

# Инвестиционный обзор



**FREEDOM**  
finance



№222  
29 апреля 2021

Фондовый рынок США:

## Налоговые идеи Байдена настораживают «быков»

Повышение ставки подоходного налога и налога на прирост капитала до 39,6% для богатых американцев может привести к краткосрочной волне распродаж

Российский рынок: Инвесторы играют на повышение

Рынок Украины: Снова на подъеме

Рынок Казахстана: Охота за дивидендами началась

Рынок Узбекистана: Навстречу переменам

Рынок Германии: В ожидании попутного ветра

Инвестиции, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



# Содержание:

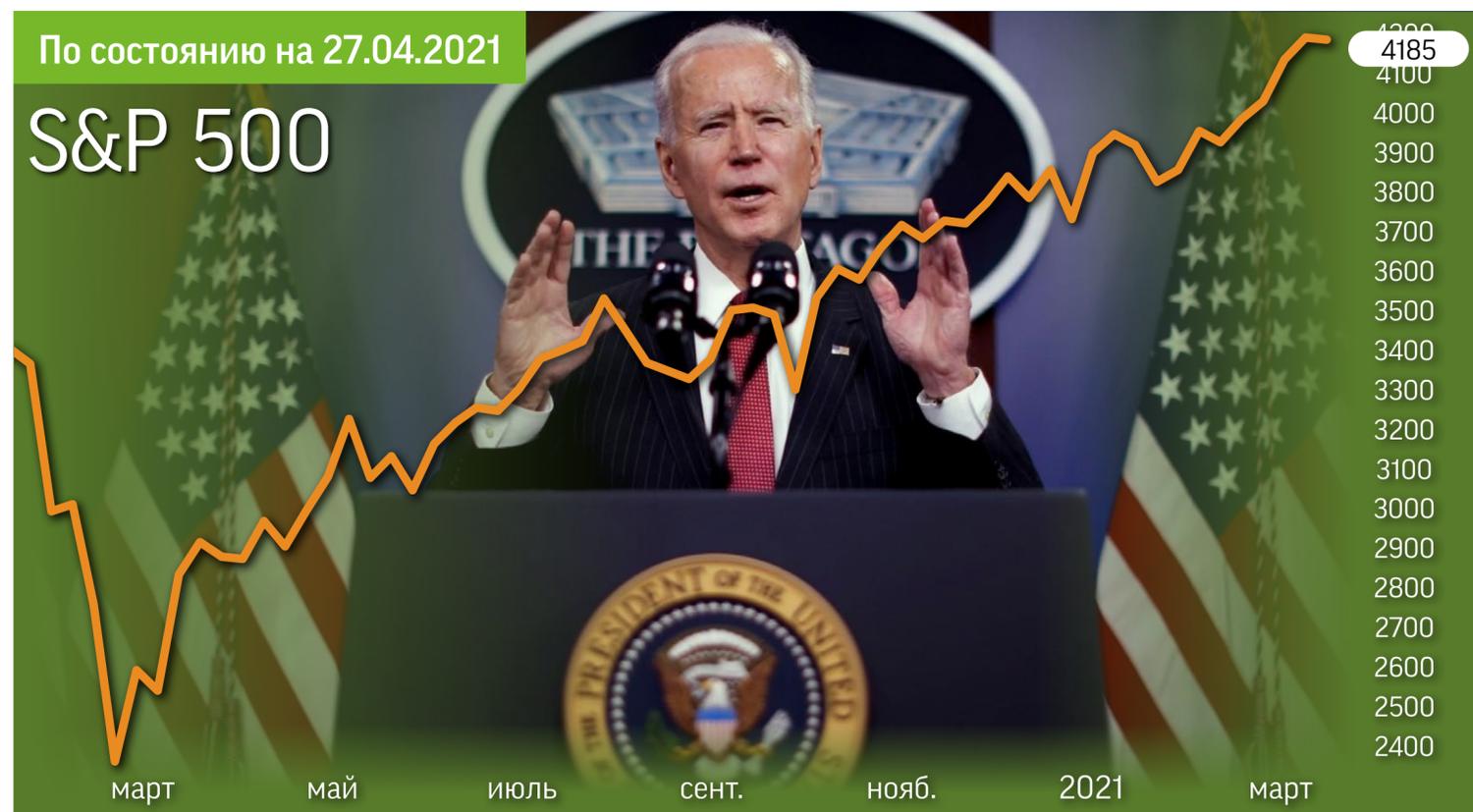
Рынок США. Налоговые идеи Байдена настораживают «быков» .....	3
Самое важное по фондовому рынку США на одной странице .....	4
Самое главное. Четыре столпа растущего рынка.....	5
Наиболее важные новости компаний.....	6-8
Текущие рекомендации по акциям .....	9
Инвестиционная идея. Enphase Energy: На зеленой волне.....	10-11
Активная стратегия. Обзор доверительного управления на 26 апреля.....	12
Дивидендная стратегия.....	13
Оptionная идея. Bear Put SPREAD ON UNG .....	14
Обзор венчурных инвестиций.....	15
Кто идет на IPO. IPO Vaccitech Plc. Перспективный биотех из Оксфорда.....	16
Российский рынок. Инвесторы играют на повышение .....	17-19
Инвестиционная идея. Газпром: Интернациональное достояние .....	20-21
Рынок Украины. Снова на подъеме .....	22-23
Рынок Казахстана. Охота за дивидендами началась .....	24-25
Среднесрочная идея. Сбербанк: Все выше, и выше, и выше... ..	26
Рынок Узбекистана. Навстречу переменам .....	27-28
Рынок Германии. В ожидании попутного ветра .....	29-30
Среднесрочная идея. Siemens AG: Большие надежды .....	31
Новости ИК «Фридом Финанс».....	32
Контакты .....	33



# Фондовый рынок США

## Налоговые идеи Байдена настораживают «быков»

Повышение ставки подоходного налога и налога на прирост капитала до 39,6% для богатых американцев может привести к краткосрочной волне распродаж



### Новости одной строкой:

**14.04.2021** Опубликована «Бежевая книга»

**14.04.2021** МЭА повысило прогноз мирового спроса на нефть в 2021 году

**22.04.2021** Байден предложил повысить ставку подоходного налога и налог на прирост капитала

**28.04.2021** Сезон отчетности проходит успешно

По состоянию на 27.04.2021

Тикер	Актив	Изменение за неделю	Изменение за месяц
SPY	S&P 500	1,30%	5,44%
QQQ	Индекс NASDAQ100	1,11%	7,64%
DIA	Dow Jones Industrial 30	0,51%	2,79%
UUP	Доллар	-0,37%	-2,08%
FXE	Евро	0,45%	2,41%
XLF	Финансовый сектор	3,35%	4,16%
XLE	Энергетический сектор	2,91%	-3,95%
XLI	Промышленный сектор	2,50%	3,84%
XLK	Технологический сектор	1,58%	7,85%
XLU	Сектор коммунальных услуг	-3,00%	3,50%
XLV	Сектор здравоохранения	0,47%	4,73%
SLV	Серебро	1,79%	4,99%
GLD	Золото	-0,04%	2,58%
UNG	Газ	4,78%	8,90%
USO	Нефть	0,87%	3,80%
VXX	Индекс страха	-6,23%	-16,93%
EWJ	Япония	0,31%	-3,01%
EWU	Великобритания	0,71%	3,39%
EWG	Германия	1,18%	5,84%
EWQ	Франция	2,28%	6,97%
EWI	Италия	1,77%	2,51%
GREK	Греция	5,49%	7,79%
EEM	Страны БРИКС	1,79%	2,63%
EWZ	Бразилия	1,20%	9,35%
RSX	Россия	3,94%	4,03%
INDA	Индия	3,95%	-3,36%
FXI	Китай	0,62%	0,84%



# Самое важное по фондовому рынку США на одной странице

## Индекс S&P 500 (13.04.2021 – 28.04.2021)



13.04.2021



CDC и FDA порекомендовали немедленную приостановку использования вакцины Johnson & Johnson (NYSE: JNJ)

20.04.2021



Apple (NASDAQ: AAPL) провела первую в этом году презентацию новинок

22.04.2021



Джо Байден предложил повысить ставку подоходного налога и налог на прирост капитала для богатых американцев

14.04.2021



Опубликована «Бежевая книга», зафиксировавшая умеренное повышение экономической активности с конца февраля по начало апреля

14.04.2021



МЭА повысило прогноз роста мирового спроса на нефть в 2021 году до 5,7 млн баррелей в сутки

28.04.2021



Сезон отчетности за первый квартал проходит успешно: выручка представивших свои результаты компаний выросла на 7,6%, прибыль – на 49,8%



# Самое главное

## Четыре столпа растущего рынка

**Котировки продолжают повышаться, вопреки мнению о том, что все позитивные новости уже были отыграны, доходы и темпы экономического роста вот-вот достигнут пика, а инфляция станет куда большей проблемой, чем считает ФРС.**

Однако пока рыночная конъюнктура благоприятна, и это определяется четырьмя причинами:

- Процентные ставки долгосрочных облигаций, несмотря на сильное движение вверх в этом году, все еще относительно низки. Кроме того, сейчас наступил период стабилизации доходностей, что обеспечит широкому рынку, особенно технологическому сектору, возможность для роста. При этом риски распродаж трейдерис США на фоне окончания действия изменений в коэффициенте дополнительного кредитного плеча (SLR) не реализовались: банки по-прежнему держат большое количество облигаций и вряд ли эта ситуация изменится в ближайшие полгода.
- Фондовый рынок все еще верит ФРС, которая постоянно напоминает о том, что в ближайшее время не будет снижать объемы закупок активов или повышать ключевую ставку. Вместе с тем представители ФРС уже отмечают улучшение макропоказателей, что в дальнейшем приведет к сокращению монетарных стимулов. Регулятор демонстрирует приверженность максимальной

Тимур Турлов,  
глава инвестиционного  
комитета ИК «Фридом Финанс»



прозрачности принимаемых решений и рассчитывает, что реакция рынка на ужесточение денежно-кредитной политики будет умеренной.

- Более 40% компаний из индекса S&P 500 опубликовали отчеты за первый квартал, и уже ясно, что эмитенты превышают самые смелые ожидания в отношении прибыли. Это привело к улучшению прогнозов и смягчило опасения относительно текущей рыночной оценки акций. Позитивную динамику продемонстрировал не только технологический сектор – традиционный лидер роста, но и другие отрасли экономики. Хуже прочих отчитывается индустриальный сектор, однако демократы планируют инвестировать в него миллиарды долларов ежегодно.
- За последний год на рынок вышло много инвесторов, которые на фоне высоких темпов роста цен не хотят покупать активы на рынке казначейских бумаг или хранить средства на депозитах. Зато этот капитал может быть инвестирован в рынок акций, который показывает прекрасные результаты во время инфляции. Если она не будет расти угрожающими темпами, стимулирующие монетарные меры будут применяться дольше, чем ожидается в настоящее время. А это также вызовет повышение котировок акций.

### Важные новости

14 апреля ФРС опубликовала «Бежевую книгу». Из макрообзора, включающего отчеты двенадцати Федеральных резервных банков США, следует, что экономическая активность с конца февраля по начало апреля выросла умеренными темпами. Потребительские расходы на товары и путешествия продолжились повышаться благодаря очередной порции фискальных стимулов и смягчению карантина. Зафиксировано увеличение объема продаж автомобилей, производство которых находится под давлением из-за дефицита чипов. Ситуация с занятостью также продолжает улучшаться. В «Бежевой книге» увеличение числа сотрудников характеризуется как умеренное или скромное, что коррелирует с сокращением числа первичных заявок на пособие по безработице. Данные по инфляции фиксируют незначительный рост цен со времени публикации предыдущего аналогичного отчета. Многие ФРБ сообщают об умеренном повышении цен, а некоторые фиксируют их быстрый рост. «Бежевая книга» зафиксировала увеличение производственных издержек, в частности в производстве, строительстве, розничной торговле и транспорте, что стимулировало удорожание металлов, пиломатериалов, продуктов питания и топлива.

14 апреля Международное энергетическое агентство (МЭА) повысило прогноз роста мирового спроса на нефть в 2021 году до 96,7 млн баррелей в сутки. По последним расчетам, в текущем году спрос повысится на 5,7 млн баррелей в сутки по сравнению с прошлым годом, мартовские ожидания предполагали рост на 5,5 млн, февральские – на 5,4 млн баррелей в сутки. Несмотря на восстановление спроса в текущем году, потребление останется заметно ниже 100 млн баррелей в сутки – пиковой отметки 2019 года. В свою очередь, обновленный консенсус ОПЕК+ предполагает дефицит предложения нефти в объеме 1,2 млн баррелей в сутки, что окажет поддержку ценам.

22 апреля Джозеф Байден анонсировал повышение налоговых ставок для физических лиц, зарабатывающих более \$1 млн в год. Ставка подоходного налога по предложению президента должна быть повышена с 37% до 39,6%, а налог на прирост капитала предполагается увеличить вдвое, до 39,6%. С учетом инвестиционного налога для лиц, зарабатывающих более \$200 тыс. в год, итоговый налог на прирост капитала для богатых достигнет 43,4%. Принятие решения об ужесточении налогообложения для обеспеченных граждан США способно вызвать краткосрочную волну распродаж на фондовых площадках. Инвесторы, вероятно, предпочтут выходить в кэш для фиксации прибыли по более низкой ставке.

По состоянию на 28 апреля отчеты за первый квартал 2021 года представили 178 компаний из индекса S&P 500. Их выручка увеличилась на 7,6%, а прибыль – на 49,8%, превзойдя консенсус на 3,3% и 23,9% соответственно. По темпам роста продаж лидирует обрабатывающий сектор (+19,4%), по темпам роста прибыли – финансовый (+201%). Мы рекомендуем обратить внимание на энергетические компании (ETF сектора: XLE), прибыль которых превысила ожидания рынка на 163%. При этом котировки сохраняют потенциал роста до уровней, достигнутых до пандемии.



### Ожидаем

- Движения индекса S&P 500 в пределах 4080–4187 пунктов

# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



11 апреля стало известно, что **Google (NASDAQ: GOOGL)** в течение многих лет использовал секретную программу под кодовым названием «Проект Bernanke» для анализа данных из прошлых заявок на своей бирже диджитал-рекламы. В результате собственная система покупки рекламы Google получала преимущество перед конкурентами.

