

Стратегия на первое полугодие 2025 года

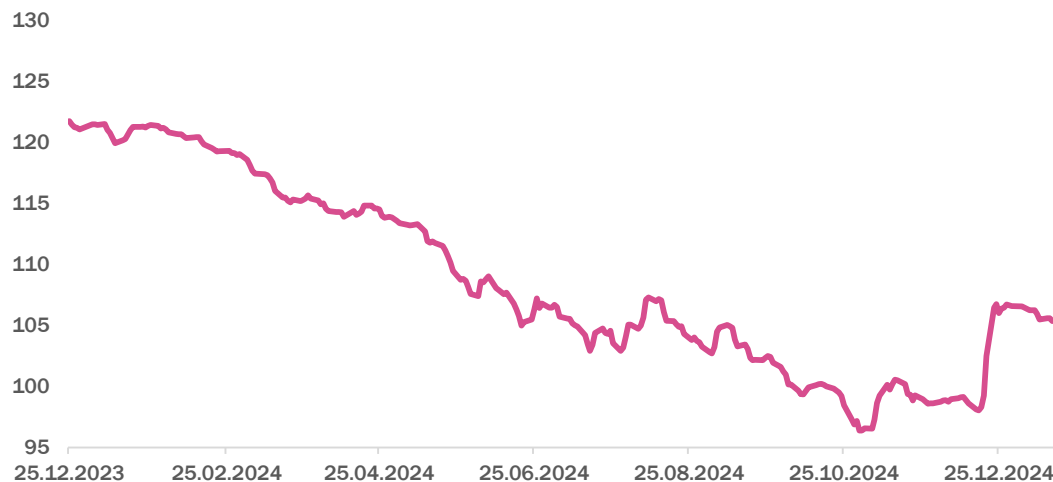


Рыночный сентимент

Динамика индекса Мосбиржи



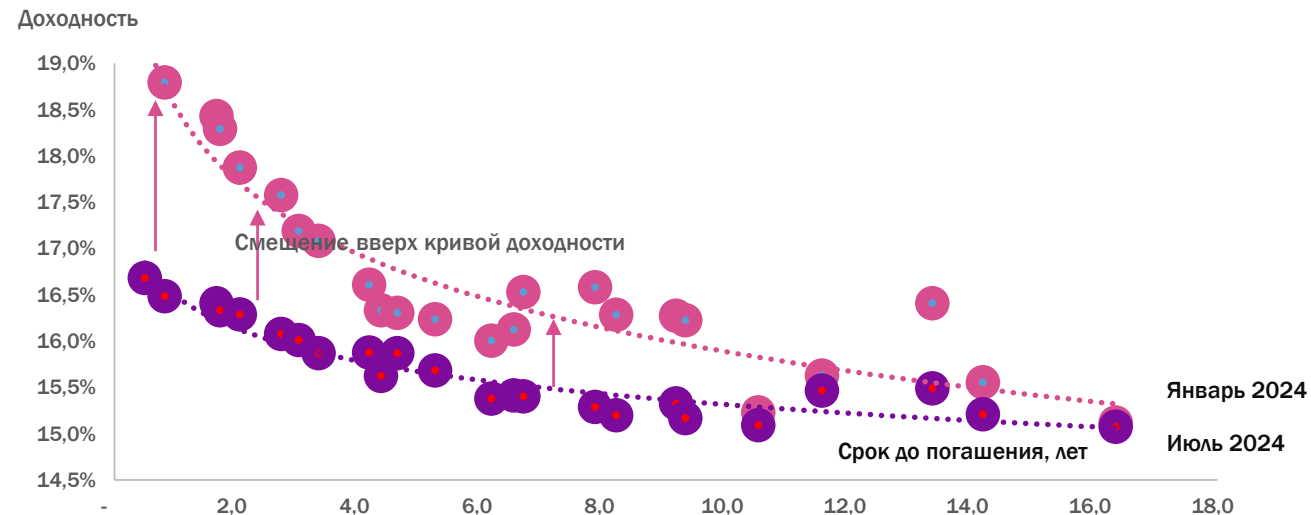
Динамика индекса RGBI



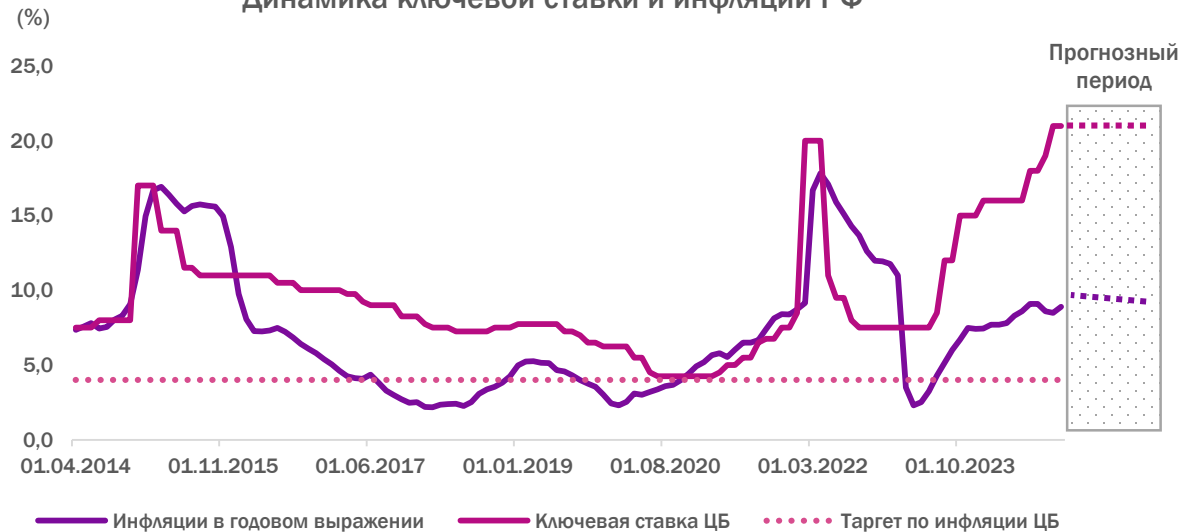
Источник данных: Мосбиржа, Cbonds, расчеты КИТ Финанс

- По итогам 2024 года индекс МосБиржи закрылся на отметке 2883 пунктов, показав снижение на 7%. В моменте индекс достигал отметки 2400 пунктов. Давление на рынок оказывало несколько факторов: а) Существенное ужесточение ДКП и повышение ставки до 21%; б) Отсутствие прогресса в борьбе с инфляцией, которая по итогам года составила 9,5%, что оказалось существенно выше таргета ЦБ; в) Продолжение перетока ликвидности в инструменты денежного рынка, облигации и депозиты; г) Усиление геополитических рисков, после вторжения Украины в Курскую область в августе. Лишь благодаря победе Трампа на выборах в ноябре и паузе в повышении ставки в декабре, рынок смог закрыться выше уровня 2800 пунктов.
- Ожидания на 1-ю половину 2025 года: 3100 пунктов по индексу Мосбиржи. Достижению таргета будут способствовать: 1) Завершение цикла повышения ставки ЦБ; 2) Старт мирных переговоров по Украине.
- Облигационный рынок. Индекс RGBI за 2024 год снизился на 12%, закрывшись на отметке 106,58 пунктов. Кривая доходности ОФЗ во втором полугодии увеличила свою инверсию, ближний конец кривой сместился вверх на 40 - 250 б.п. Такая ситуация сложилась в результате: 1) Существенного ужесточения ДКП во второй половине года. В конце первого полугодия рынок закладывал в базовом сценарии повышение ставки до 18%. В итоге ставка выросла до 21%, а перед последним заседанием ЦБ консенсус-прогнозы указывали на повышение до 23%. 2) Отсутствие прогресса в борьбе с инфляцией и, как следствие, изменение ожиданий по траектории снижения ключевой ставки. Мы полагаем, что в 1-ой половине 2025 года ЦБ не начнет цикл снижения ставки, а кривая ОФЗ продолжит нормализацию за счет роста доходностей в дальнем конце.

