также негативно повлиял на настроения участников рынка США. В качестве позитивных факторов можем отметить замедление потребительской инфляции. Спокойная риторика главы ФРС, а также рост числа заявок на пособие по безработице позволяют рассчитывать, что сворачивание стимулирующих мер не будет резким.

По состоянию на 27 сентября 10 компаний из S&P 500 опубликовали результаты за третий квартал 2021 года. Продажи отчитавшихся компаний выросли на 16% (консенсус-прогноз от Bloomberg: +0,9%), а прибыль увеличилась на 14,4% (консенсус-прогноз: +0,3%). За последние 14 дней среди крупнейших эмитентов результаты лучше ожиданий представили Adobe (ADBE), General Mills (GIS) и Costco (COST), EPS которых превысили предварительные оценки рынка на 3,3%, 11,4% и 8,9% соответственно. Oracle (ORCL), Lennar (LEN), Nike (NKE) и Accenture (ACN) также отчитались о прибыли лучше консенсус-прогнозов, но динамика их выручки оказалась ниже ожиданий инвесторов. В ближайшие две недели финансовые результаты опубликуют такие крупные компании, как Micron (MU), Paychex (PAYX), PepsiCo (PEP) и Constellation Brands A (STZ).

Макроэкономическая статистика

Макростатистика последних двух недель носила смешанный характер. Так, базовый индекс потребительских цен за август прибавил 4% (ожидался рост на 4,2%), базовый индекс розничных продаж за тот же период вырос на 1,8% м/м (ожидалось снижение на 0,1%), а объем строительства новых домов составил 1,61 млн (ожидалось 1,55 млн). При этом число первичных заявок на пособие по безработице на прошлой неделе увеличилось до 351 тыс. (ожидалось 320 тыс.), сентябрьский предварительный композитный индекс PMI от Markit снизился до 54,5 пункта (ожидался рост до 58,4 пункта).

В течение ближайших двух недель в центре внимания биржевых игроков будут данные по рынку труда, деловой активности и настроениям потребителей.

Монетарная политика ФРС

По ходе заседания ФРС, состоявшегося 21-22 сентября, Джером Пауэлл указал на восстановление деловой активности в США, а также подтвердил ожидания рынка в отношении сроков сворачивания программы QE. В настоящий момент медианный прогноз Комитета по операциям на открытом рынке (FOMC) предполагает первое повышение ключевой ставки в 2022 году (медианное значение: 0,3%), тогда как в июне планировалось, что ужесточение ДКП начнется не ранее 2023-го.

Техническая картина

После пробоя нижней границы восходящего канала по индексу S&P 500 на уровне 4440 пунктов котировки опустились к локальному минимуму на отметке 4350 пунктов, расположенной около 100-дневной скользящей средней, после чего начали восстанавливаться. Если бенчмарку удастся подняться выше недавно пробитого уровня восходящего тренда, это подтвердит его устойчивость и будет свидетельствовать о том, что коррекция носит краткосрочный характер. При этом падение котировок ниже линии 100-дневной скользящей средней может оказать дополнительное давление на цены акций.

Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

intuit.

13.09.21

Разработчик программного обеспечения **Intuit (INTU)** объявил о приобретении маркетинговой онлайн-платформы Mailchimp за \$12 млрд. Оплата будет произведена акциями (\$2,5 млрд) и денежными средствами (\$9,5 млрд). В условиях высоких значений оценочных мультипликаторов по Intuit менеджмент стремится произвести оплату в основном денежными средствами, что может указывать на высокие ожидания руководства INTU в отношении перспектив Mailchimp. Планируется, что сделка будет закрыта до конца 2021 года.

Mailchimp – это маркетинговая онлайн-платформа, для рассылки рекламных электронных писем, уведомлений и напоминаний клиентам. В частности, Mailchimp позволяет управлять листами рассылки, создавать шаблоны персонализированных писем, а также разрабатывать и автоматизировать маркетинговые кампании.

Среди преимуществ Mailchimp можно отметить большую пользовательскую базу, которая включает 13 млн человек по всему миру, 2,4 млн активных пользователей в месяц и 800 тыс. платных клиентов. 50% пользователей Mailchimp находятся за пределами США, поэтому Intuit сможет улучшить позиции на зарубежных рынках. Кроме того, Mailchimp имеет сильную партнерскую сеть, которая включает более 250 соглашений с контрагентами. С функциональной точки зрения сильной стороной Mailchimp является высокий уровень персонализации и настройки решения под нужды конкретного пользователя. Кроме того, платформа позволяет составлять подробные отчеты по проведенным маркетинговым кампаниям (с использованием различных интерактивных диаграмм и графиков), а также отслеживать влияние маркетинговых рассылок на онлайн-продажи (можно понять, сколько клиентов сделали покупку в результате рассылки). В числе преимуществ Mailchimp менеджмент Intuit также отмечает устойчивые позиции в области автоматизации: система позволяет генерировать автоматические персонализированные рекомендации для получателей рассылок. К недостаткам Mailchimp можно отнести сложно устроенный интерфейс, что, впрочем, обусловлено широким функционалом платформы.

Также отмечаем, что Mailchimp занимает 60% рынка маркетинговых онлайн-рассылок, который, согласно оценкам Fortune Business Insights, будет расти примерно на 10,5% ежегодно до 2027-го (до \$2,3 млрд). В целом, несмотря на рост прочих каналов коммуникаций с клиентами, маркетинговые рассылки по-прежнему важны: согласно опросу Emarsys, 80% респондентов указали, что такие рассылки улучшают показатели привлечения и удержания клиентов. CEO Intuit также отметил высокие перспективы дальнейшего проникновения современных

бэк-офис-систем в компании малого бизнеса: по оценкам Intuit, 75% таких фирм пока не используют современные CRM-решения.

Мы полагаем, что приобретение Mailchimp способно существенно усилить позиции CRM-направления Intuit. В частности, инструмент contact journey может упростить взаимодействие с пользователями и потенциальными клиентами.

Мы оцениваем сделку положительно: кросс-продажи создадут сильный импульс для роста Mailchimp в перспективе четырех-восьми кварталов, а размытие капитала, связанное с покупкой, будет небольшим (около 1,6%). Сложно делать выводы о долгосрочных перспективах нового сегмента: прирост продаж Mailchimp в 2020 году составил 20%, оценки на 2021-й колеблются от 12,5% до 25%. Согласно данным Bloomberg, по итогам 2020 года операционная прибыль (EBIT) Mailchimp достигла \$300 млн.

Мы повышаем целевую цену по акциям Intuit до \$613 за бумагу. Рекомендация – «покупать».



13.09.21

Palo Alto Networks (PAWN) провела конференцию Analyst Day, на которой менеджмент представил обзор стратегии развития компании, а также обозначил долгосрочные финансовые цели. В ходе мероприятия руководство подтвердило гайденсы на первый квартал, а также на полный 2022 финансовый год, которые были опубликованы 23 августа. Кроме того, менеджмент пересмотрел ожидания по скорректированной марже свободного денежного потока с 30% до 32-33%.

Palo Alto Networks заявила, что ожидает увеличения годовой выручки более чем на 50% в течение следующих двух лет в связи с растущим спросом на дополнительные услуги безопасности в облачной инфраструктуре. Переход к удаленному и гибриднему формату работы и ускоренный процесс внедрения облачных технологий требуют новых мер безопасности для борьбы с растущим количеством киберугроз. По прогнозу Gartner, в 2021 году организации потратят более \$150 млрд на миграции в облако. Ожидается, что в течение следующих трех лет эта сумма превысит \$300 млрд, что дает компании огромные возможности для развития своих продуктов в сфере облачной безопасности. Темпы роста адресного рынка по направлению «безопасность в облаке» составляют в среднем 30% в год. Компания также активно развивается в сфере управления поверхностью атаки и предотвращения киберугроз. Целевой рынок по этому направлению в ближайшие годы будет расти со среднегодовым темпом в 15%.

Эти тенденции позволяют предположить, что выручка Palo Alto Networks будет увеличиваться в среднем на 23% в год и достигнет \$8 млрд в 2024 финансовом году, а общая сумма выстав-

Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

ленных счетов в год составит \$10 млрд. Компания подчеркнула важность ранее сделанных стратегических инвестиций в M&A, при этом отметив, что в ближайшие годы будет фокусироваться на органическом развитии. С учетом указанных факторов, стабильной валовой маржи и повышения производительности компания ожидает увеличения операционной маржи на 50–100 базисных пунктов после 2022 финансового года.

Умение распознать структурные изменения в сфере кибербезопасности в сочетании с постоянными инвестициями в обновление портфеля решений позволили Palo Alto Networks закрепиться на лидерских позициях в секторе. Мы положительно смотрим на операционные перспективы компании с учетом сильного спроса на ее продукты и развития в быстрорастущих нишах рынка. Принимая во внимание обновленный гайденс эмитента на ближайшие годы, мы повышаем целевую цену до \$509 за акцию и сохраняем рекомендацию «покупать».



16.09.21

Крупнейший производитель табачной продукции **Philip Morris International Inc. (PM)** покупает 74,8% акций британской компании по производству ингаляторов Vectura (LSE: VEC) за \$1,5 млрд. Генеральный директор Philip Morris отметил, что сделка поможет приблизиться к одной из стратегических целей эмитента: получать доход не менее \$1 млрд от продуктов, не содержащих никотина, уже к 2025 году.

Данная сделка была неоднозначно воспринята некоторыми сообществами. Например, определенные медицинские группы и антитабачные благотворительные организации не поощряют приобретение бизнеса в сфере запуска ингаляторов производителем табачной продукции. Так, исполнительный директор Asthma UK и British Lung Foundation Сара Вулноу раскритиковала решение Vectura о продаже, заявив, что производитель ингаляторов сделал выбор в пользу краткосрочной финансовой выгоды, а не долгосрочного развития.

Тот факт, что Vectura теперь принадлежит табачной компании, может создать для производителя ингаляторов определенные проблемы: например, VEC может быть исключена из исследовательских и клинических сетей. Уже известно, что компании было отказано в участии в значимой медицинской конференции Oxford Global, которая пройдет в Лондоне в ближайшее время.

По мнению Вулноу, эта сделка приведет к тому, что табачная промышленность будет оказывать чрезмерное влияние на политику здравоохранения Великобритании. Она также призывает

правительство выполнить свои обязательства в рамках конвенции Всемирной организации здравоохранения по борьбе против табака, чтобы не допустить этого. Европейское респираторное общество (ERS) также заявило, что сделка «носит неэтичный характер и должна быть приостановлена». Кроме того, под угрозой находятся контракты Vectura с ее крупными партнерами: Novartis, Bayer и Recipharm. Впрочем, комментарии от этих трех компаний пока не были получены.

Мы считаем, что сделка действительно носит неоднозначный характер с этической точки зрения. Однако с учетом стратегии «обеспечения будущего без курения» приобретение вполне целесообразно для Philip Morris и может содействовать смещению фокуса PM с производства традиционной табачной продукции на высокомаржинальное направление систем нагревания табака, что в конечном итоге позитивно отразится на прибыли акционеров.

Котировки PM незначительно отреагировали на эту новость: акции компании торгуются в диапазоне \$100–104, что свидетельствует об умеренной реакции инвесторов, а также о не до конца очевидных негативных последствиях соглашения. Информация об этой сделке появлялась и ранее, а в течение последних трех месяцев акции PM также демонстрировали умеренно позитивную динамику на уровне +2,8%.