Данные документов для антимонопольного расследования, инициированного в декабре 2020 года окружным судом Техаса, указывают на то, что проект Bernanke приносил корпорации дополнительные сотни миллионов долларов выручки в год. В иске генерального прокурора Техаса утверждается, что Project Bernanke обеспечил Google незаконное конкурентное преимущество. Оно стало результатом того, что Google одновременно выступает и как рекламная биржа, и как представитель продавцов и покупателей рекламы на этой площадке. Кроме того, сам Google может выступать в качестве покупателя рекламы.

Генеральный прокурор Техаса утверждает, что Google использовал эксклюзивный доступ к историческим данным о ставках на рекламных аукционах (на бирже), чтобы помогать покупателям рекламы, которые пользуются сервисом DV360 от Google, побеждать на этих аукционах. Шансы на успех повышались за счет изменения ставок покупателями рекламы. Представители Google утверждают, что применяемые им методы законны. В качестве доказательства приводятся выводы британского регулятора, который не обнаружил в действиях Google признаков недобросовестной конкуренции.

В то же время в материалах расследования содержится информация о том, что в 2013 году сам Google в одной из внутренних презентаций прогнозировал получение дополнительных \$230 млн за счет проекта Bernanke. Выручка корпорации в 2013 году составила \$47,575 млрд, то есть на долю секретного проекта могло приходиться лишь 0,5% от общей выручки и 1,7% от выручки сегмента Google Network Members' properties. Именно в этом сегменте, как мы полагаем, находили отражение дополнительные доходы. Если бы данная пропорция сохранилась до сих пор, то дополнительный доход корпорации от Project Bernanke по итогам 2020 года можно было бы оценить в \$392 млн. Однако в действительности неясно, какой вклад в выручку вносило использование Project Bernanke.

Акции Alphabet, материнской компании Google, на торгах 12 апреля упали на 1,15%. На наш взгляд, их снижение было обусловлено рыночными факторами, а не новостью о раскрытии существования проекта Bernanke. Спокойная реакция инвесторов на эту информацию связана с неопределенностью по поводу последствий антимонопольных разбирательств для корпорации. С начала года акции Alphabet подорожали на 32%. Мы позитивно оцениваем перспективы Google на горизонте года, целевая цена по его акции – \$2500.



13 апреля CDC и FDA порекомендовали немедленно приостановить применение вакцины **Johnson & Johnson (NYSE: JNJ)** в связи с выявлением среди привитых этим препаратом шести случаев тромбоза венозных синусов головного мозга. Этот побочный эффект зафиксирован у женщин в возрасте от 18 до 48 лет по прошествии от 6 до 13 дней после вакцинации. Эксперты высказывали опасения, что причиной возникновения редкой патологии стал ответ иммунной системы на препарат. До приостановки использования вакциной J&J были привиты 6,9 млн американцев, а объем поставок превысил 16 млн доз. Также были отложены поставки вакцины в ЕС.

Основным последствием выявленного побочного эффекта для прививочной кампании может стать усиление недоверия населения к вакцинам. Более 95% используемых в США вакцин – это препараты Pfizer (PFE)/BioNTech (BNTX) и Moderna (MRNA), с 13 по 25 апреля среднее число вакцинированных снизилось с 3,4 млн до 2,8 млн. Это значительно превышает выпадение поставок J&J и связано скорее со снижающейся популярностью вакцинации у населения после публикации новостей о побочных эффектах.

Приостановка вакцинации не оказала значительного эффекта на акции JNJ, поскольку компания занимается разработкой и распространением вакцины на некоммерческой основе и реализует препарат по себестоимости.



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



14 апреля **Dell (NYSE: DELL)** заявила о выделении VMware в отдельную компанию. Из пресс-релиза Dell следует, что компания проведет спин-офф VMware, в результате чего каждый акционер Dell в дополнение к каждой ее акции получит 0,44 акции VMware. Майкл Делл сохранит позицию главы совета директоров VMware, Зейн Поу останется на позиции ее CEO.

Соглашение Dell Technologies и VMware предусматривает выплату специальных дивидендов со стороны VMware. На эти цели будет направлено \$11,5-12 млрд. Dell владеет 80,6% капитала VMware. Таким образом, Dell получит выплаты в объеме \$9,3-9,7 млрд. CEO Dell заявляет, что эти средства будут направлены главным образом на сокращение задолженности, что способствует восстановлению кредитного рейтинга эмитента до инвестиционного. Среднесрочная цель Dell – левиридж на уровне 1,5.

Dell Technologies и VMware сохраняют партнерские отношения и продолжают сотрудничество по ряду продуктов, включая VxRail, VMware Cloud on Dell EMC, VeloCloud SD-WAN, решения в области кибербезопасности. Также Dell и VMware планируют совместное развитие граничных вычислений, телекоммуникационных продуктов, 5G. В долгосрочной перспективе менеджмент Dell рассчитывает, что ее выручка, операционная маржа и прибыль на акцию будут расти быстрее, чем ВВП.

Спин-офф создаст существенную дополнительную стоимость для акционеров Dell, капитализация которой на сегодня составляет \$70,7 млрд. Около \$52 млрд из этой суммы приходится на 80%-ю долю в VMware. В результате выделения VMware акционеры фактически получают 35% стоимости VMware, или около \$22,8 млрд. После отделения этой компании Dell перестанет консолидировать ее финансовые результаты, что окажет давление на выручку и маржу операций. Мы прогнозируем выручку в диапазоне \$85–87 млрд по итогам 2021 года без учета бизнеса VMware. Операционная маржа сократится до 2,5–3,5%. В среднесрочной перспективе рассчитываем на постепенное повышение операционной рентабельности.

В целом мы позитивно оцениваем выделение VMware. В результате обе компании смогут усилить свои рыночные позиции и сфокусироваться на развитии ключевых направлений бизнеса. На наш взгляд, акционеры Dell по завершении спин-офф VMware могут столкнуться с понижательным спекулятивным давлением на котировки компании. Обращаем внимание инвесторов, что в среднесрочной перспективе развитие индустрии облачных вычислений и приложений будет ограничивать спрос на инфраструктурные решения Dell. Прогнозируем дальнейшее сокращение рыночной доли компании в инфраструктурном сегменте, поскольку она практически не поставляет сервера для облачных провайдеров. Эта возможность ограни-

чена для компании ее околонулевой маржей. Мы повысили целевую цену по акции Dell, но потенциал ее роста выглядит ограниченным.

Рынок отреагировал на новость о готовящемся спин-офф позитивно: котировки Dell выросли на 11% за следующие после появления этой информации три торговые сессии.



# Наиболее важные новости компаний в поле зрения наших аналитиков



20 апреля **Apple (NASDAQ: AAPL)** провела первую в этом году презентацию своих новинок. Многие из них, в том числе iPhone 12 фиолетового цвета, iPad Pro и AirTag, были ожидаемы. Сюрпризом стало обновление линейки iMac, которое, на наш взгляд, оказалось наиболее интересным моментом презентации.

Расширяя цветовую гамму своей продукции, Apple старается повернуться лицом к молодому поколению, что мы оцениваем позитивно.

Впервые внутренняя система M1 на кристалле (SoC) Apple использовалась в MacBook Air, MacBook Pro и Mac Mini. За счет этих продуктов было обеспечено около 85% общего объема поставок Mac в 2019 календарном году. За 2020 год продажи этих устройств обеспечили большую часть выручки сегмента Mac, или \$28,6 млрд. Их доля в общем объеме реализации корпорации составила 10%.

Продажи iMac ниже, чем объемы реализации ноутбуков MacBook. Однако обновление линейки десктопов должно привести к росту объемов их продаж. Расширенные мультимедийные возможности, вычислительная мощность и другие преимущества повысят популярность этих компьютеров среди представителей творческих профессий, составляющих базу потребителей продукции Apple. iMac стал последним продуктом, который использует собственные чипы M1 от Apple, а не чипы Intel. Сочетание улучшенного оборудования и новой версии MacOS способно активизировать обновление устаревших устройств. По нашим оценкам, в 2021 году доля iMac в продажах сегмента Mac может вырасти с 15% до 20%.

Цена в диапазоне от \$1300 до \$1500 тоже должна сыграть свою роль.

Поставки нового iMac должны начаться с середины мая, но не исключены проблемы с соблюдением этих сроков в течение всего второго квартала ввиду дефицита чипов. Apple, скорее всего, сконцентрируется на удовлетворении спроса на свой флагманский продукт iPhone, поэтому в поставках iMac могут возникнуть перебои. В этом году должно быть продано около 23 млн устройств Mac. Вероятнее всего, позитивное влияние этих продаж на котировки Apple можно будет наблюдать в конце года, в период предпраздничных распродаж.



12 апреля **Microsoft (NASDAQ: MSFT)** объявила о поглощении Nuance Communications (NUAN). Покупка будет оплачена денежными средствами на общую сумму \$19,7 млрд, или \$56 за акцию, что на 23% выше уровня закрытия 9 апреля.

Одной из целей приобретения Nuance Communications стало стремление Microsoft усилить присутствие в сегменте здравоохранения. В 2020 году корпорация представила набор облачных решений Microsoft Cloud for Healthcare, который представляет собой как адаптацию привычных сервисов Microsoft с учетом отраслевой специфики (интерфейсы Azure API для FHIR в формате PaaS для упрощения обработки данных), так и ряд специализированных решений (Microsoft Health Bot для развертывания виртуальных помощников и чат-ботов; Microsoft Azure Text Analytics для извлечения полезной информации из неструктурированных медицинских данных; платформа для удаленного отслеживания показателей носимых устройств). Nuance, 62% выручки которой приходится на сегмент здравоохранения, способна расширить набор сервисов Microsoft для отрасли. Nuance Communications была партнером Apple при разработке голосового помощника Siri. На текущий момент эмитент имеет наиболее сильные позиции в сегменте здравоохранения. Доля программного продукта Nuance Dragon Medical на соответствующем рынке, по оценкам gsb.columbia.edu, составляет 60%. Программное обеспечение Nuance Dragon Medical, которое уже используют более 550 тыс. врачей, позволяет в режиме разговора перемещаться по EHR, искать информацию, размещать заказы. Согласно оценкам Chief Medical Information Officers, при использовании Dragon Medical заполнение документов происходит в среднем на 20% быстрее, чем без него. Популярность именно этой системы распознавания голоса среди медработников повышает устойчивость денежных поступлений Nuance.

Новое решение Dragon Ambient Experience представляет собой сочетание системы распознавания голоса и RPA, что позволяет ПО автоматически делать стенограмму разговора врача и вносить соответствующие данные в карту больного.

Напомним, что Microsoft отказалась от планов развития собственного универсального голосового помощника и на текущий момент Cortana используется лишь в качестве инструмента поддержки Microsoft 365.

Из-за высокой оценки Nuance мы нейтрально относимся к предстоящей сделке. Несмотря на высокие компетенции в отрасли голосовой обработки данных на основе ИИ, с 2011 года выручка Nuance увеличилась лишь на 6,6%, активная фаза роста компании завершилась в середине прошлого десятилетия. В то же время недавний всплеск интереса к решениям ИИ для индустрии здравоохранения может оказать поддержку доходам Nuance. Дополнительным драйвером их роста станут успехи Microsoft в развитии Microsoft Cloud for Healthcare. Несмотря на высокую цену покупки, для ее оплаты будут использованы как денежные средства, так и акции, что отражает высокую уверенность менеджмента в будущем росте.