Кривая доходности ОФЗ

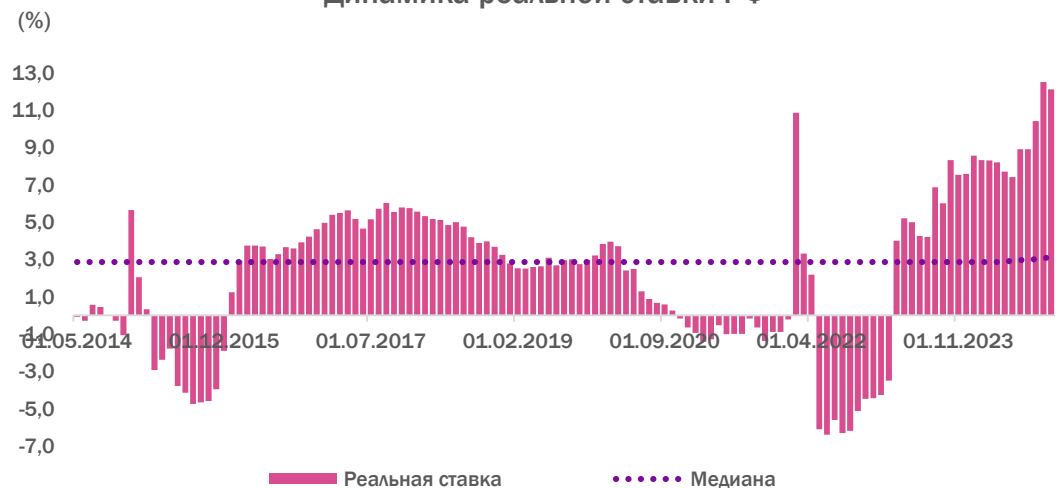


Динамика ключевой ставки и инфляции РФ

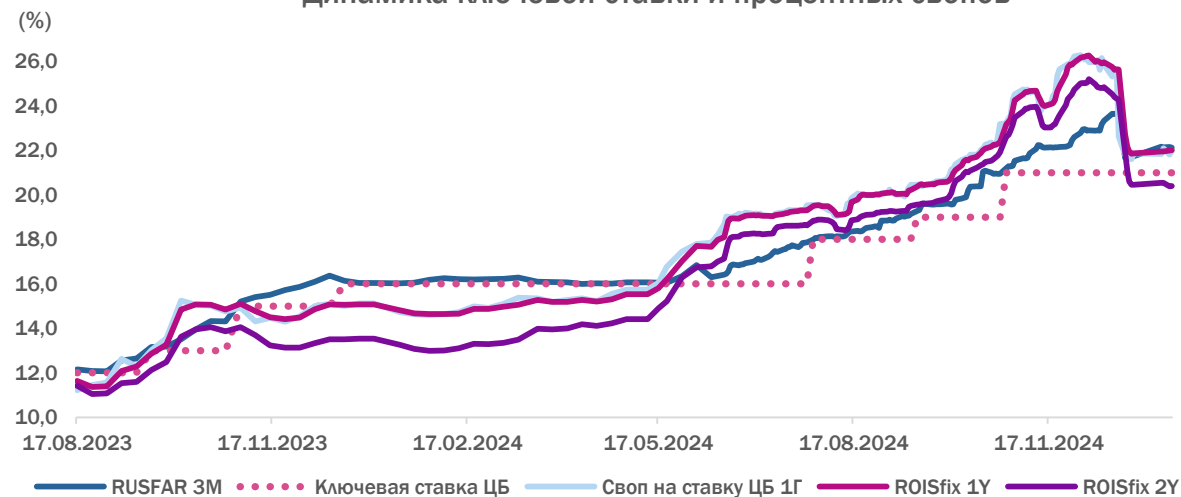


- На вторую половину 2024 года рынок в базовом сценарии закладывает повышение ключевой ставки ЦБ в августе до 18% и что это станет последним повышением в текущем цикле. На июльском заседании 2024 года ЦБ в своих прогнозах таргетировал среднюю ключевую ставку за год в диапазоне 16,9% - 17,4% при средней инфляции по году в диапазоне 7,8 - 8,0%. По итогам 2024 года инфляция составила 9,5%, а ставка была повышена до 21%. Теперь ЦБ в свои прогнозах предполагает среднюю ставку на 2025 год в диапазоне 17-20%.
- **Рыночные индикаторы.** Значения RUONIA Overnight Interest Rate Swap (индикативная ставка (фиксинг) по операциям процентный своп на ставку RUONIA) на срок 1 год и 2 года, закладывали ставку 25-26% перед декабрьским заседанием ЦБ. Но ЦБ неожиданно оставил ставку без изменения и их значения резко снизились до уровня 20,5-22,0%. 3-х месячный RUSFAR (рассчитывается на основании сделок и заявок на заключение сделок РЕПО с Центральным контрагентом) снизился с 23,6% до 22%. Это говорит о том, что рынок резко изменил свои ожидания и больше не закладывает повышение ставки в текущий момент.
- **Наш прогноз.** Мы ожидаем, что темпы роста ВВП РФ в 2025 году замедлятся до 1,5-1,7%. Одним из ключевых факторов станет торможение строительного сектора. Снижение бюджетного импульса будет дополнительно оказывать дезинфляционное влияние. Также ЦБ отметил заметное замедление кредитования, что подтверждается свежим отчетом Сбербанка по РПУ за 2024 год. В отчете за декабрь банк впервые с 2022 года показал снижение портфеля корпоративных кредитов на минус 1,4%. На наш взгляд, ЦБ РФ оставит ставку на уровне 21% в первой половине 2025 года и будет уделять внимание устойчивости трендов в замедлении темпов инфляции и кредитования.