Недавно компания также повысила выплату квартальных дивидендов с \$1,20 до \$1,25 и сохранила сильный прогноз по EPS в диапазоне \$5,76–5,85. Мы считаем направление бездымных табачных устройств крайне перспективным для долгосрочного роста компании и оцениваем вероятность негативных последствий сделки с Vectura как ограниченную. Наша целевая цена по бумагам Philip Morris на горизонте 12 месяцев – \$120 за акцию.



20.09.21

Американский нефтегазовый гигант **ConocoPhillips (COP)** объявил о покупке добывающих активов и сопутствующей инфраструктуры в Пермском бассейне (штат Техас) у Royal Dutch Shell (RDS.A) за \$9,5 млрд. В периметр сделки входят 225 тыс. акров, более 600 миль нефте-, газо- и водопроводов, а также другие объекты инфраструктуры, которые находятся в непосредственной близости от собственных добывающих активов компании. Ожидается, что в 2022 году объем добычи на приобретаемых месторождениях составит около 200 тыс. барр./сутки. Сделка будет полностью оплачена денежными средствами и может быть закрыта уже в четвертом квартале 2021 года.

На наш взгляд, параметры соглашения выглядят привлекательно для ConocoPhillips. Компания

**Инвестиционный
обзор №233**
30 сентября 2021
www.ffin.ru



Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков

прогнозирует соотношение EV/EBITDA приобретаемого актива в 2022-м на уровне 3,7х, что существенно ниже текущего прогнозного показателя компании (4,9х) по итогам 2021 года. С учетом покупки COP обновила 10-летний план (на 2022–2031-й) и ожидает, что приобретение активов позволит увеличить свободный денежный поток на \$10 млрд за этот период при средней цене на нефть в \$50 за баррель. Весь дополнительный объем FCF компания планирует вернуть акционерам через дивиденды и обратный выкуп акций.

Ожидания относительно операционного денежного потока были увеличены на \$20 млрд, до \$165 млрд, за 10 лет. Ежегодные капитальные затраты составят \$8 млрд по сравнению с \$7 млрд, спрогнозированными ранее.

Несмотря на денежный характер сделки, CopocoPhillips сохранит высокую финансовую устойчивость, поскольку на текущий момент компания характеризуется одним из самых низких показателей долговой нагрузки в секторе. На конец второго квартала объем денежных средств и краткосрочных инвестиций на счетах CopocoPhillips достигал \$8,9 млрд, чистый долг сократился до \$11,2 млрд (-15% кв/кв). Соотношение между чистым долгом и EBITDA сейчас составляет 0,6х. С учетом сделки этот показатель может вырасти всего до 0,9х по итогам четвертого квартала.

Кроме того, компания объявила о выплате дивидендов за третий квартал. Они были увеличены на 7%, до \$0,46 на акцию. Таким образом, доходность к текущим котировкам – 2,8%. Отсечка состоится 27 октября, выплата запланирована на 1 декабря.

Мы повышаем целевую цену по акциям COP на 12%, до \$80,7 (потенциал роста более 20%). Рекомендация – «покупать».

The *WALT DISNEY* Company

21.09.21

Выступая на ежегодной конференции, организованной Goldman Sachs, генеральный директор **The Walt Disney Company (DIS)** Боб Чапек заявил о слабом росте базы подписчиков сервиса Disney+. Его речь во многом повторяла тезисы из стратегии развития компании: ключевым направлением для DIS является стриминг, менеджмент уверен в его долгосрочных перспективах.

Кроме того, Чапек предупредил, что вспышка заболеваемости COVID-19, вызванная штаммом «дельта», оказывает влияние на производственный график фильмов и телепередач, что приведет к задержке релизов в ближайшие месяцы. Связанная с пандемией приостановка сезона Индийской премьер-лиги по крикету прошлой весной также означает, что летом на потоковых сервисах Disney в Индии было меньше спортивного контента. CEO также сообщил, что запуск стриминг-сервиса Star+ в Латинской Америке в последние месяцы проходил медленнее, чем ожидалось.

В совокупности все это означает, что в текущем квартале аудитория сервиса Disney+ может увеличиться всего на 2–4 млн, хотя консенсус-прогноз от FactSet предполагал рост базы подписчиков на 17 млн. После таких заявлений акции DIS оказались под давлением.

Впрочем, менеджмент и раньше отмечал, что траектория роста числа подписчиков не будет линейной. Реакция инвестсообщества дает основания полагать, что коррекция в акциях Disney будет кратковременной и они не теряют своей инвестиционной привлекательности. К примеру, аналитики Bank of America снизили прогноз расширения аудитории Disney+ в текущем квартале с 14 млн до 2 млн, но долгосрочные прогнозы остались прежними. Мы также считаем, что цель менеджмента по количеству подписчиков Disney+ к 2024 году на уровне 230–260 млн остается достижимой. Следующий финансовый квартал, который завершится в декабре 2021 года, будет более успешным для Disney+. Согласно консенсус-прогнозам, аудитория может увеличиться на 12–16 млн.

Мы не пересматриваем таргет по этим бумагам (\$220) и оцениваем их позитивно в долгосрочной перспективе. Сложности, с которыми столкнулась компания, на наш взгляд, связаны с негативными эффектами пандемии, поэтому глобально не повлияют на конкурентоспособность DIS.



**Инвестиционный
обзор №233**
30 сентября 2021
www.ffin.ru



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

| Тиккер | Название компании | Отрасль (GICS) | "Капитализация, млн. \$" | Дата последнего анализа | Текущая цена | Целевая цена | Горизонт инвестирования | Текущий потенциал | Рекомендация |
|--------|------------------------------|---|--------------------------|-------------------------|--------------|--------------|-------------------------|-------------------|--------------|
| MRK | MERCK | Производство фармацевтической продукции | 185 702 | 2021-09-28 | 73,6 | 89,55 | 2022-09-28 | 23% | Покупать |
| GPS | GAP | Специализированная розничная торговля | 9 281 | 2021-09-11 | 24,6 | 34,5 | 2022-09-11 | 40% | Покупать |
| NFLX | NETFLIX | Развлечения | 262 300 | 2021-08-31 | 592,6 | 650,0 | 2022-08-31 | 10% | Покупать |
| TSM | TAIWAN SEMICONDUCTOR MAN. | Производство полупроводников | 563 317 | 2021-08-17 | 116,2 | 136,0 | 2022-08-17 | 17% | Покупать |
| VTRS | VIATRIS INC | Производство фармацевтической продукции | 16 712 | 2021-08-03 | 13,8 | 17,6 | 2022-08-03 | 27% | Покупать |
| GLW | CORNING INC | Электронное оборудование, приборы и компоненты | 32 863 | 2021-07-20 | 38,5 | 49,7 | 2022-07-20 | 29% | Покупать |
| RUN | SUNRUN INC | Производство электрооборудования | 9 273 | 2021-07-06 | 45,0 | 71,0 | 2022-07-06 | 58% | Покупать |
| SPLK | SPLUNK INC | Услуги в сфере информационных технологий | 24 038 | 2021-06-22 | 148,8 | 185,5 | 2022-06-17 | 25% | Покупать |
| DIS | THE WALT DISNEY COMPANY | Развлечения | 323 922 | 2021-06-08 | 178,3 | 215,5 | 2022-06-03 | 21% | Покупать |
| ALNY | ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC | Фармацевтическая продукция | 23 039 | 2021-04-29 | 193,9 | 187,0 | 2022-04-24 | -4% | Держать |
| FANG | DIAMONDBACK ENERGY INC | Добыча нефти, газа и потребляемого топлива | 17 287 | 2021-08-03 | 95,5 | 102,8 | 2022-05-06 | 8% | Покупать |
| ENPH | ENPHASE ENERGY INC | Производство полупроводников | 20 874 | 2021-06-08 | 155,1 | 173,7 | 2022-03-24 | 12% | Покупать |
| STZ | CONSTELLATION BRANDS INC | Оборудование и товары для отдыха | 40 154 | 2021-04-08 | 211,7 | 290,0 | 2022-04-03 | 37% | Покупать |
| PTON | PELOTON INTERACTIVE INC | Оборудование и товары для отдыха | 27 667 | 2021-06-08 | 92,1 | 134,0 | 2022-03-24 | 46% | Покупать |
| NLOK | NORTONLIFELOCK INC | Производство программного обеспечения | 15 003 | 2021-07-23 | 25,8 | 30,6 | 2022-03-10 | 19% | Покупать |
| TTWO | TAKE-TWO INTERACTIVE SOFT. | Развлечения | 17 320 | 2021-03-01 | 148,7 | 226,0 | 2022-02-24 | 52% | Покупать |
| PFE | PFIZER INC | Производство фармацевтической продукции | 244 283 | 2021-05-04 | 43,6 | 44,0 | 2022-04-29 | 1% | Держать |
| FL | FOOT LOCKER INC | Специализированная розничная торговля | 5 123 | 2021-01-25 | 49,4 | 60,0 | 2022-01-20 | 22% | Покупать |
| CHGG | CHEGG INC | Интернет-сервисы | 10 431 | 2021-05-05 | 72,1 | 112,9 | 2022-04-30 | 57% | Покупать |
| LDOS | LEIDOS HOLDINGS INC | Профессиональные услуги | 13 677 | 2021-07-05 | 96,6 | 113,7 | 2022-04-21 | 18% | Покупать |
| IBM | INTERNATIONAL BUSINESS MACH. | Услуги в сфере информационных технологий | 124 194 | 2021-07-19 | 138,6 | 152,2 | 2022-03-24 | 10% | Покупать |
| DISH | DISH NETWORK CORPORATION | Средства массовой информации | 23 618 | 2021-04-30 | 44,7 | 50,0 | 2022-04-25 | 12% | Покупать |
| LHX | L3HARRIS TECHNOLOGIES INC | Аэрокосмическая и оборонная промышленность | 44 847 | 2021-04-30 | 223,2 | 245,0 | 2022-04-25 | 10% | Покупать |
| CSCO | CISCO SYS INC | Производство оборудования для связи | 237 121 | 2021-06-08 | 56,2 | 55,2 | 2022-03-06 | -2% | Держать |
| AKAM | AKAMAI TECHNOLOGIES INC | Услуги в сфере информационных технологий | 17 752 | 2021-09-02 | 109,0 | 116,7 | 2022-03-24 | 7% | Покупать |
| CHH | CHOICE HOTELS INTL INC | Гостиницы, рестораны и места отдыха | 7 166 | 2021-05-10 | 128,8 | 125,0 | 2022-05-05 | -3% | Держать |
| SNAP | SNAP INC | Интернет-сервисы | 126 615 | 2021-04-23 | 80,1 | 75,0 | 2022-04-18 | -6% | Продавать |
| BABA | ALIBABA GROUP HLDG LTD | Интернет- и прямая розничная торговля | 407 125 | 2021-02-02 | 150,2 | 290,0 | 2022-01-28 | 93% | Покупать |
| AZN | ASTRAZENECA PLC | Производство фармацевтической продукции | 181 930 | 2021-04-30 | 58,7 | 62,0 | 2022-04-25 | 6% | Покупать |
| SLB | SCHLUMBERGER LTD | Нефтесервисные услуги | 42 219 | 2021-07-23 | 30,2 | 33,0 | 2022-04-18 | 9% | Покупать |
| PANW | PALO ALTO NETWORKS INC | Производство программного обеспечения | 47 343 | 2021-09-14 | 486,0 | 508,9 | 2022-03-24 | 5% | Держать |
| PPC | PILGRIMS PRIDE CORP | Производство продуктов питания | 7 030 | 2021-03-29 | 28,9 | 24,0 | 2022-03-24 | -17% | Продавать |
| FTCH | FARFETCH LTD | Интернет- и прямая розничная торговля | 14 521 | 2021-05-05 | 40,9 | 48,0 | 2022-04-30 | 17% | Покупать |
| ASML | ASML HOLDING N V | Производство полупроводников | 342 766 | 2021-04-26 | 835,3 | 490,0 | 2022-08-11 | -41% | Продавать |
| QCOM | QUALCOMM INC | Производство полупроводников | 150 565 | 2021-04-28 | 133,5 | 172,5 | 2022-04-23 | 29% | Покупать |
| CRM | SALESFORCE COM INC | Производство программного обеспечения | 273 807 | 2021-02-26 | 279,7 | 243,2 | 2022-02-21 | -13% | Продавать |
| VZ | VERIZON COMMUNICATIONS INC | Услуги связи | 225 512 | 2021-04-21 | 54,5 | 62,0 | 2022-04-16 | 14% | Покупать |
| DOCU | DOCUSIGN INC | Производство программного обеспечения | 51 898 | 2021-09-03 | 263,8 | 331,7 | 2022-03-24 | 26% | Покупать |
| PWR | QUANTA SVCS INC | Строительство и монтаж инженерного оборудования | 16 285 | 2021-04-26 | 117,0 | 60,0 | 2022-04-21 | -49% | Продавать |
| FB | FACEBOOK INC | Цифровые средства информации | 996 898 | 2021-01-28 | 353,6 | 360,0 | 2022-01-23 | 2% | Держать |