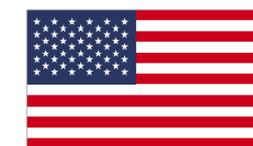


## Текущие рекомендации по акциям, находящимся в поле зрения аналитиков нашей компании и предложенным для покупки



Тикер	Название компании	Отрасль (GICS)	Капитализация, млн \$	Дата последнего анализа	Текущая цена, \$	Целевая цена, \$	Горизонт инвестирования	Текущий потенциал %	Рекомендация
ENPH	ENPHASE ENERGY INC	Производство полупроводников	23 411	2021-03-29	146,91	202,8	2022-03-24	17%	Покупать
STZ	CONSTELLATION BRANDS INC	Оборудование и товары для отдыха	45 708	2021-04-08	238,51	290,0	2022-04-03	22%	Покупать
PTON	PELTON INTERACTIVE INC	Оборудование и товары для отдыха	30 413	2021-03-29	103,27	158,0	2022-03-24	53%	Покупать
NLOK	NORTONLIFELOCK INC	Производство программного обеспечения	13 157	2021-03-15	22,61	26,4	2022-03-10	17%	Покупать
TTWO	TAKE-TWO INTERACTIVE SOFTWARE	Развлечения	20 321	2021-03-01	176,43	226,0	2022-02-24	28%	Покупать
PFE	PFIZER INC	Производство фармацевтической продукции	215 763	2021-02-08	38,68	44,0	2022-02-03	14%	Покупать
FL	FOOT LOCKER INC	Специализированная розничная торговля	5 897	2021-01-25	57,10	60,0	2022-01-20	5%	Покупать
CHGG	CHEGG INC	Интернет-сервисы	13 613	2021-01-11	95,97	112,9	2022-01-06	18%	Покупать
LDOS	LEIDOS HOLDINGS INC	Профессиональные услуги	14 180	2021-04-26	99,86	118,2	2022-04-21	18%	Покупать
IBM	INTERNATIONAL BUSINESS MACHS	Услуги в сфере информационных технологий	126 506	2021-03-29	141,57	135	2022-03-24	-5%	Держать
DISH	DISH NETWORK CORPORATION	Средства массовой информации	22 668	2020-11-16	43,08	44,5	2021-11-11	3%	Держать
LHX	L3HARRIS TECHNOLOGIES INC	Аэрокосмическая и оборонная промышленность	42 686	2021-01-29	207,65	245,0	2022-01-24	18%	Покупать
CSCO	CISCO SYS INC	Производство оборудования для связи	218 013	2021-03-11	51,64	53,5	2022-03-06	4%	Держать
AKAM	AKAMAI TECHNOLOGIES INC	Услуги в сфере информационных технологий	17 918	2021-03-29	109,75	120,0	2022-03-24	9%	Покупать
CHH	CHOICE HOTELS INTL INC	Гостиницы, рестораны и места отдыха	6 247	2021-02-17	112,49	127,0	2022-02-12	13%	Покупать
SNAP	SNAP INC	Интернет-сервисы	90 526	2021-04-23	60,02	75,0	2022-04-18	25%	Покупать
BABA	ALIBABA GROUP HLDG LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	630 754	2021-02-02	232,70	290,0	2022-01-28	25%	Покупать
AZN	ASTRAZENECA PLC	Производство фармацевтической продукции	137 496	2021-02-11	52,37	62,0	2022-02-06	18%	Покупать
SLB	SCHLUMBERGER LTD	Производство энергетического оборудования	36 872	2021-04-23	26,37	27,5	2022-04-18	4%	Держать
PANW	PALO ALTO NETWORKS INC	Производство программного обеспечения	35 150	2021-03-29	361,47	337,3	2022-03-24	-7%	Продавать
PPC	PILGRIMS PRIDE CORP	Производство продуктов питания	5 965	2021-03-29	24,48	24,0	2022-03-24	-2%	Держать
FTCH	FARFETCH LTD	Интернет- и прямая розничная торговля	17 930	2020-12-29	50,54	55,8	2021-12-24	10%	Покупать
ASML	ASML HOLDING N V	Производство полупроводников	279 248	2021-04-26	670,44	490,0	2020-08-11	-27%	Продавать
QCOM	QUALCOMM INC	Производство полупроводников	157 859	2021-02-04	138,96	171,0	2022-01-30	23%	Покупать
CRM	SALESFORCE COM INC	Производство программного обеспечения	216 859	2021-02-26	235,46	243,2	2022-02-21	3%	Держать
VZ	VERIZON COMMUNICATIONS INC	Услуги связи	235 732	2021-04-21	56,94	62,0	2022-04-16	9%	Покупать
DOCU	DOCUSIGN INC	Производство программного обеспечения	45 596	2021-03-29	234,36	150,1	2022-03-24	-36%	Продавать
PWR	QUANTA SVCS INC	Строительство и монтаж инженерного оборудования	13 628	2021-04-26	97,72	60,0	2022-04-21	-39%	Продавать
FB	FACEBOOK INC	Цифровые средства информации	861 549	2021-01-28	303,04	330,0	2022-01-23	9%	Покупать
ZEN	ZENDESK INC	Производство программного обеспечения	18 170	2021-02-04	121,70	151,9	2022-01-30	25%	Покупать
BK	BANK NEW YORK MELLON CORP	Деятельность на рынках капитала	42 190	2021-04-16	48,11	75,0	2022-04-11	56%	Покупать
AMZN	AMAZON COM INC	Интернет- и прямая розничная торговля	1 718 535	2021-02-03	3409,00	3468,0	2022-01-29	2%	Держать
SRPT	SAREPTA THERAPEUTICS INC	Биотехнологии	5 845	2021-03-02	73,30	105,0	2022-02-25	43%	Покупать
GBT	GLOBAL BLOOD THERAPEUTICS IN	Биотехнологии	2 699	2021-02-25	43,42	82,0	2022-02-20	89%	Покупать
DISCA	DISCOVERY INC	Средства массовой информации	18 933	2020-12-04	38,85	32,5	2021-11-29	-16%	Продавать
CMCSA	COMCAST CORP NEW	Средства массовой информации	248 821	2021-01-28	54,32	60,0	2022-01-23	10%	Покупать
ALNY	ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Фармацевтическая продукция	16 765	2020-11-05	142,90	173,0	2021-10-31	21%	Покупать
COP	CONOCOPHILLIPS	Добыча нефти, газа и потребляемого топлива	67 946	2021-03-22	50,25	54,0	2022-03-17	7%	Покупать
SEDG	SOLAREDGE TECHNOLOGIES INC	Производство полупроводников	14 935	2021-03-29	289,55	220,0	2022-03-24	-24%	Продавать
AEP	AMERICAN ELEC PWR CO INC	Электроснабжение	43 778	2021-02-25	87,60	88,0	2022-02-20	0%	Держать

Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционная идея для американского рынка

## Enphase Energy: на зеленой волне

Целевая цена по акции ENPH – \$202,78, рекомендация – «покупать»

**Вадим Меркулов,**  
директор аналитического департамента  
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

Тикер: **ENPH**  
Цена акций  
на момент анализа: **\$166,97**  
Целевая цена акций: **\$202,78**  
Текущий  
потенциал роста: **38,03%**

**Enphase Energy, Inc. (NASDAQ: ENPH) – представитель американского сектора зеленой энергетики. Компания лидирует среди производителей инверторов для солнечных батарей. Кроме того, Enphase поставляет умные решения для генерации и хранения солнечной энергии, а также для управления ее объемами на онлайн-платформе.**

На данный момент на американском рынке инверторов для розничных потребителей создалась ярко выраженная дуополия: около 90% рынка поделены между Enphase Energy и ее ближайшим конкурентом SolarEdge Technologies (SEDG). При этом с 2019 года Enphase наращивала свою долю на этом рынке. По итогам прошлого года она вплотную приблизилась к 48% против 40% у конкурента, притом что еще в начале 2019-го это соотношение выглядело как 24% против 46%. Успешное продвижение Enphase обусловлено несколькими факторами, в том числе и ориентированностью SolarEdge на международные рынки и смежные сектора. Однако ключевым драйвером захвата большей доли рынка Enphase стал ее уникальный продукт – микроинвертор, позволяющий оптимизировать сгенерированную энергию и обеспечивающий более высокую степень безопасности всей солнечной панели благодаря фактору децентрализации. Производство «связанных» инверторов (string setups), предназначенных для работы одновременно с несколькими модулями (такие выпускает SolarEdge), дает больше сбоев и менее безопасно.

Это вызвало нарекания у регуляторов сектора. Enphase ее уникальный продукт обеспечивает конкурентное преимущество, которое позволит и дальше наращивать долю рынка.

Бизнес Enphase отличается высокой для отрасли прибыльностью. С 2019 года компания генерирует положительную выручку и чистую прибыль, развиваясь значительно быстрее, чем конкуренты. При этом маржинальность бизнеса растет экспоненциально: если в 2018 году рентабельность по операционной прибыли, впервые вышедшей на положительную территорию, составила 2%, то в 2020-м достигла 24%. Таким образом, рентабельность Enphase многократно выше средней по отрасли, и это еще одно конкурентное преимущество компании.

Накопленный капитал позволяет Enphase активно инвестировать в сделки M&A для расширения присутствия на рынке и улучшения бизнес-модели через цифровое развитие. В первом квартале текущего года компания купила одного из разработчиков программного обеспечения в сфере солнечной энергетики. В феврале было подписано соглашение с индийской DIN Engineering Services LLP, в рамках которого Enphase приобретет бизнес по архитектуре и установке солнечных решений (Solar Design Services). Опыт работы DIN Engineering Services на американском рынке позволит Enphase нарастить продажи и сократить расходы, закрепив за собой статус производителя с наиболее низким уровнем себестоимости продукции.

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
ENPH	(14,1%)	(5,3%)	(3,4%)	(24,2%)	241,7%
S&P 500	(0,1%)	0,2%	5,2%	10,5%	46,1%
Russell 2000	0,1%	2,9%	3,7%	9,4%	77,5%
DJ Industrial Average	(0,5%)	(0,9%)	2,3%	10,5%	40,3%
NASDAQ Composite Index	(0,3%)	0,7%	6,9%	5,4%	63,2%



10

# Инвестиционная идея для американского рынка



2020 год стал для сектора солнечной энергетики поворотным, а 2021-й придаст ему еще более мощный позитивный импульс. Такие компании, как Enphase, станут одними из основных бенефициаров инфраструктурной реформы Байдена, предполагающей масштабные инвестиции в индустрию возобновляемых источников энергии. Наибольшую выгоду из упомянутых реформ извлекут именно компании, специализи-

рующиеся на предоставлении доступа к хранению энергии. Маловероятно, что в связи с энергетическим кризисом в Техасе, вызванным штормом «Ури», не будут сделаны далеко идущие выводы. Есть основания рассчитывать на масштабные инвестиции государства в сектор хранения энергии, а также на усиление спроса на новые решения в этой сфере со стороны пострадавших и желающих

обезопасить себя в будущем американцев. После недавней распродажи в бумагах ENPH на фоне глобальной коррекции акций «роста» образовалась привлекательная точка для входа в позиции. Все вышесказанное свидетельствует о высоком потенциале роста компании в долгосрочной перспективе. Целевая цена по акции ENPH – \$202,78, рекомендация – «покупать».

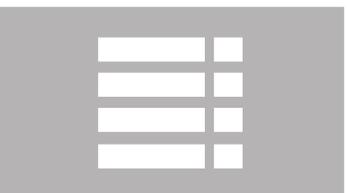
**Инвестиционный обзор №222**  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Финансовые показатели, \$ млн	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Выручка</b>	<b>316</b>	<b>624</b>	<b>735</b>	<b>1 350</b>	<b>1 792</b>	<b>2 267</b>	<b>3 136</b>	<b>4 416</b>	<b>5 299</b>
Основные расходы	222	403	431	837	1 075	1 315	1 693	2 385	3 052
<b>Валовая прибыль</b>	<b>94</b>	<b>221</b>	<b>305</b>	<b>513</b>	<b>717</b>	<b>952</b>	<b>1 442</b>	<b>2 031</b>	<b>2 247</b>
SG&A	88	116	157	289	383	485	671	945	1 134
<b>EBITDA</b>	<b>16</b>	<b>119</b>	<b>205</b>	<b>307</b>	<b>444</b>	<b>609</b>	<b>966</b>	<b>1 359</b>	<b>1 448</b>
Амортизация	10	14	18	15	21	28	37	50	68
<b>EBIT</b>	<b>7</b>	<b>105</b>	<b>186</b>	<b>292</b>	<b>423</b>	<b>581</b>	<b>929</b>	<b>1 309</b>	<b>1 380</b>
Процентные выплаты (доходы)	10	7	19	44	67	89	111	131	150
<b>EBT</b>	<b>-10</b>	<b>90</b>	<b>119</b>	<b>248</b>	<b>357</b>	<b>492</b>	<b>818</b>	<b>1 178</b>	<b>1 229</b>
Налоги	1	-71	-15	52	75	103	172	247	258
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-12</b>	<b>161</b>	<b>134</b>	<b>196</b>	<b>282</b>	<b>388</b>	<b>646</b>	<b>930</b>	<b>971</b>
Diluted EPS	\$-0,12	\$1,23	\$0,95	\$1,20	\$1,53	\$1,93	\$2,92	\$3,86	\$3,73

Анализ коэффициентов	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	35%	32%	30%	29%	32%	31%	23%
ROA	14%	12%	11%	11%	13%	13%	11%
ROCE	32%	27%	22%	20%	22%	22%	17%
Выручка/Активы (x)	0,61x	0,64x	0,60x	0,54x	0,54x	0,56x	0,53x
Коэф. покрытия процентов (x)	8,88x	6,26x	5,86x	5,93x	7,52x	8,77x	7,89x

Маржинальность, в %	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Валовая маржа	30%	35%	41%	38%	40%	42%	46%	46%	42%
Маржа по EBITDA	5%	19%	28%	23%	25%	27%	31%	31%	27%
Маржа по чистой прибыли	-4%	26%	18%	15%	16%	17%	21%	21%	18%



# Активная стратегия

## Обзор доверительного управления на 26 апреля

### Глобальная картина

За последние две недели S&P 500 поднялся на 1,2%. До середины апреля индекс двигался вверх на фоне улучшения макростатистики и успешного старта сезона отчетности. Еще одним драйвером роста для S&P 500 стали заявления чиновников ФРС о том, что стимулирующие экономические меры будут продолжаться до ее значительного восстановления. Снижение доходностей гособлигаций США также оказало положительное влияние на котировки. Однако в третьей декаде месяца рост S&P 500 приостановился. Причиной этого стало предложение Джозефа Байдена повысить налог на увеличение капитала и подоходный налог для лиц, зарабатывающих более \$1 млн в год, до 39,6%.

Сезон отчетности за первый квартал в самом разгаре. По состоянию на 26 апреля результаты представили 122 компании, входящие в индекс S&P 500. Их выручка увеличилась на 5,6%, прибыль выросла на 54,3%, превзойдя консенсус на 5,8% и 34,3% соответственно. Среди крупнейших игроков лучше ожиданий за последние 15 дней отчитались Coca-Cola (KO), J&J (JNJ), Procter&Gamble (PG), Netflix (NFLX), Intel (INTC), AT&T (T). Их EPS превзошли общерыночные прогнозы на 9,1%, 10,7%, 23,5%, 20,9% и 10,9% соответственно. Убыток United Airlines Holdings (UAL) и American Airlines (AAL) превысил консенсус аналитиков на 6% и 0,5%. Сильные квартальные результаты ряда крупнейших компаний, в том числе Tesla (TSLA), Microsoft (MSFT), Alphabet (GOOGL), Visa (V), Apple (AAPL), Facebook (FB), Amazon.com (AMZN), которые будут представлены в ближайшие две недели, могут оказать заметное влияние на динамику фондовых рынков.

### Макроэкономическая статистика

Опубликованные с середины апреля макроданные отражают продолжение восстановления экономической активности в США. Так, мартовский базовый индекс розничных продаж повысился на 8,4% м/м (прогноз: +5%), апрельский PMI от ФРБ Филадельфии составил 50,2 пункта (прогноз: снижение до 42 пунктов). Число первичных заявок на пособие по безработице за прошедшую неделю достигло минимального с начала пандемии значения 547 тыс. (прогноз: 617 тыс.). В «Бежевой книге» ФРС восстановление экономической активности с конца февраля по начало апреля характеризуется как умеренное. В ближайшие две недели фокус внимания рынка будет сосредоточен на статистике по занятости, деловой активности и данных по расходам населения.

### Монетарная политика ФРС

ФРС придерживается «голубиной» риторики и сохраняет прозрачность принимаемых решений. Председатель ФРБ Сан-Франциско Мэри Дейли полагает, что до достижения целей регулятора по занятости и инфляции еще далеко, поэтому необходимо продолжить монетарное стимулирование. Глава регулятора Джером Пауэлл, в свою очередь, заявил, что программа количественного смягчения (QE) будет сокращена задолго до того, как ФРС начнет повышать ключевую ставку, и это позволит очень плавно перейти от ультрамягкой ДКП к нейтральной.