Динамика реальной ставки РФ



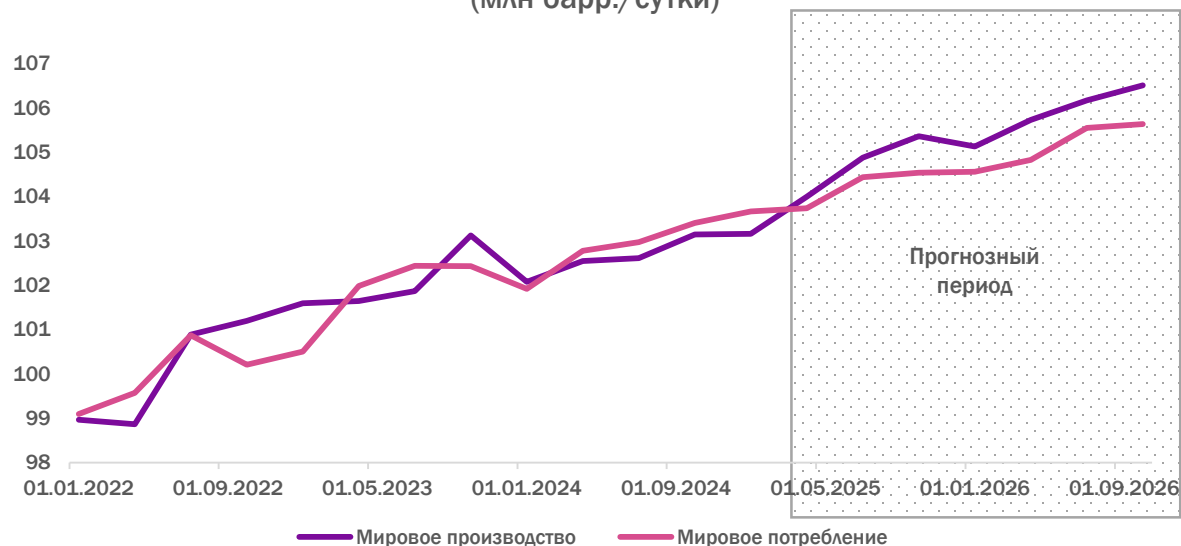
Динамика ключевой ставки и процентных свопов



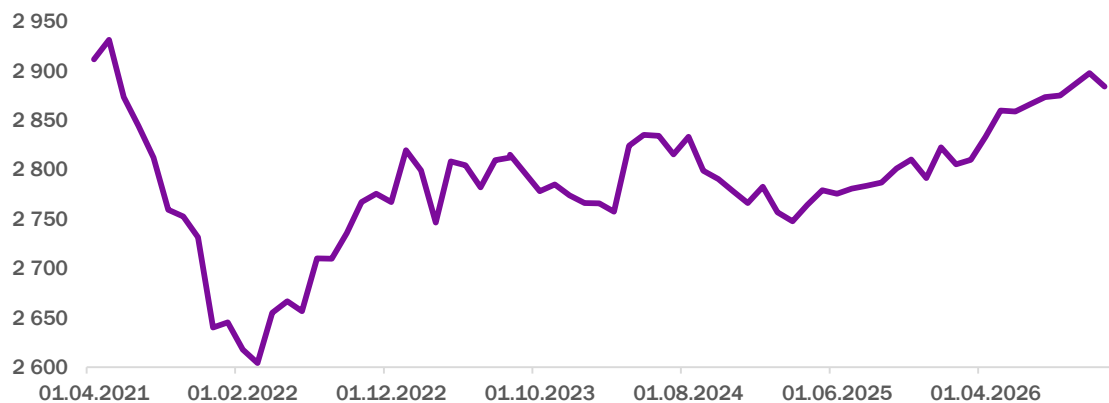
Источник данных: Cbonds, расчеты КИТ Финанс

Мировой рынок нефти

Прогноз глобального производства и потребления нефти (млн барр./сутки)