**Инвестиционный
обзор №233**
30 сентября 2021
www.ffin.ru



10



Инвестиционная идея

Merck. Инвестиция широкого спектра действия

Акции MRK интересны для долгосрочных покупок с целью около \$90 благодаря высокому потенциалу роста и статусу защитного инструмента

| | |
|--------------------------------|---------|
| Тикер | MRK |
| Цена акций на момент анализа | \$73,61 |
| Текущая цена акций | \$73,61 |
| Целевая цена акций | \$89,55 |
| Текущий потенциал роста | 21,66% |
| Текущая дивидендная доходность | 3,5% |

Merck – крупный производитель рецептурных медикаментозных препаратов и продукции ветеринарного назначения. Основная специализация компании – лекарства для терапии онкологических заболеваний. Кроме того, фармгигант производит вакцины, средства для лечения неврологических, иммунных, вирусных, сердечно-сосудистых заболеваний и диабета, а также развивается в сегменте лайф-сайнс и разрабатывает высокотехнологичные материалы для медицинского применения.

На продажах противораковых препаратов компания зарабатывает 33,8% совокупной выручки (по данным 2020 год). Этот сегмент демонстрирует самый активный рост в портфеле компании, в частности, за счет продаж блокбастера Keytruda, претендующего на звание самого доходного в мире рецептурного препарата. Выручка от реализации этого продукта за 2020 год увеличилась на 30% г/г. Ее рост в поквартальном сопоставлении не прекращался даже в период карантинных ограничений, а текущие финансовые результаты Merck указывают на возможность активного продолжения этого тренда.

Merck продолжает получать дополнительные права на применение Keytruda для расширения потенциального рынка сбыта этого пре-

парата. 4 декабря FDA вынесет решение по дополнительной заявке на лечение с помощью этого средства пациентов с меланомой в стадии IIB или IIC, а 10 декабря – для проведения адъювантной терапии среди постоперационных больных с почечно-клеточной карциномой. Продолжаются и новые клинические испытания Keytruda. Учитывая высокие показатели эффективности и безопасности, которые демонстрирует данный продукт, можно рассчитывать на успешные результаты испытаний и долгосрочный рост выручки от реализации Keytruda. Согласно консенсус-прогнозу, выручка от его продаж к 2025 году увеличится на 74% к текущему уровню и достигнет \$25 млрд, что соответствует CAGR 11,7%.

Интересные перспективы и у Gardasil – ведущего продукта Merck в сегменте вакцин, который обеспечил компании 8,2% совокупной выручки за 2020 год. Препарат находится в активной фазе коммерциализации, которая идет успешно, с ускорением роста дохода. Ожидается, что в течение следующих пяти лет выручка от реализации Gardasil продемонстрирует CAGR 10,5%.

Несмотря на крупную долю сегмента противоопухолевых препаратов в выручке Merck, ее продуктовый портфель хорошо диверси-

Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



11



| Акция против Индексов | День | Неделя | Месяц | Квартал | Год |
|------------------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| MRK-US | 2,4% | 2,7% | (5,3%) | (3,6%) | (7,2%) |
| S&P 500 | 0,2% | 0,5% | (0,7%) | 4,4% | 37,2% |
| Russell 2000 | (0,2%) | 0,5% | 0,8% | (3,7%) | 54,8% |
| DJ Industrial Average | 0,3% | 0,6% | (1,6%) | 1,8% | 29,8% |
| NASDAQ Composite Index | (0,2%) | 0,0% | 0,2% | 4,7% | 41,0% |



Инвестиционная идея

фицирован как с точки зрения клинической направленности, так и географически. В США компания генерирует 44% выручки, в Европе и АТР – по 20%, остальные 16% приходятся на Ближний Восток и ряд других регионов.

Merck демонстрирует стабильный рост non-GAAP EPS и позитивную динамику валовой рентабельности. После спин-офф Organon материнская компания сможет сконцентрироваться на развитии основных сегментов деятельности, чтобы оптимизировать некоторые бизнес-процессы и повысить их эффективность. Полученный от Organon спецдивиденд в размере \$9 млрд компания может вложить в развитие бизнеса, а также в разработку и дистрибуцию существующих и новых продуктов, что позитивно отразится на финансовых результатах Merck.

Ключевые мультипликаторы свидетельствуют о недооцененности акций MRK. P/E NTM и P/S ниже средних исторических и среднеотраслевых значений. Одним из аргументов в пользу долгосрочной привлекательности Merck для инвестиций служит дивидендная доходность: она превышает показатель отраслевого бенчмарка и составляет 3,5%. Также акция интересна для покупки на долгосрочную перспективу благодаря продолжению устойчивого роста выручки и EPS ее эмитента. Компания будет укреплять свое положение в онкологическом сегменте и стремиться к повышению эффективности. Финансовая стабильность и устойчивое развитие вкупе с высокой дивидендной доходностью сигнализируют о том, что данный инструмент относится к категории акций «стоимости». Наша долгосрочная целевая цена по MRK – \$89,55.

Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



| Финансовые показатели, \$ млн | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Выручка | 42 446 | 46 586 | 48 013 | 46 893 | 50 863 | 53 102 | 55 299 | 58 561 | 61 431 |
| Основные расходы | 13 065 | 13 861 | 12 592 | 12 298 | 12 831 | 12 865 | 12 844 | 13 016 | 13 039 |
| Валовая прибыль | 29 381 | 32 725 | 35 421 | 34 595 | 38 032 | 40 237 | 42 455 | 45 545 | 48 391 |
| SG&A | 19 608 | 19 392 | 22 862 | 19 226 | 20 345 | 21 241 | 22 120 | 23 425 | 24 572 |
| EBITDA | 14 292 | 16 985 | 16 185 | 19 471 | 21 908 | 23 358 | 24 841 | 26 773 | 28 630 |
| Амортизация | 4 519 | 3 652 | 3 626 | 4 102 | 4 221 | 4 362 | 4 506 | 4 652 | 4 811 |
| EBIT | 9 773 | 13 333 | 12 559 | 15 369 | 17 687 | 18 996 | 20 336 | 22 121 | 23 819 |
| Процентные выплаты (доходы) | 429 | 619 | 772 | 780 | 687 | 624 | 563 | 465 | 376 |
| EBT | 8 701 | 11 464 | 8 791 | 13 758 | 16 228 | 17 646 | 19 081 | 21 030 | 22 878 |
| Налоги | 2 508 | 1 687 | 1 709 | 2 889 | 3 408 | 3 706 | 4 007 | 4 416 | 4 804 |
| Чистая прибыль | 6 220 | 9 843 | 7 067 | 10 854 | 12 805 | 13 925 | 15 059 | 16 599 | 18 058 |
| Dilluted EPS | \$2,32 | \$3,82 | \$2,78 | \$4,39 | \$5,32 | \$5,92 | \$6,58 | \$7,46 | \$8,34 |
| DPS | \$1,93 | \$2,21 | \$2,45 | \$2,63 | \$2,87 | \$3,14 | \$3,42 | \$3,80 | \$4,17 |



| Анализ коэффициентов | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | Маржинальность, в % | 2018A | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE | 27% | 39% | 38% | 35% | 32% | 30% | 28% | Валовая маржа | 69% | 70% | 74% | 74% | 75% | 76% | 77% | 78% | 79% |
| ROA | 8% | 12% | 13% | 14% | 14% | 14% | 15% | Маржа по EBITDA | 34% | 36% | 34% | 42% | 43% | 44% | 45% | 46% | 47% |
| ROCE | 20% | 23% | 25% | 25% | 25% | 25% | 25% | Маржа по чистой прибыли | 15% | 21% | 15% | 23% | 25% | 26% | 27% | 28% | 29% |
| Выручка/Активы (x) | 0,52x | 0,49x | 0,51x | 0,50x | 0,49x | 0,50x | 0,49x | | | | | | | | | | |
| Козф. покрытия процентов (x) | 15,11x | 18,49x | 22,91x | 26,15x | 29,41x | 35,34x | 42,13x | | | | | | | | | | |



Опционная идея

BULL PUT SPREAD ON PLAN

Инвестиционный тезис

Anaplan – облачная платформа для финансового и операционного планирования и моделирования бизнес-процессов. На рынке бизнес-планирования долгое время доминировала «большая четверка»: IBM, Oracle, SAP и Microsoft. Новый игрок появился здесь относительно недавно. Главный технический директор Майкл Гулд разработал технологию Anaplan как альтернативу системам Oracle Hyperion Planning, IBM Cognos TM1, SAP BPC. В основе этой технологии единый облачный вычислительный центр, в котором пользователи могут проводить разнообразные операции с бизнес-моделями без дополнительных ИТ. Anaplan добилась впечатляющих результатов во втором квартале, показав уверенный рост доходов от подписки и сильную динамику основных финансовых показателей во всех сегментах своей деятельности. Убыток Anaplan составил \$0,09 на акцию против \$0,04 за аналогичный период 2020-го, однако этот результат оказался намного лучше предусмотренного консенсусом аналитиков показателя \$0,14. Общая выручка Anaplan увеличилась на 35,5% г/г, достигнув \$144 млн при прогнозе \$134 млн. Основываясь на сильных результатах за второй квартал, Anaplan рассчитывает на выручку по итогам июля-сентября в диапазоне \$145,5-146,5 млн. Кроме того, компания повысила прогноз совокупной выручки на 2022 финансовый год до \$571,5-573,5 млн, притом что общерыночный консенсус закладывает ее в объеме \$558 млн. Мы полагаем, что Anaplan способна показать сильные результаты за третий квартал, а ее акций не опустятся ниже \$62,5 до 15 октября.

Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



Управление позицией

Если в день экспирации 15.10.21 цена базового актива будет выше страйк-цены проданного опциона пут, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$60. В случае если цена базового актива окажется в диапазоне \$60-62,5, убыток будет варьироваться, при этом необходимо купить эквивалентное количество лотов (100 акций) PLAN для закрытия позиции в момент экспирации. Если же цена базового актива опустится ниже цены проданного опциона пут, инвестор понесет максимальный убыток, равный \$190. В позицию необходимо заходить до 04.10.2021 включительно, иначе Theta конструкции заберет значительную часть премии и соотношение прибыли / убытка будет хуже.

Anaplan

| | |
|------------------------|---------------------|
| Тикер базового актива: | PLAN |
| Индустрия: | Облачные технологии |
| Стоимость стратегии: | \$(60,00)* |
| Ожидаемая доходность: | 24% |
| Точка безубыточности: | \$61,90 |
| Горизонт идеи: | До 15.10.21 |

Идея с повышенным инвестиционным риском

Параметры сделки

| | |
|--------------------------|---------------------------------|
| Продажа | Bull Put Spread on PLAN |
| Страйки | Long Put \$60; Short Put \$62,5 |
| Покупка | +PLAN*BAF60 |
| Продажа | +PLAN*BAF62,5 |
| Дата экспирации | 15 октября 2021 |
| Маргинальное обеспечение | \$250,00 |
| Максимальная прибыль | \$60,0 |
| Максимальный убыток | \$190,0 |

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

Инвестиционный обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



| Стратегия | Тикер базового актива | Рекомендация | Страйк и Инструмент | Дата экспирации | Текущая цена | Стоимость стратегии | Греческие параметры | | | | Ожидаемая волатильность | Реализованная волатильность | | | |
|-----------------|-----------------------|--------------|---------------------|-----------------|--------------|---------------------|---------------------|-------|-------|--------|-------------------------|-----------------------------|--------|--------|--------|
| | | | | | | | Дельта | Гамма | Вега | Тета | | 1М | 3М | 6М | 12М |
| Bull Put Spread | PLAN | Покупать | PUT@\$60 | 15.10.2021 | 0,750 | \$(60,00) | -0,191 | 0,041 | 0,049 | -0,040 | 41,33% | 42,21% | 32,10% | 39,51% | 45,86% |
| | | Продавать | PUT@\$62,5 | 15.10.2021 | 1,350 | | -0,309 | 0,055 | 0,059 | -0,049 | 39,11% | | | | |

Новости компаний, акции которых еще не обращаются на биржах

Ascend Money



Финтех-компания из Таиланда Ascend Money объявила о привлечении \$150 млн в инвестраунде серии C, по итогам которого оценка стартапа достигла \$1,5 млрд. Основным инвестором стал мажоритарный акционер Ascend Money – транснациональный конгломерат Charoen Pokphand Group. В финансировании также приняли участие Bow Wave Capital Management и Ant Group. Стартап намерен направить полученные средства на усовершенствование электронного кошелька TrueMoney Wallet и на расширение спектра цифровых финансовых услуг. В настоящее время компания занимается цифровым кредитованием и инвестициями, а также трансграничными денежными переводами в Юго-Восточной Азии. Стартап также намерен увеличить рыночную долю в Таиланде, Индонезии, Вьетнаме, Мьянме, Камбодже и на Филиппинах. По словам менеджмента, число пользователей TrueMoney Wallet в Таиланде выросло с 17 млн в начале 2021 года до 20 млн в настоящее время, а количество транзакций повысилось более чем на 75%.

Ninja Van



Сингапурский логистический стартап Ninja Van в рамках инвестраунда серии E привлек \$578 млн. В число инвесторов вошли компании, ранее уже финансировавшие проект: DPDgroup's GeoPost, B Capital Group, принадлежащий соучредителю Facebook Эдуардо Саверину, Monk's Hill Ventures, а также Zamrud – суверенный фонд благосостояния Брунея. К ним также присоединился новый инвестор – китайская Alibaba Group. Последний раунд оценивает Ninja Van более чем в \$1 млрд, при этом стартап намерен провести первичное размещение акций уже в следующем году. Ninja Van планирует направить привлеченные средства на развитие операционной инфраструктуры и технологических систем, включая решения для оптимизации цепочки поставок. Логистическая сеть компании охватывает Сингапур, Малайзию, Индонезию, Таиланд, Вьетнам и Филиппины. По заявлениям менеджмента, Ninja Van доставляет около 2 млн посылок в день, а ее клиентская база насчитывает более 1,5 млн активных отправителей и около 100 млн получателей.

Iron Ox



24 сентября сельскохозяйственный стартап из Кремниевой долины Iron Ox объявил о привлечении \$53 млн в инвестраунде серии C, который возглавила Breakthrough Energy Venture. Iron Ox называет свой подход «системой замкнутого цикла». По сути, это роботизированная теплица с запатентованной технологией сбора урожая. Компания утверждает, что уровень урожайности примерно равен аналогичным показателям традиционной фермы. При этом Iron Ox стремится разработать технологии, оказывающие меньшее воздействие на окружающую среду, а также в меньшей степени зависящие от сезонных изменений. По заявлениям менеджмента, роботизированная система, применяемая Iron Ox, использует примерно на 90% меньше воды, чем необходимо при традиционных способах ведения сельского хозяйства. Роботы также собирают данные о выращиваемых продуктах для повышения урожайности в будущем. Компания намерена направить привлеченные средства на масштабирование производства, расширение операций в США, инвестиции в R&D и увеличение штата.

Ocrolus



Нью-Йоркская компания Ocrolus, создавшая автоматизированную платформу для анализа финансовых документов, объявила о привлечении \$80 млн в инвестраунде серии C. Стартап намерен направить средства на разработку решений для автоматизации процесса андеррайтинга. Fin VC возглавила раунд, который оценивает Ocrolus более чем в \$500 млн и доводит общий объем средств, привлеченных с момента основания в 2014-м, до более чем \$100 млн. Thomvest Ventures, Mubadala Ventures, Oak HC/FT, FinTech Collective, QED Investors, Bullpen Capital, ValueStream Ventures, Laconia, RiverPark Ventures, Stage 2 Capital и Cross River Bank также приняли участие в последнем раунде. По словам CEO Сэма Бобли, с 1-го квартала 2018-го по 2-й квартал 2021-го Ocrolus увеличила доход с \$1 млн до \$20 млн. Стартап привлек ряд финтех-клиентов, включая Vrex, Enova, LendingClub, PayPal, Plaid и SoFi. Теперь компания готова предоставлять услуги финансовым учреждениям, работающим в более традиционном формате. Стартап планирует создавать новые продукты для банковской отрасли, а также расширять деятельность в США.

Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



IPO Gitlab

Кодим всем миром!

17 сентября заявку на IPO подала компания Gitlab. Потенциальный эмитент создает облачное ПО, позволяющее разработчикам обмениваться кодом и совместно работать над проектами. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, J.P. Morgan, BofA Securities, UBS Investment Bank, RBC Capital Markets, Truist Securities и Piper Sandler

Чем интересна компания?

1. О компании. Gitlab создает ПО, позволяющее программистам более оперативно обновлять продукты, снижать эксплуатационные расходы и сокращать сроки разработки. В последний раз компания была оценена в \$6 млрд. По состоянию на 31 января 2021-го клиентская база Gitlab насчитывала 15,31 тыс. пользователей в 144 странах. К 31 июля этот показатель увеличился до 15,356 тыс. ПО компании применяют разработчики NVIDIA, Siemens AG и Goldman Sachs. Стоит отметить, что Gitlab является одним из конкурентов GitHub, которая ранее была приобретена софтверным гигантом Microsoft.

2. Платформа компании. Gitlab создала комплексное решение DevOps, которое обеспечивает эффективное взаимодействие программистов в команде, чтобы сократить жизненный цикл разработки. Репозиторий обеспечивает возможность хранения программного кода и включает систему контроля версий для размещения различных цепочек разработки и веток, позволяя программистам оперативно проверять код и откатываться к стабильной версии софта в случае непредвиденных проблем. Платформу Gitlab можно разворачивать в разных программных средах и использовать для

выполнения следующих задач: управление проектом, совместное планирование и создание кода, проверка и тестирование разработки для оценки производительности, тестирование безопасности сервисов, настройка приложений и облачная защита.

3. Потенциальный рынок. По данным Gartner, общий адресный рынок ПО для глобальной инфраструктуры оценивается в \$328 млрд к концу 2021-го и может составить \$458 млрд к концу 2024-го.



Обзор перед IPO

| | |
|---------------------|---|
| Эмитент: | Gitlab |
| Тикер: | GTLB |
| Биржа: | NASDAQ |
| Диапазон на IPO: | \$- |
| Объем к размещению: | \$- |
| Андеррайтеры: | Goldman Sachs. J.P. Morgan BofA Securities. UBS Investment Bank. RBC Capital Markets. Truist Securities. Piper Sandler. |



Российский рынок

Котировки рвутся вверх

Индексу Мобиржи потребовалось меньше недели, чтобы обновить максимум после коррекции, отмечавшейся в середине сентября

Во второй половине сентября фондовый рынок продемонстрировал устойчивость. Коррекция, обусловленная динамикой на внешних площадках, была неглубокой и непродолжительной. Более того, индекс Московской биржи смог обновить абсолютный максимум. Однако национальная валюта, несмотря на рост нефтяных котировок и улучшение отдельных макроэкономических показателей, не демонстрирует заметного укрепления. Как следствие, стоимость черного золота в рублях приближается к рекорду – более 5600 за баррель.

На фоне высоких цен на газ в Европе акции Газпрома в рублевом эквиваленте достигли максимума с 2008 года. По всей видимости, ситуация с поставками не улучшится до весны и дефицит сырья сохранится. Пока нехватка газа в подземных хранилищах оценивается более чем в 22 млрд куб. м. Однако в настоящее время этот уровень не планируется сокращать, поскольку закупка газа по высоким ценам невыгодна. В то же время поставки и так почти на пределе, а спрос еще больше способствует удорожанию сырья.

Ожидаем

Лидерами роста могут стать акции нефтегазового сектора, а также ретейлеры и телекомы. Не исключено продолжение коррекции в бумагах металлургов (за исключением золотодобытчиков). На локальном рынке нет важных событий. Как следствие, движение котировок будет преимущественно определяться динамикой на зарубежных площадках. В фокусе внимания – внешнеполитические новости, пандемия COVID-19, а также события в Китае, связанные с цифровыми активами и долговыми обязательствами девелопера Evergrande. Если внешний фон будет благоприятным, то индекс Московской биржи может подняться в диапазон 4100–4200 пунктов. Не исключено, что цены на нефть поднимутся выше \$80 за баррель. Однако валютная пара USD/RUB при этом, вероятнее всего, не опустится ниже 70. В случае повторной коррекции поддержкой, на наш взгляд, станет отметка 3900 пунктов по индексу Московской биржи.