### Техническая картина

Коррекция прошлой недели по S&P 500 не нашла продолжения. Если на ближайших торговых сессиях индекс широкого рынка не откатится вниз, текущее снижение может оформиться в фигуру продолжения тренда («флаг»), что будет означать возобновление роста. Поддержку ему способен оказать и выход осциллятора RSI из зоны перекупленности.

### Динамика стоимости г/г



Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Дивидендная стратегия

## Дивидендный портфель

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

### Актуальные тренды

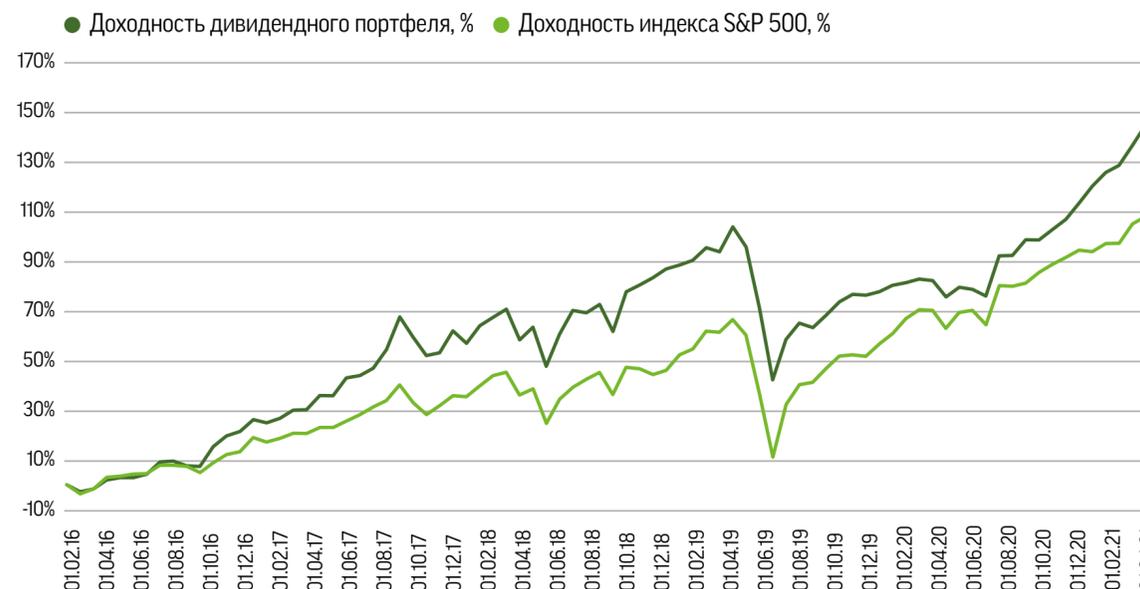
**Индекс S&P 500 продолжил обновлять исторические максимумы во второй половине апреля, прибавив 5,4% с начала месяца.** Поддержку котировкам оказывают сильные результаты компаний за первый квартал. По состоянию на 25 апреля отчетность представили 25% эмитентов из индекса S&P 500, чистая прибыль 94% из них оказалась выше прогнозов. Восстановление после кризисного 2020 года демонстрирует и американская экономика в целом. Число первичных заявок на пособие по безработице на прошлой неделе снизилось на 39 тыс., до 547 тыс., при прогнозе 625 тыс. Индекс деловой активности (PMI) за апрель, согласно предварительной оценке, вырос по сравнению с мартовскими значениями. Промышленный PMI увеличился до 60,6 пункта с 59,1 в марте. PMI в сфере услуг поднялся до 63,1 пункта с 60,4 месяцем ранее. Однако по итогам предыдущей недели американские индексы продемонстрировали негативную динамику. Давление на котировки оказал анонс планов президента США повысить подоходный

налог и налог на прирост капитала до 39,6%. Настроение инвесторам также подпортил рост заболеваемости COVID-19. Число фиксируемых в сутки заражений достигло исторического рекорда ввиду взлета показателя в Индии до более чем 350 тыс. Это привело к снижению цен на нефть по итогам недели. WTI подешевела на 1,7%, Brent – на 0,9%. Фондовые индексы США находятся вблизи исторических максимумов, несмотря на вероятное повышение налогов в 2022 году и увеличение доходности гособлигаций на фоне ускорения инфляции. Как следствие, мы не исключаем коррекционного движения на рынках в конце весны. Тем не менее акции со стабильными высокими дивидендами по-прежнему выглядят привлекательно для долгосрочных инвестиций. На наш взгляд, сильные квартальные результаты компаний и активное восстановление американской экономики будут способствовать повышению дивидендов в текущем году.

### Последние изменения

- **Philip Morris International Inc. (PM).** Администрация президента США планирует ужесточить регулирование табачного рынка. До 29 апреля Управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов (FDA) примет решение по вопросу о запрете табачных изделий с ментолом. Кроме того, производителей могут обязать сократить долю никотина в сигаретах до уровней, не вызывающих зависимости от курения.
- **Microsoft Corporation (MSFT)** покупает разработчика технологий распознавания речи Nuance Communications (NUAN) за \$19,7 млрд, или \$56 за акцию Nuance, с учетом ее чистого долга. Сделка одобрена советами директоров MSFT и NUAN и может быть закрыта до конца текущего года. Приобретение станет для Microsoft крупнейшим после покупки LinkedIn за \$26 млрд в 2016 году.
- **General Dynamics (GD).** Агентство Moody's подтвердило кредитный рейтинг корпорации на инвестиционном уровне A2, отражающем ее сильные конкурентные позиции как одного из основных подрядчиков Министерства обороны США. GD смогла увеличить портфель заказов благодаря повышению спроса со стороны американского ВМФ на новые подводные лодки.

Тикер	Название компании	Капитализация, \$ млрд	Цена, \$	Дивидендная доходность годовая, %
BX	Blackstone Group (BX) – глобальная инвестиционная компания, которая имеет очень хорошие активы в своем портфеле. Это одна из самых привлекательных акций в финансовом секторе с дивидендной доходностью 4,1%.	102,8	87,1	3,1
TXN	Texas Instruments (TXN) – производитель полупроводников с дифференцированным портфелем продуктов. Дивидендная доходность 3,1% – одна из самых высоких в индустрии. За последние пять лет дивиденды компании повысились на 20%.	176,6	191,4	2,1
T	AT&T (T) – лидер телекоммуникационного сектора. Это «созревшая» компания, акции которой отлично подходят для добавления в консервативный портфель, поскольку обещают 6,7% дивидендной доходности.	220,6	30,9	6,7
GD	General Dynamics (GD) – компания, специализирующаяся на производстве и продаже различных типов оружия, самолетов и систем для авиационно-космической и оборонной промышленности. С увеличением военного бюджета выросли цены акций GD и дивиденды.	52,5	185,2	2,6
MSFT	Microsoft Corporation (MSFT) – многопрофильная IT-корпорация, которая сконцентрировалась на развитии новых перспективных направлений. Акции компании привлекательны для консервативных инвесторов. Дивиденд последние пять лет повышался на 10,4% в год и сейчас доходность по нему составляет 1,2%.	1 972,7	261,6	0,9
PBCT	People's United Financial (PBCT) – банковская холдинговая корпорация. Владеет региональным банком People's United Bank, который занимает 38-е место по размерам активов в США. Акции PBCT входят в S&P 500. Корпорация является «дивидендным аристократом», что означает повышение дивиденда на протяжении минимум 25 лет. Основное направление деятельности банка – привлечение денежных средств и выдача кредитов. Большую часть операционной прибыли компания генерирует в сегменте кредитования юридических лиц.	7,8	18,2	4,0
ABBV	AbbVie Inc. (ABBV) – крупная фармацевтическая компания, которая владеет диверсифицированным портфелем препаратов. Компания специализируется на борьбе против сложнейших патологий, в том числе онкологических заболеваний и гепатита С. Средний рост дивидендных выплат за последние пять лет составил впечатляющие 20%.	196,6	111,4	4,7
PM	Philip Morris International Inc. (PM) – холдинговая табачная компания, один из лидеров индустрии. Производит шесть из 15 самых популярных мировых марок сигарет, увеличивает продажи на рынке электронных сигарет и систем нагревания табака. Одна из немногих компаний в США с дивидендной доходностью выше 5%.	147,1	94,4	5,1



# Опционная идея

## Bear Put SPREAD ON UNG

### Инвестиционный тезис

United States Natural Gas Fund, LP (UNG) – биржевой фонд (ETF), составленный из фьючерсов, свопов и форвардных контрактов на природный газ, позволяющих отслеживать динамику его цен в процентах.

Аномально низкие температуры, отмечавшиеся в зимние месяцы и в апреле текущего года в странах Северной Америки, вызвали усиление спроса на природный газ и, как следствие, его удорожание. По прогнозам Global Forecast System, холодный арктический ветер будет определять погодные условия на большей части территории США как минимум до середины мая.

Однако обычно весной спрос на газ на годовом минимуме, поскольку нет нужды ни в отоплении, ни в охлаждении помещений. С апреля фьючерсная кривая находится в контанго, то есть каждый следующий контракт дороже предыдущего. В такой ситуации стоимость перекладки становится выше, что негативно отражается в репликации процентного изменения со стороны UNG.

### Управление позицией

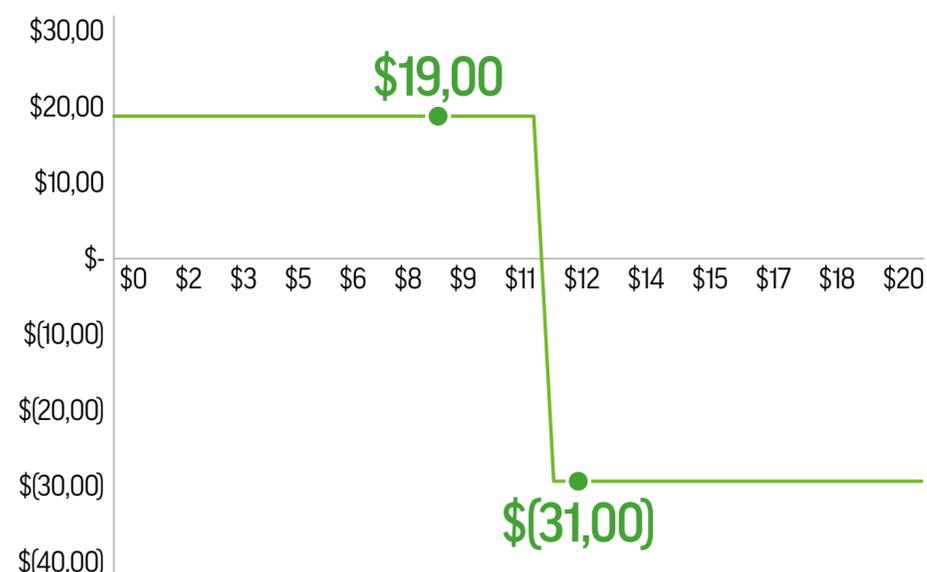
Если 7 мая, то есть за две недели до экспирации, цена базового актива превысит \$11,5, необходимо закрыть позицию. Если в день экспирации 21 мая цена базового актива будет ниже цены исполнения проданного пут-опциона, инвестор получит максимальную прибыль в размере \$15. При цене базового актива в диапазоне \$11-11,5 прибыль будет варьироваться. При этом потребуются продать эквивалентное число лотов (100 акций UNG) для закрытия позиции в момент экспирации. Если цена базового актива будет выше купленного пут-опциона, максимальный убыток инвестора составит \$35.

### Ожидания

По нашему мнению, прогнозируемое отступление холодов в мае, низкий сезон для рынка газа и эффект контанго не позволят котировкам UNG закрепиться выше \$11 к 21 мая.



### Диаграмма прибылей и убытков по стратегии



### United States Natural Gas Fund

Тикер базового актива: UNG

Позиции в стратегии:

Покупаем Put со страйком 11,5

Продаем Put со страйком 11

Индустрия: Газовая промышленность

Стоимость стратегии: \$31

Горизонт идеи: До 21 мая 2021 года

### Параметры сделки

Покупка: +UNG\*B5L11,5

Продажа: +UNG\*B5L11

Дата экспирации: 21.05.21

Маржинальное обеспечение: \$50

Максимальная прибыль: \$19

Максимальный убыток: \$31

Превышение максимальным убытком максимальной прибыли не должно смущать, так как вероятности этих исходов существенно отличаются.

Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

# Обзор венчурных инвестиций

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

# BUX

### Bux

Bux – нидерландский стартап, предоставляющий физлицам мобильную платформу для инвестиций в акции и ETF с минимальной (1 евро) или нулевой комиссией. Компания привлекла \$80 млн для развития бизнеса от Prosus Ventures и Tencent, а также ABN Amro Ventures, Citius, Optiver и Endeit Capital. Компания не раскрывает свою текущую оценку. По данным из некоторых источников, у Bux более 500 тыс. клиентов в Нидерландах, Германии, Австрии, Франции и Бельгии. Конкурентным преимуществом стартапа является IT-система собственной разработки, позволяющая оперативно внедрять новые функции и снижать зависимость от третьих сторон. В ближайшее время компания сфокусируется на экспансии в Европе и конкурентной борьбе с более крупными игроками eToro, neobankом Revolut, а также Robinhood, который может выйти на европейский рынок.



### Mighty Networks

Mighty Networks – платформа, главной целью которой является предоставление разработчикам и брендам благоприятной среды для создания и развития сообществ, привлекла \$50 млн в ходе инвестраунда B. Основным спонсором стал Owl Ventures – венчурный фонд, ориентированный на вложения в сектор EdTech. Кроме того, в финансировании приняли участие Ziff Capital Partners и LionTree Partners, а также Intel Capital, BBG Ventures и Lucas Venture Group. По мнению руководства стартапа, для генерации успешного контента не нужно иметь огромное количество подписчиков в соцсетях. По сути Mighty Networks – это платформа, на которой люди могут создавать сообщества, как если бы они создавали бизнес электронной коммерции, организовывать онлайн-курсы и офлайн-мероприятия. За использование приложения взимается ежемесячная плата за подписку, что приносит компании доход на уровне около \$1000 в год на одного клиента.

# StashAway

### StashAway

Интернет-приложение для инвестиций StashAway привлекло \$25 млн в рамках инвестраунда D. Основным объемом финансирования стартапу предоставил фонд Sequoia Capital India, также в инвестраунде приняли участие Eight Roads Ventures и Square Peg. Руководство компании не раскрывает количество пользователей роботизированного приложения-консультанта. В начале года объем активов, находящихся под управлением клиентов стартапа, превысил \$1 млрд. На данный момент StashAway присутствует в Сингапуре, Малайзии, ОАЭ и Гонконге, а также готовится выйти на рынок Таиланда. С учетом последнего раунда общий объем привлеченных компанией средств превысил \$60 млн. Новые инвестиции будут использованы для расширения штата разработчиков, менеджеров продукта и дальнейшей географической экспансии.



### GO Sharing

Стартап из Нидерландов GO Sharing, специализирующийся на сдаче электротранспорта в аренду. В парке компании 5000 электрических мопедов. Она развивает бизнес в 30 городах трех стран. От основного инвестора Opportunity Partners, который известен вложениями в интернет-супермаркет Crisp, стартап привлек 50 млн евро. Также финансирование бизнесу предоставили два основателя компании. GO Sharing делает ставку на технологии искусственного интеллекта для оптимизации местонахождения транспортных средств, предоставляемых в краткосрочную аренду. Пользователи сервиса получают скидки за парковку в определенных местах и поддержание высокого уровня зарядки электроскутера. Привлеченные средства стартап направит на развитие бизнеса за счет предложения пользователям в шеринг электромобилей и электровелосипедов. Также компания намерена выйти на рынки Германии, Великобритании и Турции.



# IPO Vaccitech Plc

## Перспективный биотех из Оксфорда

29 апреля состоится IPO Vaccitech Plc., участвовавшей в разработке вакцины против COVID-19 совместно с AstraZeneca PLC. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Jefferies, Barclays и William Blair

### Чем интересна компания?

1. **О компании.** Vaccitech намерена использовать технологию, на базе которой была создана антиковидная вакцина, для разработки методик лечения рака простаты, гепатита В и борьбы с ВПЧ. Компания была основана профессором Оксфордского университета Сарой Гилберт, возглавлявшей группу по разработке вакцины против COVID-19, и профессором Адрианом Хиллом, директором престижного Института исследования вакцин им. Эдварда Дженнера. В 2016 году они создали Vaccitech с целью коммерциализации лабораторных открытий. Всего компания привлекла \$215,6 млн. Среди ее акционеров – Oxford Sciences Innovation plc, Prudential Credit Opportunities SCSp, Google Ventures, Image Frame Investment (HK) Limited, SCC Venture VI Holdco.

2. **Изменение метода разработки и ключевые программы.** Адриан Хилл создал платформу, которая имитирует наличие активного вириона в клетках человека для стимуляции иммунной системы, чтобы она наращивала возможности для борьбы с патогенами и раком. Всего у компании шесть разработок, которые находятся на различных стадиях клинических испытаний. Вакцина от COVID-19 создана на основе генетически модифицированного аденовируса шимпанзе и предназначена для укрепления иммунной системы и повышения ее способности противостоять коронавирусу. VTP-300 предназначен для лечения хронического гепатита В. На текущий момент препарат находится в первой фазе клинических испытаний, результаты которых будут представлены в третьем квартале

2021 года. Сейчас во всем мире 257 млн человек страдают хронической формой этого заболевания. VTP-200 предназначен для борьбы с ВПЧ. На текущий момент разработка находится в фазе 1/2a клинических испытаний в странах континентальной Европы и Великобритании, промежуточные результаты ожидаются в первом квартале 2022 года. В настоящее время во всем мире 291 млн женщин являются носителями ВПЧ.



### Обзор перед IPO

Эмитент:	Vaccitech Plc
Тикер:	VACC
Биржа:	NASDAQ
Диапазон на IPO:	\$16-18
Объем к размещению:	\$110,5 млн
Андеррайтеры:	Morgan Stanley, Jefferies, Barclays и William Blair



# Российский рынок

## Инвесторы играют на повышение

### Решение Банка России поднять ставку до 5% годовых было отыграно ростом

Российский рынок вернулся в восходящий тренд и даже обогнал по темпам роста ведущие биржи США. Причем на этот раз вверх котировки вытянули не иностранные, а локальные инвесторы. Поводом для покупок стали успешные отчеты металлургических компаний и ВТБ, а также укрепление рубля. В то же время рынок облигаций слабо отреагировал на динамику национальной валюты.

Банк России повысил ключевую ставку сразу на два шага, до 5% годовых. Это решение не стало для части игроков полной неожиданностью. Инфляция держится вблизи 5,8%, и говорить о достижении ею пика пока не приходится. В такой ситуации долго держать ключевую ставку вблизи исторических минимумов нецелесообразно, поэтому реакция рынка на ее повышение была позитивной. Выгоду

от этого решения регулятора получают в основном банки. В настоящее время ключевая ставка находится в диапазоне, соответствующем нейтральной денежно-кредитной политике ЦБ, который не исключает ее дальнейшего ужесточения.

АФК Система вывела на IPO свою лесопромышленную «дочку» Segezha group. Компания оценена примерно в 120 млрд руб. После размещения Segezha стала единственным публичным эмитентом в своем секторе. Вместе с тем интерес физических лиц к этому IPO был относительно невысок, поскольку у компании нет шансов в ближайшее время занять место хотя бы во втором эшелоне. Доходность двухлетних облигаций Segezha на сегодня колеблется у 7,1%, а инвесторы хотели бы, чтобы ее акции приносили больший доход с учетом дивиденда.

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



### Ключевые индикаторы по рынку

Акция	Значение на 12.04.2021	Значение на 26.04.2021	Изменение
MOEX	3 522	3 610	2,50%
PTC	1 432	1 519	6,08%
Золото	1 732	1 780	2,77%
Brent	63,29	65,62	3,68%
EUR/RUB	92,16	90,67	-1,61%
USD/RUB	77,31	74,98	-3,01%
EUR/USD	1,192	1,2089	1,42%

Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



### Ожидаем

Вероятность коррекции уменьшилась, но отечественный рынок сохраняет зависимость от внешнего фона. Возможное снижение котировок на биржах США или АТР вызовет аналогичную динамику на других фондовых площадках, в том числе на российских. Позитивный сценарий предусматривает рост индекса Мосбиржи в диапазон 3650-3700 пунктов. Пара USD/RUB, на наш взгляд, будет торговаться в коридоре 73-76.

### Наша стратегия

Рекомендуем удерживать позиции в бумагах Яндекса, Mail.Ru, NN.ru, ВТБ и Системы. Положительную динамику способны продемонстрировать акции Сбербанка, Ozon, Qiwi, Сургутнефтегаза, МТС, Аэрофлота. Спекулятивные короткие позиции можно открыть в бумагах ММК и Северстали.



### Индекс Мосбиржи



Индекс Московской биржи обновил исторический максимум, поднявшись выше 3600 пунктов. РТС пробил вверх психологически значимую отметку 1500 пунктов. Пара USD/RUB опустилась в диапазон 74-75.



# Российский рынок

## Новости по российским акциям



**ВТБ** в отчетности за первый квартал текущего года отразил рост чистых процентных доходов до создания резервов на 18,9%, до 194 млрд руб. Расходы на создание резервов сократились почти на 50%, до 22,6 млрд руб. Чистая прибыль увеличилась на 113% год к году, достигнув 85,1 млрд руб. Объем средств клиентов банка вырос на 6,7%, до 13,69 трлн руб.



**КАМАЗ** в отчете по МСФО за 2020 год зафиксировал повышение выручки на 13% год к году, до 213,3 млрд руб. Экспортная выручка автоконцерна в рублевом выражении осталась на уровне прошлого года и составила 19,6 млрд руб. После убытка в размере 1,96 млрд руб., полученного в 2019-м, компания сгенерировала 3,1 млрд руб. прибыли. Объемы реализации КАМАЗ нарастил за счет выпуска новой модели грузовика, а также поставок автобусов, электробусов и спецтехники.



Выручка **Северстали** по международным стандартам за первый квартал увеличилась на 28%, до \$2 219 млн. EBITDA достигла \$1 162 млн, а рентабельность по ней закрепилась на рекордном уровне 52%. Прибыль увеличилась на 86%, до \$721 млн. Значительное улучшение финансовых показателей металлургической компании было обусловлено ростом цены на сталь. В натуральном выражении продажи стальной продукции повысились на 8%, до 2,6 млн тонн.



**ММК** в отчете за первый квартал по МСФО зафиксировал рост выручки на 28%, до \$2 185 млн. EBITDA компании составила \$726 млн с рентабельностью 33%. Прибыль увеличилась на 264% год к году, до \$477 млн. Долговая нагрузка компании менее 0,1x EBITDA. Выплавка чугуна и стали повысилась на 9,2% год к году – до 2,5 млн и 3,3 млн тонн соответственно.



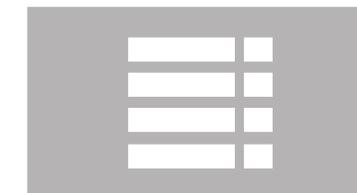
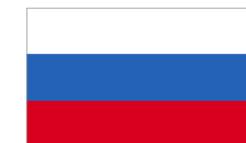
**НЛМК**, согласно данным отчетности по международным стандартам, в первом квартале нарастил производство стали на 12% кв/кв на фоне завершения реконструкции производственных мощностей. Выручка компании увеличилась на 20% кв/кв, до \$2,9 млрд. EBITDA почти удвоилась по сравнению со значением за тот же период 2020-го и составила \$1,2 млрд. Прибыль выросла в 2,7 раза в сопоставлении год к году и на 39% по сравнению с уровнем четвертого квартала 2020-го, достигнув \$775 млн.



Акция	Значение на 12.04.2021	Значение на 26.04.2021	Изменение, %
<b>Фонды</b>			
FINEX CHINA UCITS ETF	66,36	66,04	-0,48%
FINEX GERMANY UCITS ETF	7,6	7,445	-2,04%
FinEx Gold ETF USD	13,16	14,98	13,83%
FinEx USA IT UCITS ETF	502,15	483,75	-3,66%
FinEx FFIN KZT UCITS ETF	90,48	89,51	-1,07%
FinEx CASH EQUIVALENTS ETF	66,36	66,04	-0,48%
FinEx Rus Eurobonds ETF (RUB)	7,6	7,445	-2,04%
FinEx RTS UCITS ETF USD	13,16	14,98	13,83%
FinEx Rus Eurobonds ETF	502,15	483,75	-3,66%
FinEx RUB GLOBAL EQUITY UC ETF	90,48	89,51	-1,07%
FinEx USD CASH EQUIVALENTS ETF	66,36	66,04	-0,48%
FinEx USA UCITS ETF	7,6	7,445	-2,04%
БПИФ Фридом-Лидеры технологий	13,16	14,98	13,83%
ITI FUNDS RUSSIA-FOCUSED USD	502,15	483,75	-3,66%
ITI FUNDS RTS EQUITY ETF	90,48	89,51	-1,07%
БПИФ Сбер Индекс Еврооблигаций	66,36	66,04	-0,48%
БПИФ Сбербанк Индекс Мосбиржи	7,6	7,445	-2,04%
Сбер Рублевые Корп. Облигации	13,16	14,98	13,83%
БПИФ Сбербанк - Эс энд Пи 500	502,15	483,75	-3,66%
БПИФ ТИнькофф ВЕЧНЫЙ ПОРТФ РУБ	90,48	89,51	-1,07%
БПИФ ТИнькофф ВЕЧНЫЙ ПОРТФ США	66,36	66,04	-0,48%
БПИФ ТИнькофф ВЕЧНЫЙ ПОРТФ ЕВР	7,6	7,445	-2,04%
БПИФ ВТБ Акции компаний США	13,16	14,98	13,83%
БПИФ ВТБ Акции разв-ся рынков	994,2	987,4	-0,68%
БПИФ ВТБ Корп. облигации США	837,9	818,7	-2,29%
БПИФ ВТБ Ликвидность	1,0524	1,054	0,15%
БПИФ ВТБ-Индекс Мосбиржи	133,75	137,2	2,58%

Котировки по данным ПАО «Московская биржа»

**Инвестиционный обзор №222**  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



Акция	Значение на 12.04.2021	Значение на 26.04.2021	Изменение, %
<b>Металлургический и горнодобывающий сектор</b>			
Северсталь	1603	1875	16,97%
НЛМК	254,64	279,1	9,61%
ММК	64,665	69,75	7,86%
ГМК Норникель	25370	26366	3,93%
Распадская	193,02	239,28	23,97%
Алроса	101,73	114,51	12,56%
Полюс	14493	14979,5	3,36%
Мечел - ао	68,03	79,54	16,92%
Мечел - ап	72,65	81,55	12,25%
Русал	50,18	54,75	9,11%
Polymetal	1543,6	1675,6	8,55%
<b>Финансовый сектор</b>			
Сбербанк-ао	281,59	295,16	4,82%
Сбербанк-ап	266,77	281,81	5,64%
ВТБ	0,043935	0,05173	17,74%
АФК Система	36,416	35,926	-1,35%
Мосбиржа	171,29	172,92	0,95%
Сафмар	489	481,2	-1,60%
TCS-гдр	4555,8	4514,6	-0,90%
<b>Нефтегазовый сектор</b>			
Газпром	222,31	233,49	5,03%
НОВАТЭК	1437,6	1412,4	-1,75%
Роснефть	539,05	530,5	-1,59%
Сургут-ао	34,43	35,055	1,82%
Сургут-ап	42,47	43,145	1,59%
ЛУКОЙЛ	5990	5927,5	-1,04%
Башнефть - ао	1597	1608	0,69%
Башнефть - ап	1226	1207	-1,55%
Газпром нефть	357	365,5	2,38%
Татнефть - ао	568,2	569,1	0,16%
Татнефть - ап	532	529,3	-0,51%

Котировки по данным ПАО Московская биржа

Акция	Значение на 12.04.2021	Значение на 26.04.2021	Изменение, %
<b>Электроэнергетический сектор</b>			
Интер РАО	4,997	5,146	2,98%
Русгидро	0,8241	0,8681	5,34%
ОГК-2	0,7886	0,8423	6,81%
Юнипро	2,899	2,894	-0,17%
ТГК-1	0,012058	0,012398	2,82%
Энел	0,7835	0,799	1,98%
Мосэнерго	2,2655	2,2625	-0,13%
ФСК ЕЭС	0,21116	0,2161	2,34%
Россети - ао	1,4617	1,4915	2,04%
<b>Потребительский сектор</b>			
Магнит	5171,5	5276,5	2,03%
Х 5	2427,5	2357,5	-2,88%
Лента	239,5	236,3	-1,34%
Детский мир	148,9	155,64	4,53%
М.видео	714,6	706,5	-1,13%
OZON-адр	4749	4963	4,51%
Fix Price	735,3	713,8	-2,92%
<b>Телекоммуникационный сектор</b>			
МТС	317,4	323,7	1,98%
Ростелеком - ао	107,28	105,62	-1,55%
Ростелеком - ап	91,45	90,7	-0,82%
<b>Транспортный сектор</b>			
Аэрофлот	66,36	66,04	-0,48%
НМТП	7,6	7,445	-2,04%
ДВМП	13,16	14,98	13,83%
GLTR-гдр	502,15	483,75	-3,66%
Совкомфлот	90,48	89,51	-1,07%

## Динамика котировок акций

Лидерами роста за последние две недели благодаря повышению цен на сырье и сильной отчетности за первый квартал стали компании металлургической и горнодобывающей отрасли. В потребительском секторе торговая динамика была разнонаправленной.

Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Инвестиционная идея

## Газпром: интернациональное достояние

Таргет по обыкновенной акции Газпрома до конца текущего года – 320,9 руб.

Название: ПАО «Газпром»  
Тикер: GAZP  
Текущая цена акций: 232 руб.  
Целевая цена акций: 320,9 руб.  
Потенциал роста: 38,32%  
Стоп-аут: 219,98 руб.

### Операционные результаты

Добыча Газпрома в 2020 году упала на 9,48% г/г, до 452,7 млрд куб. м газа. Экспорт компании в дальнее зарубежье сократился на 10% г/г, до 179,3 млрд куб. м. Запасы газа по итогам геологоразведочных работ в минувшем году увеличились более чем на 480 млрд куб. м.

### Финансовые результаты по РСБУ

Чистый убыток Газпрома за 2020 год составил 706,926 млрд руб. против прибыли в 733,994 млрд руб. в 2019-м. Главной причиной ухода прибыли в отрицательную область стало снижение рыночной стоимости акций Газпром нефти на 466,34 млрд руб. Их динамика с прошлого года отражается в результатах корпорации по РСБУ. Но и без учета этой переоценки Газпром завершил год с серьезным убытком на уровне 240 млрд руб.

### Наши прогнозы

По нашим расчетам, убыток Газпрома по МСФО за 2020 год составит 63 млрд руб.

Тем не менее с учетом эффекта от неденежных корректировок прибыли, применяемых для расчета дивидендной базы, правление корпорации рекомендует выплатить акционерам 12,55 руб. на бумагу, или в совокупности 297,1 млрд руб., то есть 50% скорректированной чистой прибыли.

Дефицит нефти сокращается, но цены на углеводородное сырье поддерживают ожидания сезона пополнения запасов газа его ключевыми потребителями. По данным Gas Infrastructure Europe на 12 апреля, для восстановления запасов ПХГ Европе необходимо закачать в хранилища на 57,3% (23,9 млрд куб. м) больше, чем в прошлом году.

Столь высокая потребность в сырье дает основание для двузначного роста цен на газ, но их реальная динамика в ближайшие кварталы будет зависеть от восстановления запасов.

Компания прогнозирует цену поставок газа более \$200 за 1 тыс. куб. м. Этот расчет базируется не на ожиданиях роста цен, а на их текущей динамике, поэтому мы оцениваем прогноз как консервативный. К середине апреля природный газ стоил \$2,8 за млн БТЕ, подорожав с начала года на 10%.

Несмотря на слабые итоги 2020 года и с учетом ожидаемого восстановления спроса на газ на основных рынках компании на уровнях выше отметок 2019 года, а также принимая во внимание ожидаемую стабильность растущей динамики цен сектора углеводородов при поддержке ОПЕК+ и на фоне по-прежнему мягких глобальных монетарных условий, мы ожидаем, что по итогам 2021 года выручка и чистая прибыль Газпрома составят 8,9 трлн руб. и 1,3 трлн руб. соответственно.

Сравнительный анализ мультипликаторов свидетельствует о том, что Газпром по-прежнему значительно недооценен к российским аналогам.

В долгосрочных моделях повышаем прогноз CAPEX компании в 2021–2025 годах с 1,5 трлн до 1,7 трлн руб., поскольку ей предстоит в течение 10 лет инвестировать в программу газификации 2 трлн руб.

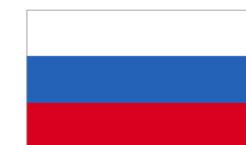
В модели DCF консервативно закладываем соотношение FCF к выручке на уровне 6%.

В условиях улучшения в ближайшие годы ценовой конъюнктуры и повышения добычи считаем возможным существенный рост этого коэффициента. Внутриэкономические риски связаны с сохранением тренда на ужесточение политики регуляторов в отношении добывающего сегмента вопреки экономическому спаду и тенденции к увеличению дефицита продукции сектора.

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



Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



20



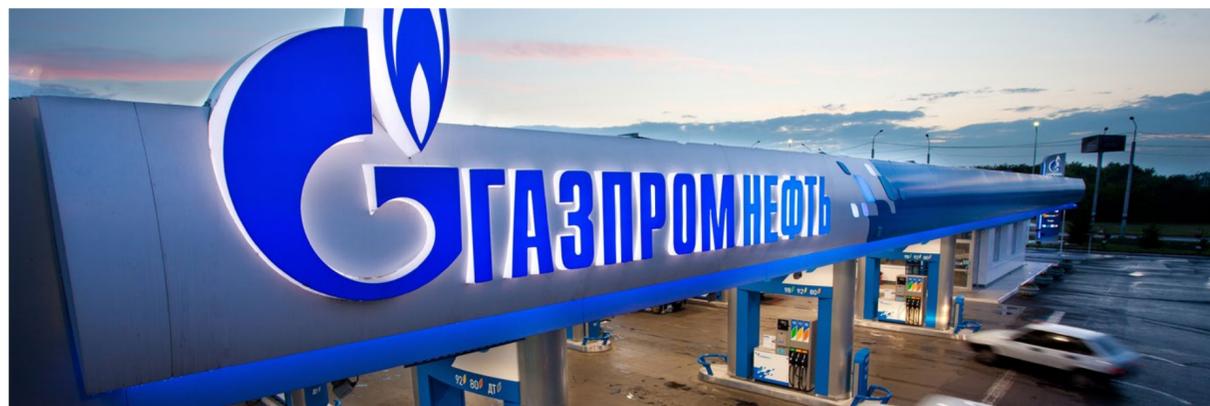
	Current	Market's Median
EV/Revenue	1,40	1,27
EV/EBITDA	9,29	6,36
P/E	neg.	12,08
P/Revenue	0,63	0,82
P/CF	3,24	3,67
P/FCF	neg.	8,47
EV to Daily Production	860,9	1528,4
EV to Total Reserves	76,1	224,3

	3Q2020	2021
Долг к активам	0,3	0,3
Долг к акционерному капиталу	0,5	0,5
Долгосрочный долг к внеоборотным активам	0,3	0,3
Текущая ликвидность	1,4	1,3
Быстрая ликвидность	0,59	0,60
Коэффициент Альтмана	1,6	1,9

Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
GAZP:RX	-0,55%	0,61%	2,56%	6,61%	22,94%
IMOEX	-0,29%	1,36%	3,17%	7,74%	37,84%
RTS	-0,22%	4,16%	4,56%	9,49%	36,63%
Russell 2000	-0,03%	5,17%	3,51%	9,13%	79,52%
S&P 500	0,07%	1,25%	5,48%	11,62%	45,45%
NASDAQ Composite	-0,34%	2,20%	7,35%	6,18%	61,40%



# Инвестиционная идея



На 2021–2025 годы прогнозируем средний рост выручки Газпрома на 15% г/г против 11% за 2013–2020 годы. В то же время мы дисконтируем данный прогноз на 30% ввиду повышенных рисков усиления санкционного давления и в связи с возвращением США в Парижское соглашение об изменении климата. Накопленная рынком ликвидность и упомянутый риск дефицита в товарном сегменте, связанный с реализацией соглашения ОПЕК+2.0, продолжают оказывать поддержку котировкам отечественных эмитентов. Ресурсная база газодобычи в ЕС истощена, поэтому европейское направление останется перспективным для бизнеса Газпрома. Ссылаясь на оценки Wood Mackenzie и HIS Markit, компания рассчитывает на увеличение потребности ЕС в импорте натурального газа с 322-324 млрд куб. м на 2020 год до 407-454 млрд к 2035-му. Однако этот прогноз учитывает только органический рост в рамках долгосрочной тенденции. Газпром выходит на рынок полимеров, глобальные тренды на котором задает Китай. Перспективы связаны с ужесточением экологических требований Пекина, с запретом на импорт в КНР отходов полиэтилена и продуктов их первичной переработки, а также с ростом интернет-торговли в стране в последние годы на 15-25%.

Увеличение экономической активности на китайском рынке в среднесрочном периоде будет обусловлено мерами монетарного стимулирования,

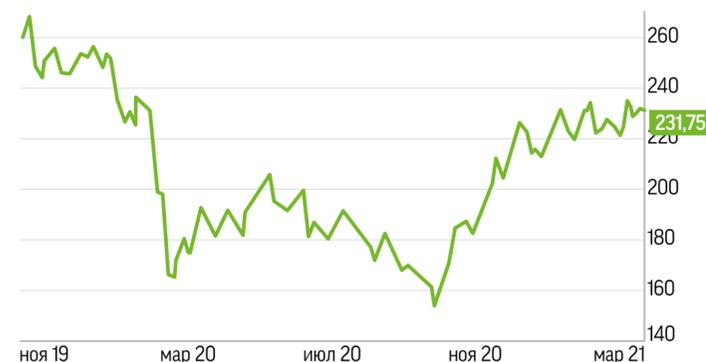
Финансовые показатели	2018	2019	2020	2021
Выручка, млн руб.	8 224 177,00	7 659 623,00	5 509 963,16	8 898 855,86
ЕБИТДА, млн руб.	2 601 280,00	1 766 492,00	1 263 812,22	2 847 633,87
Чистый доход, млн руб.	1 474 875,63	1 210 678,75	-63 684,39	1 325 588,27
Доход на акцию	66,73	53,82	-2,69	55,99
Операционная маржинальность	32%	23%	23%	32%
Чистая маржа	18%	16%	-1%	15%

а также изменениями в налоговой и административной политике как в КНР, так и в США – главном торговом партнере Пекина.

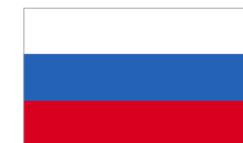
Риск для развития бизнеса в сегменте производства полимеров связан с увеличением предложения соответствующей продукции с выходом на проектную мощность ЗапСибга (2 млн тонн) и производственных площадок в Усть-Луге (3 млн тонн). Впрочем, указанные объемы выпуска эквивалентны суммарному приросту импорта полимеров в КНР всего за полтора года.

С учетом комментариев руководства Газпрома мы рассчитываем, что в перспективе до 2035 года экспорт натурального газа в КНР увеличится до 70 млрд куб. м, но в наших текущих долгосрочных оценках эти ожидания не отражены.

На основании представленных средне- и долгосрочных прогнозов мы установили таргет для обыкновенной акции Газпрома на уровне 320,9 руб. до конца текущего года.



Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



21



# Рынок Украины Снова на подъеме

Украинские акции отыграли часть потерь начала месяца

**Ведущий украинский фондовый индекс UX прибавил почти 1% за прошедшие две недели на фоне роста акций Райффайзен Банка Аваль (+2,27%) и Укрнафты (+0,43%). Остальные индексные бумаги не продемонстрировали выраженной динамики.**

Котировки Ferrexpo на Лондонской бирже преодолели уровень 400 фунтов за акцию. Мы считаем целесообразным закрытие длинных позиций по этой бумаге в случае коррекционных движений в ценах на ЖРС.

Важных корпоративных новостей за последние две недели не было. Нацбанк повысил учетную ставку с 6,5% до 7,5% 16 апреля, что дало инвесторам основания рассчитывать на рост доходностей при первичном размещении ОВГЗ. В фокусе также остается отвод части российских войск от границ Украины, что частично снижает геополитические риски.

На первом же аукционе после повышения ключевой ставки, состоявшемся 21 апреля, Минфин выставил следующие уровни отсечения для бумаг, номинированных в национальной валюте: три месяца – 8,5% (+73 б.п.), один год – 11,15% (+40 б.п.), 1,5 года – 11,3% (+20 б.п.), шесть лет – 12,75% (+25 б.п.).

Рынок суверенных еврооблигаций Украины отреагировал на снижение ставки снижением доходностей. С 15 по 23 апреля бумаги с погашением в 2026 году просели с 7,23% до 6,89%. Об усилении интереса иностранных инвесторов к рынку Украины свидетельствует новое размещение объемом \$1,25 млрд под 7% годовых на восемь лет. Доходность отсечения существенно снизилась с запланированных 7,25% благодаря росту спроса на бумагу.

Гривна, повторно протестировав в паре с долларом отметку 28,15, начала стремительное укрепление. С большой вероятностью нерезиденты начнут покупать и внутренний госдолг

на последующих аукционах ОВГЗ, что создаст избыток валюты на рынке и реализует сценарий сезонного весенне-летнего укрепления гривны. Прогноз по паре USD/UAH к концу мая – началу июня: коридор 27–27,5.



## Динамика наиболее интересных акций

Инструмент	Значение на 13.04.2021	Значение на 27.04.2021	Изменение, %
Индекс украинских акций (UX)	1 796,78	1 814,17	0,97
Райффайзен Банк, (BAVL)	0,44	0,45	2,27
Укрнафта, (UNAF)	230,00	231,00	0,43
Центрэнерго, (CEEN)	9,10	9,10	0,00
Ferrexpo (FXPO), GBp	368,00	438,00	19,02
Донбассэнерго, (DOEN)	25,00	25,00	0,00
Турбоатом, (TATM)	9,00	9,00	0,00
МНП S.A., (MHP)	160,00	160,00	0,00
USD/UAH	27,93	27,86	-0,26

## Ожидания

Рост котировок Мироновского хлебопродукта до \$7,3 на горизонте текущего года.