Наша стратегия

Рекомендуем спекулятивно покупать бумаги X5 Group, Ростелекома, Аэрофлота, а также удерживать лонги в акциях Ozon, М.видео, Mail.ru. Для открытия коротких позиций подойдут бумаги Сбербанка, Алросы, Мосбиржи.

Цены на нефть также продолжают расти. Стоимость Brent достигла максимума с 2018 года. Однако далеко не все компании сектора отыграли эту позитивную динамику. В частности, акции Татнефти и Башнефти торгуются существенно ниже своих годовых максимумов и консенсус-прогнозов ведущих инвестдомов. Отчасти это связано с относительно высокой долей низкомаржинального сегмента переработки в портфелях компаний.

Охлаждение наблюдается также в бумагах металлургического сектора. Поводом послужило увеличение налогов на продукцию отрасли. Впрочем, правительство согласилось отложить повышение ставки налога на прибыль и пока не привязывать объем выплат к размеру капзатрат и дивидендов. При этом ставки НДС будут повышены менее значительно, чем изначально предполагалось, что приведет к сокращению EBITDA компаний за год примерно на 7–15%. Тем не менее инвесторы демонстрируют ослабление интереса к бумагам черной металлургии, которые неплохо выросли с начала года, и ищут идеи в других секторах.

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



Ключевые индикаторы по рынку

| Акция | Значение на 13.09.2021 | Значение на 27.09.2021 | Изменение, % |
|---------|------------------------|------------------------|--------------|
| MOEX | 4 041 | 4 081 | 0,99% |
| PTC | 1 751 | 1 774 | 1,31% |
| Золото | 1 751 | 1 752 | 0,06% |
| BRENT | 73,67 | 78,77 | 6,92% |
| EUR/RUB | 85,90 | 84,78 | -1,30% |
| USD/RUB | 72,72 | 72,45 | -0,37% |
| EUR/USD | 1,1812 | 1,1701 | -0,94% |

Индекс Мосбиржи дневной



Российский рынок быстро преодолел коррекцию и продолжил восхождение. Индекс Московской биржи вернулся на исторический максимум. Пара USD/RUB торговалась в диапазоне 72,0–73,5.

Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



16



Российский рынок

Новости рынков и компаний



ГК **Эталон** представила результаты по МСФО за первое полугодие 2021-го. Выручка составила 39,9 млрд руб., на 29% превысив прошлогодний показатель. EBITDA достигла 11,5 млрд руб. (+125%) при чистой прибыли 1,3 млрд руб. Чистый долг компании за полгода сократился с 19,6 млрд до 600 млн руб., долговая нагрузка составляет 0,03х PPA EBITDA.



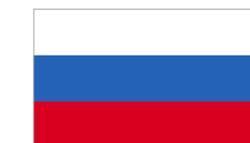
Объем пассажирских перевозок **Группы Аэрофлот** в августе составил 5,5 млн. Это рекордный показатель за все время пандемии, но он все еще на 10% ниже докризисного уровня. 80% перевозок пришлось на внутренние линии: объем этого сегмента уже на 30% превышает уровень 2019-го. Лоукостеры Победа и Россия увеличили пассажиропоток на 28% и 25% г/г соответственно.



X5 Group объявила о расширении сети жестких дискаунтеров «Чижик», запущенной год назад. К концу 2021-го количество магазинов достигнет 70. За три года X5 может открыть 3 тыс. торговых точек. Если планы реализуются, этот формат станет вторым по числу и площади магазинов. Капитальные затраты на открытие одной точки составляют 7-9 млн руб.



Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



17



Российский рынок

| Акция | Значение на 13.09.2021 | Значение на 27.09.2021 | Изменение, % |
|--|------------------------|------------------------|--------------|
| Металлургический и горнодобывающий сектор | | | |
| Северсталь | 1651,2 | 1567,8 | -5,05% |
| НЛМК | 235,12 | 222,98 | -5,16% |
| ММК | 78 | 72,28 | -7,33% |
| ГМК Норникель | 24458 | 22756 | -6,96% |
| Распадская | 402,54 | 395 | -1,87% |
| Алроса | 150,2 | 140,09 | -6,73% |
| Полюс | 12980 | 12060,5 | -7,08% |
| Мечел, ао | 162,6 | 149,82 | -7,86% |
| Мечел, ап | 260 | 248,75 | -4,33% |
| ОК РУСАЛ | 72,805 | 71,89 | -1,26% |
| Polymetal | 1387 | 1272,5 | -8,26% |
| Финансовый сектор | | | |
| Сбербанк, ао | 326,85 | 331,89 | 1,54% |
| Сбербанк, ап | 309,06 | 313,5 | 1,44% |
| ВТБ | 0,05229 | 0,051945 | -0,66% |
| АФК Система | 29,54 | 28,541 | -3,38% |
| Мосбиржа | 183,78 | 177,26 | -3,55% |
| Сафмар | 441,8 | 435 | -1,54% |
| TCS, гдр | 6781,6 | 6415 | -5,41% |
| Нефтегазовый сектор | | | |
| Газпром | 331 | 351,05 | 6,06% |
| Новатэк | 1984,6 | 1850,2 | -6,77% |
| Роснефть | 557,75 | 626,4 | 12,31% |
| Сургут, ао | 33,355 | 33,555 | 0,60% |
| Сургут, ап | 38,205 | 38,795 | 1,54% |
| ЛУКОЙЛ | 6409,5 | 6954 | 8,50% |
| Башнефть, ао | 1454 | 1443 | -0,76% |
| Башнефть, ап | 1074 | 1091 | 1,58% |
| Газпром нефть | 436,4 | 473,25 | 8,44% |
| Татнефть, ао | 490 | 528,4 | 7,84% |
| Татнефть, ап | 453,4 | 486,5 | 7,30% |

Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

| Акция | Значение на 13.09.2021 | Значение на 27.09.2021 | Изменение, % |
|-------------------------------------|------------------------|------------------------|--------------|
| Электроэнергетический сектор | | | |
| Интер РАО | 4,7345 | 4,557 | -3,75% |
| РусГидро | 0,8192 | 0,8103 | -1,09% |
| ОГК-2 | 0,69 | 0,6786 | -1,65% |
| Юнипро | 2,823 | 2,725 | -3,47% |
| ТГК-1 | 0,0115 | 0,010978 | -4,54% |
| Энел | 0,8578 | 0,8556 | -0,26% |
| Мосэнерго | 2,441 | 2,4515 | 0,43% |
| ФСК ЕЭС | 0,19652 | 0,18878 | -3,94% |
| Россети, ао | 1,3926 | 1,3085 | -6,04% |
| Потребительский сектор | | | |
| Магнит | 5443 | 5973,5 | 9,75% |
| X 5 | 2349,5 | 2356,5 | 0,30% |
| Лента | 222,2 | 219,9 | -1,04% |
| Детский Мир | 135,42 | 129,84 | -4,12% |
| М.видео | 615 | 592 | -3,74% |
| OZON, адр | 3705 | 3706,5 | 0,04% |
| Fix Price | 618,2 | 647,2 | 4,69% |
| Телекоммуникационный сектор | | | |
| МТС | 332,5 | 331,7 | -0,24% |
| Ростелеком, ао | 93,22 | 92,09 | -1,21% |
| Ростелеком, ап | 84,9 | 84,4 | -0,59% |
| Транспортный сектор | | | |
| Аэрофлот | 67,18 | 70,8 | 5,39% |
| НМТП | 8,465 | 7,94 | -6,20% |
| ДВМП | 22,35 | 29 | 29,75% |
| GLTR, гдр | 569,6 | 558,5 | -1,95% |
| Совкомфлот | 86,25 | 84,29 | -2,27% |

Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

В аутсайдерах оказались акции эмитентов из металлургического сектора из-за повышения отраслевых налогов. Также хуже рынка выглядели электроэнергетические компании на фоне отсутствия корпоративных новостей. Разнонаправленная динамика наблюдалась в бумагах потребительского сектора. Лидерами роста на фоне повышения нефтяных котировок стали акции нефтегазовых компаний.

Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



Сургутнефтегаз: стабильный бизнес – высокий дивиденд

Целевая цена на конец первого полугодия 2022-го для обыкновенной акции Сургута – 57,59 руб., для привилегированной – 61,01 руб.

Сургутнефтегаз

| | |
|--------------------|------------|
| Тикер | SNGS |
| Текущая цена акций | 35,18 руб. |
| Целевая цена акций | 57,59 руб. |
| Потенциал роста | 63,71% |
| Стоп-аут | 32,32 руб. |

Операционные показатели

В первом полугодии 2021-го Сургутнефтегаз сократил добычу нефти на 7% г/г, до 26,7 млн тонн, а добычу газа – на 2,3%, до 4,6 млрд куб. м. Однако в последние месяцы компания восстанавливает объемы производства в связи с пересмотром параметров соглашения ОПЕК+. С января по август 2021 года производство нефти и газового конденсата у Сургута достигло 36,12 млн тонн. Для сравнения: добыча нефти за полный 2020 год составила 54,8 млн тонн, снизившись на 9,9% г/г, а в 2015–2019 годах находилась в диапазоне 60,5–61,8 млн тонн.

Ввиду смягчения условий сделки ОПЕК+ ожидаем возвращения объемов производства к средним показателям по итогам 2022-го. По нашему мнению, в ближайшие годы ОПЕК продолжит контролировать мировое предложение и цены на углеводородное сырье, избегая устойчивого дисбаланса в сторону дефицита или профицита более 2%.

За 2020 год Сургутнефтегаз увеличил инвестиции в добычу на 5%, до 216,8 млрд и нарастил запасы нефти по категории АВ1С1 на 59,4 млн тонн. Компания не уточнила новый объем запасов.

Долгосрочная стратегия Сургута направлена «на укрепление позиций в российском нефтегазовом секторе в качестве надежной компании с устойчивым финансовым положением и перспективами развития производства». Компания не анонсирует планов значимого наращивания запасов и добычи. Хотя с точки зрения ликвидных активов такая возможность существует. Для этого Сургут может увеличить присутствие на рынке M&A и активизировать участие в аукционах на право пользования недрами.

Финансовые показатели и наши прогнозы

Чистая прибыль Сургутнефтегаза по МСФО за первое полугодие 2021 года составила 155,2 млрд руб. Из-за увеличения объема ликвидных валютных средств компании до 3,9 трлн руб. убыток от валютной переоценки составил 81,5 млрд руб. против прибыли в 414,9 млрд руб. за аналогичный период годом ранее. Произошло существенное увеличение расходов, связанных с налоговыми выплатами, прежде всего НДС.

С учетом стабилизации курса рубля и повышения цен на нефть ожидаем выручку, EBITDA и чистую прибыль компании по итогам 2021 года в объеме 1 600 млрд, 408,2 млрд и 359,3 млрд руб. соответственно.

Дивиденд в базовом прогнозе закладываем в размере 3,3 и 0,7 руб. на привилегированную и обыкновенную акцию, что предполагает доходность 9% и 2% к текущим ценам.

Наши оценки

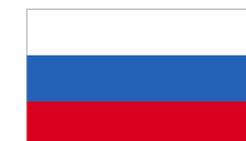
В финансовую модель расчета справедливой стоимости акций Сургутнефтегаза мы закладываем прогноз роста цен на нефть в 2022-2026 годах на уровне 17% г/г против 19% г/г в 1999-2012 годах.

В модели DCF соотношение между свободным денежным потоком и выручкой мы установили на отметке 15% при среднем за 2013-2020 годы значении 16%. В условиях улучшения ценовой конъюнктуры в ближайшие годы считаем возможным рост этого соотношения. Полагаем, что традиционное для периодов восстановления спроса повышение CAPEX не окажет давления на динамику данного коэффициента. Одним из ключевых драйверов роста для обыкновенных акций Сургута в последние годы выступают ожидания повышения доходности его ликвидных активов за счет сделок M&A и инвестиций на рынке ценных бумаг. Эти ожидания усиливались в прошлом году при падении цен на сырьевом рынке, схожая тенденция намечается и сейчас.

Высокая потенциальная доходность вложений в бумаги Сургутнефтегаза обусловлена рисками, связанными с сильной зависимостью финансовых показателей компании от ситуации на валютном рынке.

Недостаточная прозрачность данных о структуре акционеров Сургута и его операционных показателях вынуждает нас дисконтировать оценку справедливой стоимости обоих типов акций компании на 30%.

Компания остается существенно недооцененной по отношению к аналогам с точки зрения анализа финансовых мультипликаторов, обладает стабильной и привлекательной для инвесторов дивидендной историей. Ее акции хорошо подходят в качестве инструмента хеджирования долгосрочных рисков ускорения инфляции.



Инвестиционная идея



Текущие оценки не учитывают прогнозы потенциального роста доходов от «кубышки» в результате изменения финансовой политики компании, в том числе в рамках выкупа активов с открытого рынка.

Котировки компании отстали по темпам восстановления от широкого сегмента бумаг ТЭК.

Целевая цена на конец первого полугодия 2022-го для обыкновенной акции Сургуты – 57,59 руб., для привилегированной – 61,01 руб.

Инвестиционный обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru

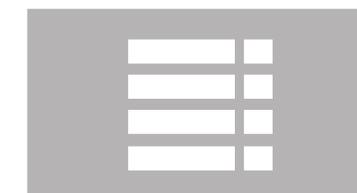
| Финансовые показатели | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 2021 | 2022 |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Выручка, млн руб. | 1 570 876,00 | 1 075 222,00 | 1 600 000,00 | 1 701 000,00 |
| ЕБИТДА, млн руб. | 487 807,00 | 262 129,00 | 408 179,41 | 433 945,74 |
| Чистый доход, млн руб. | 123 549,20 | 701 739,63 | 359 260,07 | 381 938,36 |
| Доход на акцию | 2,84 | 16,16 | 8,27 | 8,79 |
| Операционная маржинальность | 31% | 24% | 26% | 26% |
| Чистая маржа | 8% | 65% | 22% | 22% |



| | 2Q2021 | 2022 |
|--|--------|------|
| Долг к активам | 0,1 | 0,0 |
| Долг к акционерному капиталу | 0,1 | 0,0 |
| Долгосрочный долг к внеоборотным активам | 0,1 | 0,1 |
| Текущая ликвидность | 4,8 | 5,2 |
| Быстрая ликвидность | 7,28 | 9,10 |
| Коэффициент Альтмана | 2,8 | 3,0 |

| | Current | Market's Median |
|--------------------------|---------|-----------------|
| EV/Revenue | neg | 1,15 |
| EV/EBITDA | neg | 4,47 |
| P/E | 3,23 | 7,90 |
| P/Revenue | 0,92 | 0,86 |
| P/CF | 2,58 | 3,12 |
| P/FCF | 3,86 | 10,03 |
| MCap to Daily Production | 2380,0 | 1590,2 |
| MCap to Total Reserves | 330,0 | 129,9 |

| Акция против индексов | День | Неделя | Месяц | Квартал | Год |
|-----------------------|--------|--------|--------|---------|--------|
| SNGS:RX | 3,84% | 7,63% | 5,24% | -2,34% | -0,13% |
| IMOEX | -0,85% | 1,09% | 4,82% | 7,49% | 40,02% |
| RTS | -1,20% | 0,93% | 5,97% | 7,53% | 52,60% |
| Russell 2000 | 0,62% | 1,99% | -1,35% | -3,42% | 48,18% |
| S&P 500 | 0,60% | -0,04% | -2,80% | 1,42% | 30,50% |
| NASDAQ Composite | -2,83% | -1,35% | -3,76% | 0,13% | 31,23% |



Рынок Украины

«Быки» взяли передышку

Рынок балансирует в боковике, однако сильные финансовые результаты банковского сектора делают акции Райффайзен Банка привлекательными для вложений

Ведущий индекс украинского фондового рынка за прошедшие две недели практически не изменился. Большинство бумаг из состава UX продемонстрировали снижение, однако акции Укрнафты прибавили 5,92%, удержав бенчмарк от просадки. Котировки Ferrexpo на Лондонской бирже рухнули на 10,85%, что во многом объясняется арестом активов главного акционера компании. Как следствие, мы рекомендуем рассмотреть возможность закрытия длинной позиции по бумаге.

В фокусе внимания инвесторов рекордно высокие финансовые результаты банковского сектора. По данным НБУ, на конец августа текущего года чистая прибыль наиболее успешных кредитных организаций составила 45,59 млрд грн, на 40% превысив аналогичный показатель прошлого года (32,64 млрд грн). Согласно статистике регулятора, доходы банков за восемь месяцев 2021-го составили 172,68 млрд грн. Расходы за тот же период достигли 127 млрд грн по сравнению с 136,351 млрд грн за аналогичный период прошлого года.

Следует отметить, что в 2020-м результаты банковского сектора были гораздо менее впечатляющими. Так, прибыль

украинских финансовых организаций составила 41,3 млрд грн, что было почти на 30% меньше результатов 2019 года (58,36 млрд грн). Наиболее слабые финансовые показатели были зафиксированы в четвертом квартале 2020 года из-за роста провизий.

Напомним, что единственной кредитной организацией, ценные бумаги которой торгуются на бирже, в Украине является Райффайзен Банк. Этот эмитент исправно платит дивиденды. Следовательно, украинские инвесторы могут получить прямую выгоду от роста доходов банковской системы, если вложатся в эти бумаги. Однако следует помнить, что эмитент не гарантирует минимальной суммы дивидендов на акцию.

Пара UAH/USD две последние недели провела в узком коридоре 26,65–26,55. Верхняя граница этого диапазона является психологически значимой отметкой, которую национальная валюта вряд ли сможет преодолеть в ближайшее время ввиду сезонных факторов. Мы полагаем, что до конца года гривна продемонстрирует умеренную девальвацию по отношению к доллару – до 27,5–28,0.

Денис Белый,
главный казначей
ИК «Фридом Финанс»
Украина



Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru

Динамика наиболее интересных акций

| Инструмент | Значение на 14.09.2021 | Значение на 28.09.2021 | Изменение, % |
|------------------------------|------------------------|------------------------|--------------|
| Индекс украинских акций (UX) | 1 816,69 | 1 816,78 | 0,00 |
| Райффайзен Банк, (BAVL) | 0,44 | 0,43 | -2,27 |
| Укрнафта, (UNAF) | 250,00 | 264,80 | 5,92 |
| Центрэнерго, (CEEN) | 9,35 | 9,24 | -1,18 |
| Ferrexpo (FXPO), GBp | 346,40 | 308,80 | -10,85 |
| Донбассэнерго, (DOEN) | 14,50 | 13,00 | -10,34 |
| Турбоатом, (TATM) | 6,70 | 5,90 | -11,94 |
| МНР S.E., (MNPС) | 197,00 | 197,00 | 0,00 |
| USD/UAH | 26,69 | 26,66 | -0,11 |

Ожидания

Прогнозируем рост акций Мироновского хлебопродукта до \$8,5 до конца текущего года.



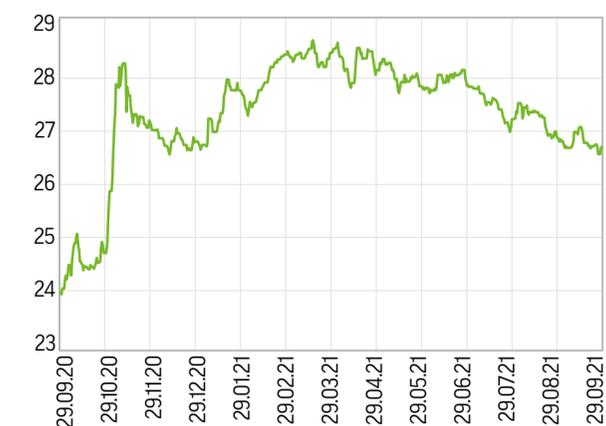
- **Госдолг Украины снизился.** По итогам августа общий и гарантированный долг сократились до \$81,9 млрд и \$10,62 млрд, что соответствует снижению на 0,5%.
- **Верховная Рада приняла закон об олигархах.** Он направлен на ограничение влияния состоятельных бизнесменов на экономику и СМИ страны.
- **Миссия МВФ начала работу в Украине.** Эксперты международной организации проведут проверку в преддверии выдачи очередного транша финансовой помощи в размере \$700 млн, запланированной на октябрь 2021-го.



Динамика индекса UX, 1 год



Динамика USD/UAH, 1 год



Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



Наступление откладывается

Несмотря на поддержку нефтяных котировок, KASE после обновления максимумов не сумел продолжить восхождение

16 сентября казахстанские игроки полностью выкупили летнюю просадку акций, позволив индексу широкого рынка поставить очередной исторический рекорд – 3470,44 пункта.

Однако к середине месяца начал снижаться интерес инвесторов к бумагам Казатомпрома, который ранее выступал в качестве главного локомотива рынка и за месяц прибавил 32,2%. Возросшая доля этих акций в индексе KASE (более 20%), а также нейтральная динамика прочих компонентов привели к тому, что движение бенчмарка в целом совпадало с динамикой котировок уранового гиганта, который в сентябре начал терять в цене на фоне удешевления своей продукции. В результате первой волны коррекции индекс опустился чуть ниже июньских максимумов, вблизи которых KASE консолидировался в боковике пять торговых сессий подряд. Вторая волна консолидации была обусловлена снижением внешних рынков и ростом доходности 10-летних трежерис. При этом котировки нефти достигли трехлетних максимумов, превысив \$80 за баррель Brent.

Ожидания и стратегия

Полагаем, что в ближайшие две недели волатильность на казахстанском рынке может снизиться, если ситуация на внешних площадках не будет ухудшаться, а в локальном фондовом сегменте не произойдет важных корпоративных событий. Более значительного повышения активности «быков» следует ожидать к концу октября. В ноябре возможны укрепление тенге и, как следствие, рост бумаг, номинированных в национальной валюте.

В информационном поле заметнее других была компания Kcell на фоне слухов о том, что эмитент намерен вскоре продать долю в капитале группе Jusan. На техническом графике сформировался паттерн «треугольник», что отражало настроения рынка, ожидавшего новостей. Несмотря на завершение ралли, акции Казатомпрома по-прежнему привлекательны для вложений. Ранее мы уже прогнозировали локальную коррекцию этих бумаг, поскольку котировкам необходимо было сбросить индикаторы перекупленности. Наибольший рост продемонстрировали акции Bank of America. Некоторое время назад мы рекомендовали их к локальной покупке с потенциалом роста в 9%. На NYSE котировки эмитента достигли таргета \$44, еще до того как рынок ушел в коррекцию. Стабильностью вновь отличились акции KEGOC, продемонстрировавшие нейтральную динамику. В ходе дня эмитента руководство компании сообщило, что рекомендует выплатить в виде дивидендов за первое полугодие 80% чистой прибыли, что соответствует 84,72 тенге на акцию.