Снижение стоимости акций Райффайзен Банка до 0,38-0,4 гривны в пределах одного квартала.

Денис Белый,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Украина



# Рынок Украины

## Важные новости

- Украинская железная дорога объявила тендер на закупку 100 пассажирских вагонов. За заказ борются украинские Крюковский вагоностроительный завод и ООО «Терминал-Захід» и китайская CRRC Tangshan Co.
- Dragon Capital приобрела Юнекс Банк. Как следует из пресс-релиза, доля инвестиционной компании в уставном капитале банка составит 75,01%.
- ArcelorMittal собирается инвестировать \$1 млрд в модернизацию завода в Кривом Роге. Об этих планах стало известно после личной встречи президента Украины с председателем совета директоров ArcelorMittal.
- Нафтогаз возглавил рэнкинг самых убыточных государственных компаний. По результатам 2020 года потери организации составили почти 12 млрд грн.



### Динамика индекса UX



### Динамика USD/UAH



Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Рынок Казахстана

## Охота за дивидендами началась

Рост индекса KASE резко замедлился при усилении волатильности в преддверии дивидендного сезона

Индекс KASE 13 апреля завершил преддивидендное ралли и начал медленно снижаться. При этом внутридневная волатильность заметно повысилась. Одной из основных причин этого стала динамика акций KAZ Minerals, которые в ожидании делистинга торговались без маркетмейкера. Тем не менее инвесторам удавалось стабилизировать котировки индекса к завершению торгов, а воспоминания об их турбулентности оставались лишь на дневном графике в виде размашистой тени на «свече».

В прошлую пятницу, 23 апреля, состоялось ГОСА Народного банка. Это событие обычно предшествует коррекции на KASE, обозначая старт сезона дивидендных отсечек. Однако котировки банка в этом году не показали глубокого снижения, поскольку дивиденд повысили лишь на 0,92 тенге. Более серьезной может оказаться коррекция после фиксации реестра акционеров Казахтелекома. В последний месяц котировкам компании впервые за два года удалось превысить уровень 28000 тенге. При этом дивидендные выплаты решено было увеличить на 122% год к году. После распродажи бумаги Казахтелекома станут интересны для долгосрочных инвестиций. Одним из факторов их привлекательности для покупки мы считаем то, что дивиденды продолжат повышаться по мере снижения долговой нагрузки компании.

За минувшие две недели котировки Kcell выросли на 3,3%, сигнализируя о развороте тренда. В лидерах снижения оказался Казатомпром, продемонстрировавший повышенную волатильность на KASE. Совет директоров Казтрансойла рекомендовал дивиденд в размере 132 тенге, притом что мы прогнозировали его на уровне 145 тенге. Текущая дивидендная доходность этих бумаг составляет 11,7%.



### Ожидания и стратегия

Первая реакция рынка на фиксацию дивидендного реестра акционеров Народного банка оказалась довольно сдержанной. Однако инвесторам стоит учитывать, что отсечка по акциям Казахтелекома может оказать большее давление на рынок. Вместе с тем делистинг бумаг KAZ Minerals с LSE и KASE, который состоится 11 мая, способен поддержать индекс ввиду перетока средств от выкупа акций компании в бумаги других эмитентов. Народный банк и Казахтелеком станут привлекательными для покупки после коррекции, поэтому предлагаем пополнить портфель их акциями, еще не реализовавшими потенциал роста.

### Динамика акций и ГДР

Акция	Значение на 13.04.2021	Значение на 27.04.2021	Изменение
Индекс KASE	3 280,94	3 245,46	-1,1%
Kaspi (GDR)	78,90	87,00	10,3%
Казахтелеком (KASE)	27 601,00	30 300,00	9,8%
K Cell (KASE)	2 460,00	2 541,00	3,3%
KEGOC (KASE)	1 705,00	1 721,00	0,9%
Казтрансойл (KASE)	1 118,99	1 124,97	0,5%
KAZ Minerals PLC (LSE)	848,60	849,20	0,1%
Банк ЦентрКредит (KASE)	234,00	231,00	-1,3%
Bank of America (KASE)	17 397,86	16 985,13	-2,4%
Халык Банк (ADR)	14,44	13,94	-3,5%
Халык Банк (KASE)	154,50	148,00	-4,2%
KAZ Minerals PLC (KASE)	4 945,00	4 611,00	-6,8%
Казатомпром (KASE)	13 379,99	12 203,03	-8,8%



# Рынок Казахстана

## Важные новости

- **Народный банк утвердил размер дивиденда.** Годовое собрание акционеров определило дивидендные выплаты на уровне 18 тенге на акцию. Реестр был закрыт 26 апреля. Получить дивиденды можно с 1 июня.
- **Казатомпром продает 49% своей «дочки» китайской компании.** По условиям сделки, сумма которой оценивается в \$435 млн, китайская сторона обязана закупать 200 тонн тепловыделяющих сборок (ТВС) ежегодно в течение следующих 20 лет.
- **Нацбанк РК сохранил базовую ставку на уровне 9%.** Решение было ожидаемым для участников рынка и обусловлено продолжающимся воздействием на экономику проинфляционных факторов, несмотря на незначительное замедление фактической инфляции.



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# СБЕРБАНК:

## Все выше, и выше, и выше...

Акции Сбера продолжают обновлять максимумы при поддержке благоприятных фундаментальных и технических факторов

### Причины для покупки:

- 1. Динамика финансовых показателей.** Чистая прибыль Сбербанка по РСБУ в марте повысилась на 66% г/г, достигнув рекордных 103 млрд руб. после роста на 21% г/г в феврале. За первый квартал показатель увеличился на 29% г/г, до 283 млрд руб. При этом базовая рентабельность активов составляет 3,4%, а рентабельность капитала – 24%.
- 2. Темпы повышения объемов потребительского кредитования.** Рекордная прибыль Сбера обусловлена высокой потребительской активностью и постоянно ускоряющимся ростом объемов кредитования. В феврале он возобновился после некоторого замедления в январе. В марте розничные клиенты Сбера получили кредитов на общую сумму 490 млрд руб., что было вызвано желанием потребителей привлечь заемные средства под низкую ставку. Объем выданной ипотеки увеличился на 1,9% м/м, объем потребительского кредитования – на 3%. В то же время портфель займов для корпоративного сектора за март практически не изменился.
- 3. Техническая картина и рыночная конъюнктура.** 27 апреля котировки Сбера на MOEX пробили вверх значимый уровень сопротивления 295,5 руб., обновив исторический максимум. В результате был создан неплохой технический задел для

продолжения роста. На KASE новая высота была достигнута 26 апреля после удачного теста пиковых значений котировок 2018-го и 2020 годов. В проекции по Фибоначчи консервативная цель по бумаге расположена в районе 334 руб.

- 4. Оценки и прогнозы.** 10 из 10 аналитиков, представивших рекомендации в апреле, советуют покупать акции Сбера. Консенсусная цель – 352 руб., что предполагает потенциальную доходность 18,3%. Акционеры утвердили дивиденды банка в размере 18,7 руб.



ПАО «Сбербанк»

Тикер KASE: RU\_SBBER

Текущая цена: 1725 руб

Целевая цена: 1915 руб

Потенциал роста: 11%



Динамика RU\_SBBER на KASE



Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



26



# Рынок Узбекистана

## Навстречу переменам

Увеличение продолжительности торговой сессии на бирже Узбекистана повысило торговый оборот более чем на четверть

С 12 по 16 апреля индекс ликвидных акций узбекистанского рынка EqRe Blue обновил максимум, достигнув 1763,14 пункта, однако к финалу этого периода скорректировался на 1,24% по сравнению с уровнями закрытия предыдущей торговой недели. Причиной снижения, вероятнее всего, послужила просадка в акциях Тошкентвино комбината (TKVK) более чем на 14%. Индекс широкого рынка UCI скорректировался на 2,65% и закрылся на отметке 786,88 пункта.

На неделе, окончившейся 23 апреля, торговый день был продлен на час, что оказало позитивное влияние на рынок. Количество сделок за указанный период увеличилось на

25,6%. Акции Кизилкумцемента (QZSM) и УзРТСБ (URTS) обновили максимумы, поднявшись более чем на 27% и 13% соответственно. Индекс EqRe Blue впервые пробил вверх отметку 1800 пунктов, прибавив 4,29% за торговую неделю. Акции Тошкентвино (TKVK) обвалились еще на 28,38% до публикации решения о сплите, торги по ним на данный момент приостановлены биржей. Мы рекомендуем инвесторам не проводить никаких операций с этой бумагой. Котировки УзРТСБ (URTS) поднялись на 5% выше нашей целевой цены 14 800 сумов, а бумаги Узвторцветмета (A016460) потеряли за две недели 15%.



Бехрузбек Очилов,  
инвестиционный аналитик  
ИК «Фридом Финанс»  
Узбекистан



### Статистика по ликвидным бумагам

Акция	Значение на 09.04.2021	Значение на 23.04.2021	Изменение
A016460	20000	17000,01	-15,00%
KUMZ	910	995	9,34%
KVTS	3490	3500	0,29%
QZSM	5500	7001	27,29%
SQBN	16,45	15,25	-7,29%
URTS	13888	15600	13,04%
UZMK	45000,01	46001	2,22%
TKVK	490000	300800	-38,61%
KSCM	999999	990000	-0,90%

Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

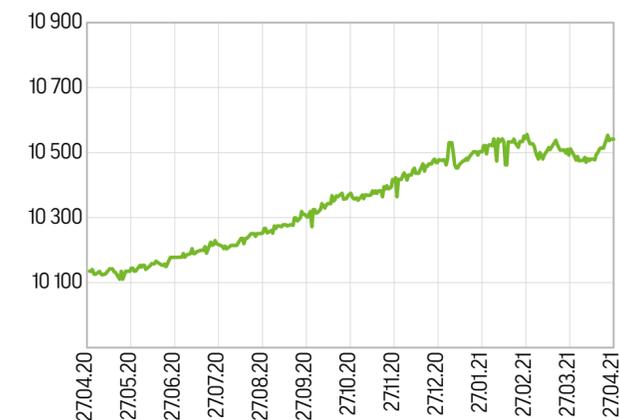


# Рынок Узбекистана

## Важные новости

- РФБ «Тошкент» увеличила продолжительность торгового дня до 16:05.
- Биржа остановила торги акциями Тошкентвино комбинати (TKVK). Ранее компания объявила о сплите акций 9 к 1 для капитализации нераспределенной прибыли постфактум.
- Uzbekistan Airways, Узбекнефтегаз, Узтрансгаз, Навоийский и Алмалыкский ГМК, Узметкомбинат, а также НБУ выйдут на IPO/SPO в 2021–2023 годах.
- В ближайшие два года финансовый рынок Узбекистана претерпит ряд изменений. С 2022-го внебиржевые бумаги будут размещены на РФБ. С января будут доступны секьюритизированные и ипотечные облигации, опционы и фьючерсы, с апреля – исламские облигации (сукук). В мае 2022-го доля государства в капитале РФБ «Тошкент» снизится с 50%+1 акция до 25%+1 акция. Вероятно, пакет бумаг, составляющий эту разницу, перейдет Корейской бирже KRX. В декабре 2022-го резидентам и нерезидентам будут доступны для покупки пяти- и десятилетние государственные ценные бумаги (ГЦБ), а также инфляционные ГЦБ. В декабре 2022-го появится возможность инвестировать в паи ETF на золото и валютные фьючерсы. В том же месяце будут установлены линки с международными депозитариями. С 1 января 2023 года эмитенты смогут размещаться на зарубежных площадках после листинга на РФБ. До 2023-го капитализация фондового рынка Узбекистана будет доведена до 45 трлн сумов (около \$4,5 млрд, или 7,8% текущего ВВП).
- Директором департамента развития рынка капитала при Минфине назначен Сарварбек Ахмедов. Ранее этот выпускник Манчестерского университета занимал позицию первого заместителя начальника Казначейства, имеет опыт работы в Goldman Sachs.
- Капиталбанк (КРВА) полностью разместил облигации на 50 млрд сумов на РФБ.
- Ипотека-Банк (ИРТВ) разместил облигации на 785 млрд сумов на Венской бирже. Эффективная процентная ставка – 16,5%, дюрация – три года.
- Консультантом по приватизации Кизилкумцемента (QZSM) станет Deloitte.

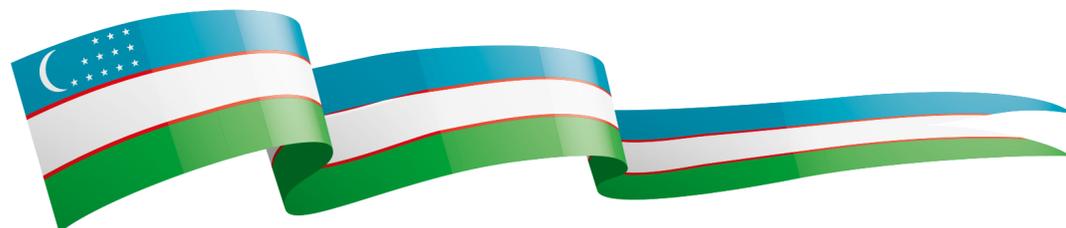
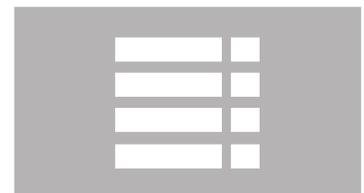
Динамика USD/UZS, 1 год



Динамика индекса EqRe Blue, 1 год



Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)



# Рынок Германии

## В ожидании попутного ветра

При реализации «бычьего» сценария DAX способен продвинуться к отметке 15800 пунктов, при продолжении коррекции индекс откатится к 14700

Торговая неделя с 12 по 16 апреля на немецком фондовом рынке стала седьмой подряд завершившейся в плюсе. DAX по ее итогам поднялся на 1,5%, до 15 460 пунктов. В пятницу индекс вырос более чем на 1,3%, а за предыдущие четыре дня не показал выраженной динамики. Движение котировок на протяжении большей части указанного периода определяли сообщения об ослаблении карантина в Великобритании, статистика розничных продаж в еврозоне за февраль, зафиксировавшая рост на 3%, а также данные о динамике ВВП Великобритании, который в том же месяце прибавил 0,4%, немного недотянув до общерыночных ожиданий. В последний день торговой недели драйвером роста стали данные розничных продаж в США за март. Показатель увеличился на 9,8% под влиянием принятых властями Штатов стимулирующих потребительский спрос мер. Инфляция в еврозоне за март ускорилась до 0,9% м/м за счет роста цен на услуги и топливо. Акции Daimler в ходе торгов 16 апреля подорожали почти на 2,7% на фоне публикации отчета за первый квартал. Операционная прибыль компании увеличилась до 5 млрд евро с прошлогодних 719 млн. Неделя с 19 по 23 апреля на фондовых площадках Германии впервые за несколько месяцев закончилась в минусе. DAX по итогам пятидневки упал почти на 1,2%, до 15 280 пунктов, притом что в понедельник на открытии обновил максимум, достигнув 15 502 пунктов. Однако в течение того же дня индекс скорректировался на 0,6%, а во вторник упал еще на 1,6%.