Динамика акций и ГДР

| Акция | значение на 14.09.2021 | значение на 28.09.2021 | изменение, % |
|-------------------------|------------------------|------------------------|--------------|
| Индекс KASE | 3 370,60 | 3 333,91 | -1,1% |
| Bank of America (KASE) | 17 507,70 | 18 020,00 | 2,9% |
| Банк ЦентрКредит (KASE) | 295,01 | 301,50 | 2,2% |
| KEGOC (KASE) | 1 853,35 | 1 861,00 | 0,4% |
| Kcell (KASE) | 1 246,05 | 1 240,00 | -0,5% |
| Казтрансойл (KASE) | 1 080,14 | 1 068,00 | -1,1% |
| Казатомпром (KASE) | 16 000,00 | 15 800,00 | -1,3% |
| Халык Банк (KASE) | 185,10 | 182,50 | -1,4% |
| Халык Банк (ADR) | 17,20 | 16,90 | -1,7% |
| Kaspi (KASE) | 49 500,00 | 48 570,00 | -1,9% |
| Казактелеком (KASE) | 34 504,00 | 33 701,10 | -2,3% |

Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



- **S&P Global Ratings повысило рейтинги Халык Банка до ВВ+/В.** Аналитики агентства отметили устойчивость кредитной организации к неблагоприятным операционным условиям, сильные результаты операционной деятельности и значительный прогресс в сокращении объема проблемных кредитов. Стабильный прогноз по рейтингу отражает ожидания того, что банк сохранит свои рыночные позиции и продолжит демонстрировать высокую способность генерировать прибыль в течение 12–18 месяцев.
- **За восемь месяцев 2021 года ВВП Казахстана вырос на 3%.** Наблюдается позитивная динамика в реальном секторе (+3,5%) и сфере услуг (+2,3%), а также значительное увеличение объема инвестиций в недобывающих секторах (+18,0%) и сохранение положительного торгового баланса.
- **S&P Global Ratings отмечает уменьшение доли проблемных кредитов (NPL) в банковском секторе Казахстана.** По оценкам экспертов, этот показатель снизился с 20–25% до 10–15%, и ожидается, что он сохранится на этом уровне.



Динамика USD/KZT, 1 год



Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



Динамика индекса KASE, 1 год



В предвкушении осеннего ралли

Сильные результаты за второй квартал и сезонные факторы, способствующие росту котировок к ноябрю, повышают инвестиционную привлекательность бумаг Казтрансойла

Причины для покупки:

- **Ожидания в отношении дивидендов и отчетности.** Мы полагаем, что во втором полугодии EPS Казтрансойла составит около 62 тенге, что соответствует дивидендам за полный 2021-й в размере 150 тенге. Рост прибыли в третьем квартале, вероятнее всего, будет обусловлен увеличением доли Казтрансойла в совместно управляемых компаниях. Кроме того, по условиям пересмотренного соглашения ОПЕК+ Казахстан сможет ежемесячно наращивать добычу на 16 тыс. барр./сутки, что тоже будет способствовать улучшению финансовых показателей эмитента. Мы не исключаем, что жесткие условия на рынке нефти и рост цен на сырье приведут к пересмотру участниками сделки ОПЕК+ добычных квот в сторону повышения. В частности, Barclays ожидает, что запасы ОЭСР к концу года будут на самом низком уровне покрытия спроса за последние десятилетия из-за постоянного дефицита предложения. Банк присоединился к Goldman Sachs, повысив прогноз нефтяных котировок на 2022 год.
- **Сезонность динамики акций.** Движение котировок Казтрансойла достаточно сильно коррелирует с дивидендными выплатами. Как следствие, акции эмитента растут с ноября по апрель, а в июне демонстрируют резкое снижение, которое переходит в стадию медленного спада. Затем бумаги некоторое время торгуются в боковике, из которого выходят на фоне всплеска интереса инвесторов к ним во время сезона отчетности за третий квартал. В прошлом году акции начали расти после публикации финансовых результатов в ноябре и прибавили 59% по сравнению с июньским уровнем.

- **Финансовые показатели за второй квартал.** Выручка компании выросла на 0,3% кв/кв, достигнув 58,5 млрд тенге. При этом в годовом исчислении продажи снизились на фоне сокращения консолидированного грузооборота нефти на 6,1% г/г (+0,5% кв/кв), что было обусловлено выполнением условий соглашения ОПЕК+. Перекачка нефти на внутренний рынок увеличилась на 22% г/г за счет усиления спроса на нефтепродукты и наращивания объемов транспортировки в Китай. По сравнению с первым кварталом показатели прибыльности сохранились примерно на том же уровне. В результате чистая прибыль компании за квартал составила 45 тенге на акцию.



АО «Казтрансойл»

| | |
|------------------|----------|
| Тикер на KASE: | KZTO |
| Текущая цена: | 1 068 тг |
| Целевая цена: | 1 320 тг |
| Потенциал роста: | 24% |

Динамика акций на NYSE



Рынок Узбекистана

Новые горизонты

Узбекистанский фондовый рынок успешно выходит из коррекции, сохраняя дальнейший позитивный потенциал

В период с 13 по 17 сентября фондовый рынок Узбекистана восстанавливался после коррекции. Индекс EqRe Blue балансировал у отметки 2000 пунктов, завершив пятидневку ростом на 0,17%. Для развития более выраженного восходящего тренда котировкам было бы достаточно даже небольшого позитивного импульса, однако за рассматриваемый период рынок его не получил.

Акции Тошкентвино (A028090) за неделю выросли в цене на 51,46%. Котировки Узметкомбината (UZMK), которые в течение нескольких последних недель колеблются на уровне 85 тыс. сумов, с 13 по 17 сентября подорожали на 6,25%. Акции Кизилкумцемента (QZSM), несмотря на неопределенность в отношении дивиденда за 2020 год, сумели показать небольшой рост. Умеренно позитивную динамику продемонстрировал Узпромстройбанк (SQBN), хотя новостной фон вокруг эмитента был неоднозначным. Акции Узбекской республиканской товарно-сырьевой биржи (URTS) и КМЗ (KUMZ) повысились на 2,58% и 4,26% соответственно.

Рынок продолжил игнорировать хорошие новости. В этой связи акции Кварца (KVTS) за неделю упали на 9,2%.

Средаэнергопроект (SAEP) продолжает дешеветь, отыгрывая решение о делистинге. Бумаги Узвторцветмета (UVCM) скорректировались на 2,94% после небольшого роста. Акции Хамкорбанка (НМКВ) и Куvasайцемента (KSCM) опустились на 1,29% и 2,17% соответственно.

С 20 по 24 сентября узбекистанские фондовые площадки выросли на 4,01%, подойдя к верхней границе коридора, в котором торгуются с начала лета. Индекс ликвидных акций EqRe Blue завершил пятидневку на уровне 2090,25 пункта благодаря занимающим крупные доли в нем УзРТСБ (URTS) и Узметкомбинату (UZMK): их котировки выросли более чем на 10%. Акции УзРТСБ достигли отметки 22 тыс. сумов, хотя несколько скорректировались к концу недели. Котировки Узметкомбината сумели закрепиться на локальных максимумах. Большинство бумаг оставалось в боковике. Акции Кварца (KVTS) торговались выше 4,5 тыс. сумов, но к концу рассматриваемого периода откатились с этих уровней. Неделя оказалась удачной для Тошкентвино комбината (A028090): его котировки выросли более чем на 30%, однако мы по-прежнему советуем продавать эти акции в связи с их фундаментальной переоцененностью.

Текущие рекомендации по акциям

- Акции Тошкентвино комбината (A028090) мы рекомендуем продавать по цене выше 50 тыс. сумов за акцию в связи с достижением таргета.
- Акции УзРТСБ (URTS), Кизилкумцемента (QZSM), КМЗ (KUMZ) и Узвторцветмета (A016460) стоит держать до пересмотра целевой цены нашими аналитиками.
- Акции Кварца (KVTS), УзПСБ (SQBN), Узметкомбината (UZMK), Куvasайцемента (KSCM), Хамкорбанка (НМКВ) и Средаэнергопроекта (SAEP) советуем покупать по текущим ценам с целью достижения котировками сбалансированных ценовых уровней.

Бехрузбек Очиллов,
инвестиционный аналитик
ИК «Фридом Финанс»
Узбекистан



Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru

Статистика по ликвидным бумагам

| Акция | Значение на 10.09.2021 | Значение на 24.09.2021 | изменение, % |
|---------|------------------------|------------------------|--------------|
| KVTS | 4350 | 3850 | -11,49% |
| QZSM | 6200 | 6200 | 0,00% |
| SQBN | 15,2 | 16 | 5,26% |
| URTS | 17050 | 20000 | 17,30% |
| UZMK | 80001 | 95000 | 18,75% |
| KSCM | 690000 | 640000 | -7,25% |
| НМКВ | 37,99 | 38,50 | 1,34% |
| UVCM | 17000 | 16500 | -2,94% |
| SAEP | 14506 | 13500 | -6,94% |
| KUMZ | 940 | 950 | 1,06% |
| A028090 | 35000 | 69999,99 | 100,00% |



26



Макроэкономические

- Узбекский сум ослаб по отношению к доллару США на 3,84% г/г, спред между депозитами в USD и UZS составляет 16-17%. Наш прогноз предполагает дальнейшее снижение котировок узбекистанской валюты к доллару до 6,72% г/г.
- Средняя ставка по размещениям гособлигаций остается в диапазоне 13,98-14,00%. ЦБ РУз сохранил ключевую ставку на уровне 14%.
- Главный аналитик Совкомбанка назвал активы Узбекистана идеально подходящими для долгосрочных инвестиций.
- Президент Узбекистана Шавкат Мирзиёев призвал рассмотреть возможность разморозки государственных активов Афганистана, находящихся в зарубежных банках.

Корпоративные события

- 14 сентября подписано соглашение на получение Узпромстройбанком конвертируемого долга на сумму \$75 млн от МФК.
- На 8 октября назначено внеочередное общее собрание акционеров. Узметкомбината.
- Агентство SNS Ratings присвоило Узметкомбинату кредитный рейтинг uzAA (эквивалент BB-, на уровне суверенного). Рейтинг обыкновенных и привилегированных акций компании – uzAA+ (эквивалент BB, на уровень выше суверенного)
- Внеочередное общее собрание акционеров Кизилкумцемента приняло решение не распределять чистую прибыль эмитента за 2020 год до получения соответствующей рекомендации от рабочей группы, сформированной в правительстве.

Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



Рынок Германии

В зоне турбулентности

Высокая волатильность второй половины сентября привела к слому трендовой поддержки индекса DAX

Неделю с 13 по 17 сентября индекс DAX завершил снижением на 0,77%, до 15 490 пунктов. Наиболее заметными стали потери в среду и пятницу. В среду бенчмарк потерял около 0,7% на фоне публикации данных по инфляции в Великобритании за август, зафиксировавших ускорение показателя до рекордных за девять лет 3,2% с 2% в июле. Этот рост оказался самым резким с 1997 года. В пятницу DAX просел на 1%, следуя за динамикой на других крупных фондовых площадках мира. Коррекция была вызвана новостями об угрозе дефолта для ведущего китайского застройщика Evergrande. Негативную реакцию участников торгов вызвали и данные по розничным продажам в Великобритании, которые в августе упали на 0,9%, хотя прогнозировался их рост на 0,5%. Что касается динамики отдельных акций немецкого рынка, отметим Continental. Котировки компании 16 сентября обвалились на 6% после выхода на биржу ее бывшей «дочки» Vitesco.

За период с 20 по 24 сентября ведущий индекс фондового рынка Германии вырос на 0,27%, достигнув 15 532 пункта в условиях повышенной волатильности. Так, в понедельник DAX упал на 2,3% на фоне ситуации вокруг китайского девелопера Evergrande, а за следующие три

сессии сумел прибавить более 3,3%. Активный рост в течение этих дней позволил индексу остаться на положительной территории по итогам недели, хотя в пятницу он скорректировался на 0,7% на новостях с заседания ФРС. Американский регулятор сохранил ставку без изменений и анонсировал начало сворачивания программы количественного смягчения после ноябрьской встречи FOMC. Позитивную динамику поддерживали оптимистичные ожидания в отношении выборов в Бундестаг. По предварительным данным, на них победила Социал-демократическая партия, а объединенные ХДС / ХСС заняли второе место с небольшим отставанием от лидера. Что касается котировок отдельных компаний, торгуемых на рынке Германии, отметим падение 22 сентября акций Bechtle на 7% в отсутствие значимых новостей вокруг эмитента.



Динамика акций и индекса DAX

| Акция | значение на 10.09.2021 | значение на 24.09.2021 | изменение, % |
|----------------|------------------------|------------------------|--------------|
| DAX Index | 15 609,81 | 15 531,75 | -0,5% |
| LHA GR Equity | 5,74 | 6,21 | 8,2% |
| DAI GR Equity | 68,77 | 74,19 | 7,9% |
| OSR GR Equity | 53,15 | 56,15 | 5,6% |
| MTX GR Equity | 188,65 | 198,05 | 5,0% |
| SHL GR Equity | 57,12 | 59,58 | 4,3% |
| UN01 GR Equity | 35,39 | 36,61 | 3,4% |
| BMW GR Equity | 78,74 | 81,32 | 3,3% |
| BOSS GR Equity | 51,34 | 52,86 | 3,0% |
| VNA GR Equity | 52,50 | 53,78 | 2,4% |
| SIE GR Equity | 145,30 | 148,14 | 2,0% |
| BAYN GR Equity | 45,76 | 46,59 | 1,8% |
| DWNI GR Equity | 52,40 | 52,94 | 1,0% |
| DB1 GR Equity | 142,65 | 144,05 | 1,0% |



Ожидания и стратегия

Резкое падение индекса DAX 20 сентября сломало трендовую поддержку от декабря 2020 года. Новая поддержка образовалась на горизонтальном уровне в районе 15000 пунктов. Ее пробой может привести к дальнейшему снижению в сторону 14100. Для возобновления роста индексу необходимо пробить локальный даунтренд, поднявшись выше 15800 пунктов.

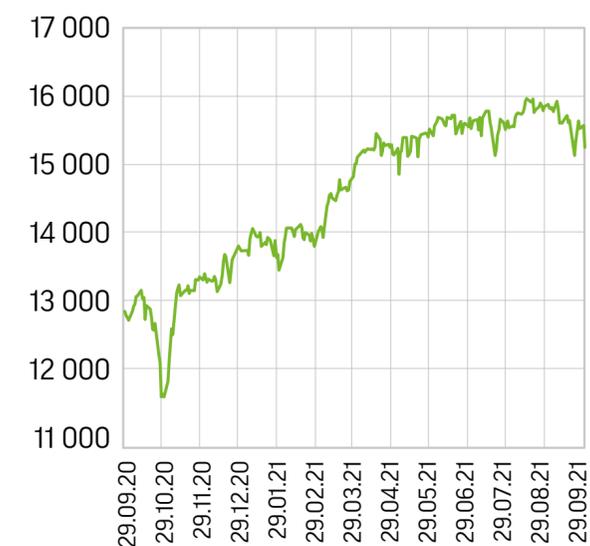
Рынок Германии

Важные новости

- **Индекс деловой активности (PMI) от IHS Markit заметно просел.** В еврозоне этот бенчмарк за сентябрь опустился с августовских 59 пунктов до 56,1, а в Германии его значение достигло минимума за семь месяцев. Индекс упал с 60 пунктов до 55,3, причем отрицательная динамика зафиксирована и в производстве, и в секторе услуг.
- **Настроения бизнеса в Германии от IFO institute в сентябре ухудшились.** Соответствующий индекс опустился с 99,6 пункта за август до 98,8, оказавшись на 0,1 пункта ниже консенсуса аналитиков, опрошенных Reuters.
- **16 сентября состоялся спин-офф Vitesco от Continental.** Акции Vitesco начали торги на отметке 59,8 евро. По итогам котировки выросли до 66,86 евро, а к 23 сентября прибавили еще 7%. Тем не менее последовавшая затем общерыночная коррекция оказала давление и на акции компании.



Динамика индекса DAX



Динамика EUR/USD



Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



MTU Aero Engines AG

Летная погода

Реализации потенциала роста в акциях MTU Aero Engines будут способствовать восстановление объемов авиаперевозок и выход на плановые показатели продаж

Причины для покупки:

1. Восстановление объема гражданских авиаперевозок. Международное воздушное сообщение в последнее время активизировалось за счет увеличения объема перелетов в США и Китае. В обозримом будущем ожидается восстановление полетов в Европе. Руководство MTU Aero Engines полагает, что нормализация ситуации с авиаперевозками позволит компании реализовать планы продаж комплектующих для самолетов на 2021 год. Ранее на этом фоне Barclays повысил целевую цену по акции MTU Aero Engines с 218 до 241 евро, отмечая, что рынок авиадеталей находится на «точке перегиба» и ожидает восстановления. Кроме того, аналитики указали на то, что выручка компании от продаж комплектующих вернулась в растущий тренд.

2. Последние рекомендации инвестдомов. Аналитики из Vertical Research, Bernstein и Societe Generale подтвердили таргеты по акции MTU Aero Engines на уровне 258, 227 и 225 евро соответственно. Эксперты последнего из упомянутых инвестбанков повысили рейтинг инструмента с «держать» до «покупать».

3. Техническая картина. Акции MTU Aero Engines демонстрируют отскок от поддержки на отметке 187 евро и движутся к сопротивлению на уровне 205 евро. В случае его пробоя возможен дальнейший рост к 220 евро.



Среднесрочная идея

MTU Aero Engines AG

| | |
|-------------------------|----------|
| Тикер на Xetra: | MTX |
| Текущая цена: | 199 евро |
| Целевая цена: | 240 евро |
| Потенциал роста: | 20% |
| Дивидендная доходность: | -% |

Динамика акций VOW3 на Xetra





Вышел новый номер журнала «Финансист»

В сентябре увидел свет третий в текущем году номер журнала «Финансист», на этот раз посвященный образованию как бизнесу и его инвестиционным перспективам. Образование уже давно поставило себе на службу последние достижения IT-сектора. Однако пандемия COVID-19 вывела сферу EdTech на новый уровень. Многие на собственном опыте успели убедиться в том, что сегодня для получения новых знаний достаточно смартфона с доступом в интернет. Всемирная сеть открывает двери ведущих мировых вузов и предоставляет возможность выбрать лучшие учебные курсы. Молодую быстрорастущую сферу EdTech представляют такие компании, как Coursera, BYJU'S, Yuanfudao и их аналоги.

Из нового номера «Финансиста» вы узнаете:

- Какие EdTech-компании востребованы сейчас, а какие станут популярны в будущем.
- Какие компании и университеты дают самые современные знания и сколько стоит их получение.
- Как инвестор может заработать на вложениях в образовательную индустрию.

Еще вы познакомитесь с сооснователем LinguaTrip и популярным блогером из Кремниевой долины Мариной Могилко @linguamarin, которая рассказала, как любовь к учебе помогла ей в реализации успешных бизнес-проектов и почему очень важно не забывать инвестировать в первую очередь в самих себя.

Заказать печатную версию журнала вы можете абсолютно бесплатно, написав нам в direct.

Читайте новый номер нашего журнала по ссылке в нашем профиле и в наших офисах!

ИК «Фридом Финанс» – организатор и андеррайтер седьмого выпуска биржевых облигаций ООО «ДиректЛизинг»

29 сентября 2021 года ООО «ДиректЛизинг» разместило на Московской бирже новый выпуск облигаций серии



001P-07 объемом 300 млн руб.

Организатором и андеррайтером выпуска (регистрационный номер: 4B02-07-00308-R-001P от 23.09.2021) выступает ООО ИК «Фридом Финанс». Ставка купона определена на все купонные периоды в размере 11,5% годовых. Продолжительность купонного периода составляет 91 день, количество купонных периодов – 20.

ООО «ДиректЛизинг» предоставляет лизинговые услуги для всех отраслей российской экономики с 2006 года. Компания специализируется на работе с индивидуальными предпринимателями, а также организациями малого и среднего бизнеса, обеспечивая условия финансирования для покупки и обновления материально-технической базы предприятий.

«ООО «ДиректЛизинг» характеризуется высоким качеством лизингового портфеля – по состоянию на первое полугодие 2021-го доля просроченных обязательств в нем составила менее 1%. У компании стабильная клиентская база и хорошие перспективы по заключению новых контрактов. Политику компании по привлечению капитала на долговом рынке можно расценивать как успешную: за последние несколько лет было размещено шесть выпусков биржевых облигаций, а полученные средства были направлены на приобретение объектов лизинга. Мы считаем, что интерес инвесторов к новому выпуску будет не менее значителен, чем к предыдущим», – подчеркнул Сергей Носов, заместитель генерального директора ИК «Фридом Финанс».

По состоянию на 1 июля 2021 года компания занимает 87-е место в рейтинге лизинговых компаний, согласно данным рейтингового агентства «Эксперт РА».

Инвестиционный
обзор №233
30 сентября 2021
www.ffin.ru



Москва

+7 (495) 783-91-73

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



Офисы

Архангельск

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

Астрахань

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

Барнаул

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

Белгород

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

Братск

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

Владивосток

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

Волгоград

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

Вологда

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

Воронеж

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

Екатеринбург

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

Ижевск

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

Иркутск

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

Казань

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

Калининград

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

Кемерово

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

Краснодар

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

Красноярск

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

Курск

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

Липецк

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

Набережные Челны

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

Нижний Новгород

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

Новокузнецк

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

Новосибирск

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

Омск

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

Оренбург

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

Пермь

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

Ростов-на-Дону

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

Самара

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

Санкт-Петербург

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

Саратов

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

Сочи

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

Ставрополь

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

Сургут

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

Тверь

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

Тольятти

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

Томск

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

Тюмень

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

Ульяновск

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

Уфа

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

Челябинск

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

Череповец

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

Якутск

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

Ярославль

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