Основными причинами коррекции стали публикации разочаровавших инвесторов отчетностей американских компаний, а также информация о новых вспышках заболеваемости COVID-19 в ряде крупных стран. За оставшиеся три торговых дня немецкому индексу удалось отыграть почти половину падения в начале пятидневки. Среди важных новостей этой недели отметим решение ЕЦБ сохранить параметры монетарной политики без изменений, а также данные о динамике PMI еврозоны, который с 53,2 пункта в марте поднялся до 53,7 в апреле. Daimler улучшила прогноз прибыли на текущий год, хотя отметила, что глобальный дефицит полупроводников способен негативно повлиять на ее продажи во втором квартале. SAP по итогам первого квартала зафиксировала рост доходов от облачного сегмента и повысила прогноз выручки на 2021 год.



### Ожидания и стратегия

После коррекции DAX смог удержаться в локальном восходящем тренде, что значительно увеличивает шансы на дальнейший рост. Вероятнее всего, индекс вновь направится к отметке 15 500 пунктов и после ее преодоления двинется к новым максимумам, расположенным вблизи 15 800 пунктов. «Медвежий» сценарий предполагает пробой локального тренда вниз и падение к 14 700 пунктам.

### Динамика акций и индекса DAX

Акция	Значение на 09.04.2021	Значение на 23.04.2021	Изменение
DAX Index	15 234,16	15 279,62	0,3%
DWNI GR Equity	41,48	45,23	9,0%
BOSS GR Equity	34,75	37,47	7,8%
CON GR Equity	111,16	118,32	6,4%
SAP GR Equity	111,96	118,70	6,0%
MAN GR Equity	54,90	57,20	4,2%
KGX GR Equity	83,58	86,14	3,1%
SY1 GR Equity	107,80	110,80	2,8%
FME GR Equity	63,30	65,02	2,7%
BNR GR Equity	73,62	75,62	2,7%
BAYN GR Equity	53,49	54,85	2,5%
FRE GR Equity	38,64	39,43	2,1%
SHL GR Equity	47,12	48,08	2,0%
UTDI GR Equity	33,79	34,38	1,7%



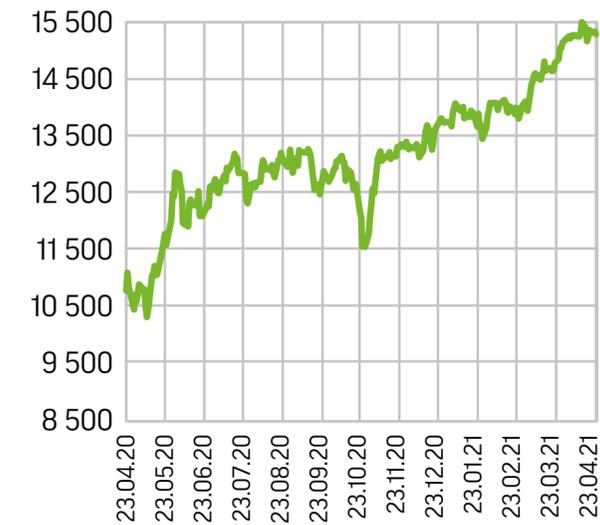
# Рынок Германии

## Важные новости

- **Индекс деловой активности (PMI) еврозоны, согласно предварительной оценке, в апреле вырос с мартовских 53,2 до 53,7 пункта.** Тот же показатель для Германии несколько превзошел ожидания аналитиков. Промышленный индекс повысился до 65,8 пункта, а тот же показатель для сферы услуг составил 50,1.
- **SAP отчиталась за первый квартал.** Результаты компании несколько ухудшились по сравнению с прошлым годом, зато прогноз руководства на текущий год был повышен. Согласно пересмотренным расчетам, выручка SAP в облачном сегменте должна вырасти на 14-18% г/г.
- **Инфляция в еврозоне ускоряется четвертый месяц подряд.** В марте она составила 1,9% годовых, притом что еще в ноябре 2020-го не превышала 0,8%.



Динамика индекса DAX



Динамика EUR/USD



# Siemens AG: Большие надежды

Повышение котировок Siemens поддержат сильные прогнозы квартальных результатов

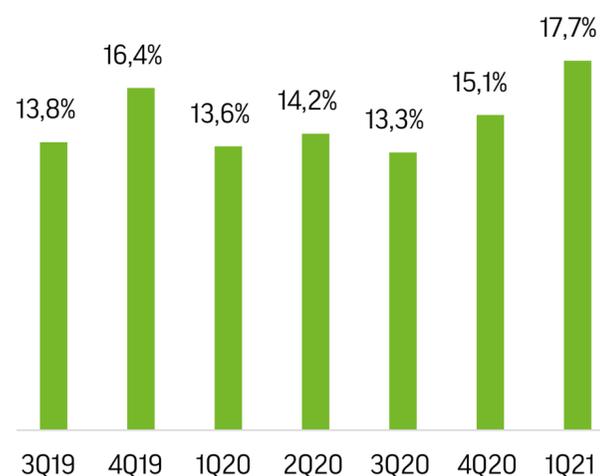
## Причины для покупки:

- 1. Квартальный отчет как возможный катализатор роста.** 7 мая компания опубликует финансовые результаты за второй квартал 2021 финансового года. Хотя значительного роста выручки в отчетном периоде не предполагается, аналитики прогнозируют повышение маржинальности: как ожидается, операционная прибыль увеличится с 1,74 млрд евро до 1,9 млрд евро, а EPS – с 1,68 евро до 1,87 евро.
- 2. Улучшение перспектив кредитоспособности.** Международное агентство S&P Global Ratings пересмотрело прогноз по долгосрочному кредитному рейтингу Siemens A+ с негативного на стабильный. Аналитики S&P отмечают значительное улучшение финансовых метрик компании в первом квартале и рост свободных денежных потоков до 800 млн евро, тогда как в прошлом году этот показатель характеризовался отрицательными значениями. Агентство прогнозирует дальнейшее улучшение финансовых показателей Siemens в течение следующих двух лет за счет общего восстановления экономики и рынков сбыта, а также увеличения объема заказов, которые предстоит выполнить.
- 3. Последние обновления инвестдомов.** Консенсус целевой цены, рассчитанный на основе рекомендаций 20 аналитиков, предоставивших прогноз с начала марта, составляет 154 евро. 14 из них дают рекомендацию «покупать», четверо – «держат» и двое – «продавать». Самый высокий таргет по бумаге на уровне 170 евро установили HSBC, Jefferies и Goldman Sachs. Целевая цена Stifel и Credit Suisse – 165 евро.
- 4. Техническая картина.** Акции Siemens с ноября 2020 года движутся в канале роста, находясь сейчас на его нижней границе, что дает возможность зайти в акции по привлекательной цене. Ожидается рост котировок до верхней границы канала – примерно 160 евро.

Квартальная выручка, млрд евро



ЕБИТДА маржа



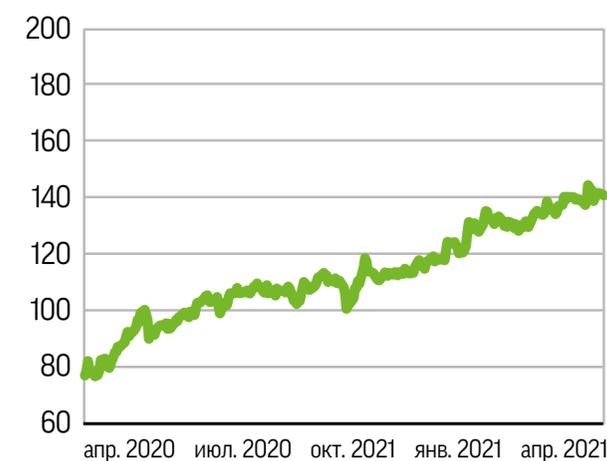
## Среднесрочная идея

### Siemens AG

Тикер на Xetra:	SIE
Текущая цена:	€142
Целевая цена:	€160
Потенциал роста:	13%
Дивидендная доходность:	2,5%

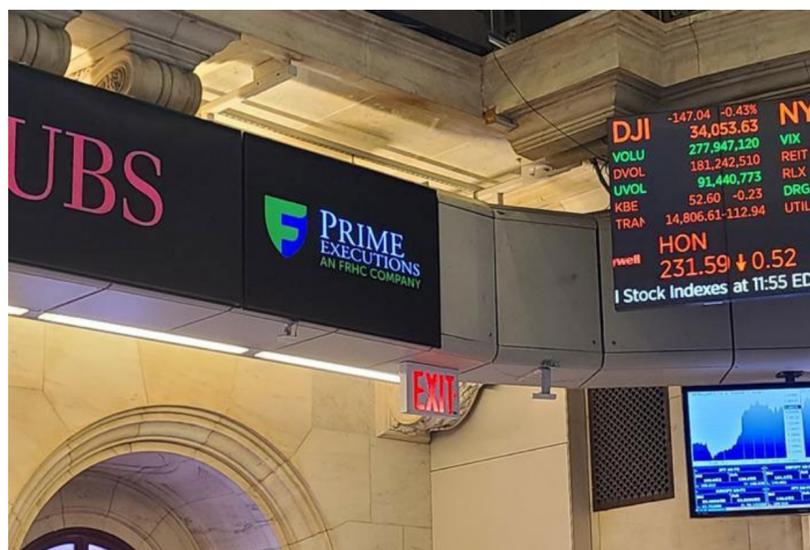
# SIEMENS

Динамика акций SAP на XETR



## Логотип Freedom Holding Corp. появился на Нью-Йоркской бирже

Брокерско-дилерская компания Prime Executions обновила логотип в соответствии с корпоративным стилем Freedom Holding Corp. (NASDAQ: FRHC). Теперь логотип и название международного холдинга представлены на бирже NYSE наравне с UBS, GS и другими крупнейшими инвестбанками и брокерами.



FRHC приобрел Prime Executions в конце 2020 года и получил благодаря этому прямой выход на американский рынок. Брокер зарегистрирован Комиссией по ценным бумагам и биржам США (SEC) и является членом Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE), а также NASDAQ, FINRA и SIPC. Общий объем торгов Freedom и Prime на биржах США в декабре 2020 года составил 1 069 646 879 акций.

«Больше всего клиентских заявок мы исполняем на американском фондовом рынке. Мы специально купили институционального брокера, который хорошо умеет обслуживать поток ордеров от других брокерских компаний. Наш план на ближайшие два года в США – построить

полноценного брокера для обслуживания наших нужд. Также холдинг идет к получению разрешения, которое позволит выступать в роли банка-организатора первичных размещений в США», – сказал глава Freedom Holding Corp., основатель ИК «Фридом Финанс» Тимур Турлов в интервью Интерфаксу.

## ИК «Фридом Финанс» – организатор и андеррайтер выпуска облигаций ООО «ЭкономЛизинг»

«ЭкономЛизинг» разместил на Московской бирже выпуск биржевых облигаций серии 001P-03 объемом 200 млн рублей.

Организатором и андеррайтером выпуска (регистрационный номер: 4B02-03-00461-R-001P от 15.04.2021) выступила ООО ИК «Фридом Финанс». Ставка купона определена на все купонные периоды – 11,5% годовых. Продолжительность купонного периода составляет 91 день, число купонных периодов – 12.

«ЭкономЛизинг» – универсальная лизинговая компания, представлена на рынке более 15 лет. Основным видом деятельности является передача объектов в финансовую аренду (лизинг/сублизинг). Компания характеризуется высокими показателями финансовой устойчивости, ликвидности и рентабельности. 2 сентября 2020 года «Эксперт РА» присвоило «ЭкономЛизинг» рейтинг кредитоспособности лизинговых компаний на уровне ruBB+ со стабильным прогнозом.

«Компания «ЭкономЛизинг» имеет огромный опыт работы на рынке лизинговых услуг, а также широкую партнерскую сеть и стабильную клиентскую базу. Этот выпуск поддержит реализацию потенциала ООО «ЭкономЛизинг» для наращивания рыночной доли компании и развития региональной сети. Мы приветствуем активное развитие сегмента долгового финансирования на российском фондовом рынке и рост числа новых эмитентов и обли-

гационных выпусков», – прокомментировал размещение облигаций Сергей Носов, заместитель генерального директора ИК «Фридом Финанс».

## Второй офис «Фридом Финанс» открылся в Санкт-Петербурге

19 апреля 2021 года открылся второй офис инвестиционно-банковских услуг «Фридом Финанс» в Санкт-Петербурге. Отделение располагается по адресу: Московский проспект, д.179, лит. А. В новом офисе оказывается весь спектр услуг инвестиционной компании. Все услуги Банка «Фридом Финанс» будут доступны клиентам с 11 мая.



Первый офис ИК «Фридом Финанс» в культурной столице работает уже шесть лет, а банковское отделение открылось два года назад. За это время клиентами ИК стали более 4,5 тыс. клиентов, из них за январь-апрель 2021 года счета открыли 1344 человека.

Помимо Москвы и Санкт-Петербурга, по два офиса «Фридом Финанс» открыто в Казани и Екатеринбурге. Всего компания представлена более чем в 40 городах России, а число ее клиентов превышает 113 тыс.

Инвестиционный  
обзор №222  
29 апреля 2021  
[www.ffin.ru](http://www.ffin.ru)