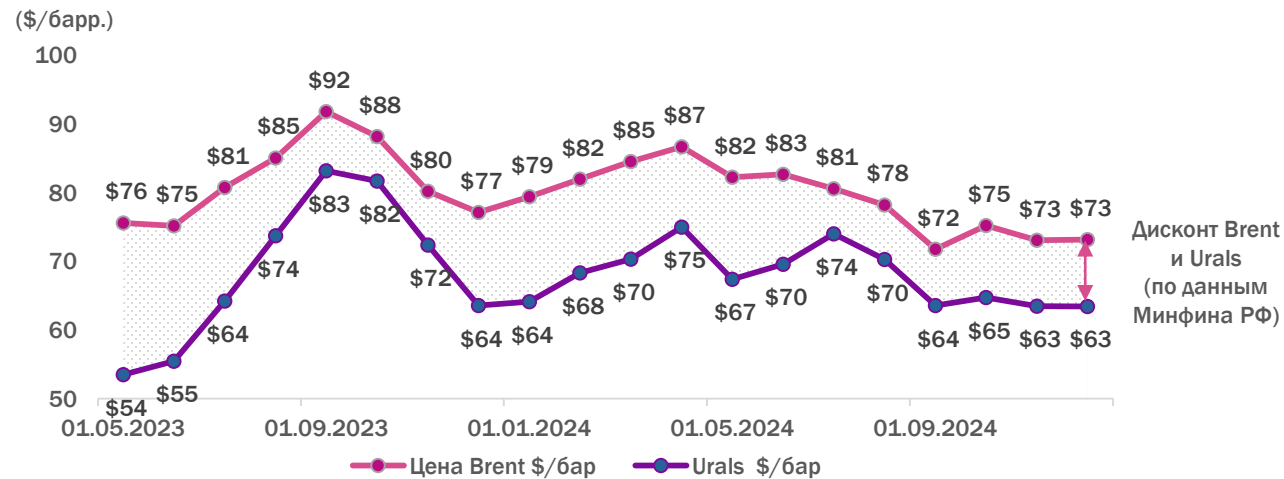
Прогноз мировых запасов нефти и дистиллятов



Источник данных: EIA, Минфин РФ, расчеты КИТ Финанс

- **Спрос и предложение на рынке.** По оценкам EIA, в 2024 году суммарный мировой спрос на нефть вырос на 0,93 млн барр./сутки и составил 102,77 млн барр./сутки. В 2025 году прогнозируется увеличение спроса на 1,33 млн барр./сутки, до 104,1 млн барр./сутки, а в 2026 году прогнозируется рост еще на 1,05 млн барр./сутки, до 105,15 млн барр./сутки. Сворачивание сокращения добычи ОПЕК+ и сильный рост добычи нефти за пределами ОПЕК+ приведут к росту мировой добычи на 1,8 млн барр./сутки в 2025 году и на 1,5 млн барр./сутки в 2026 году.
- **Добыча сырой нефти в США.** После достижения годового рекорда в 13,2 млн барр./сутки в 2024 году, ожидается, что в 2025 году объем добычи увеличится до 13,5 млн барр./сутки и до 13,6 млн барр./сутки в 2026 году. Доля Пермского региона в добыче нефти в США продолжит расти и составит более 50% всей добычи сырой нефти в США в 2026 году.
- **Прогноз мировых цен на нефть.** Средняя цена на нефть марки Brent в 2024 году составила \$81 за баррель. На 2025 год прогноз средней цены составляет \$74 за баррель и \$66 за баррель в 2026 году. Главным фактором станет увеличение добычи ОПЕК+ с 2К25, а также рост добычи за пределами ОПЕК+. Это приведет к накоплению мировых запасов нефти с середины 2025 года по 2026 год и они увеличатся в среднем на 0,3 млн. барр./сутки. в 2025 году и на 0,7 млн. барр./сутки в 2026 году, а на рынке сложится профицит нефти ≈ 0,5 млн. барр./сутки.
- **Ситуация с российской нефтью.** США 10 января 2025 года ввели наиболее серьезными за последние 3 года санкции против нашего нефтяного сектора. Под ограничения попали: Сургутнефтегаз и Газпром нефть, нефтеперерабатывающие заводы, 160 танкеров для перевозки нефти, включая 54 судна, Совкомфлота. По оценкам, в результате, экспорт нефти может снизиться от 0,7-0,8 млн барр./сутки до 1,6 млн барр./сутки (при общем объеме 5 млн барр./сутки). По данным Argus дисконты на нефть Urals FOB выросли на \$1,5-2,6 за барр. - до \$13,5-14,4 за барр., а на сорт нефти ESPO увеличились на \$8,4/барр. - до \$10/барр.

Динамика среднемесячных цен сортов Brent и Urals



Основные макропоказатели и параметры бюджета

| Основные макропоказатели | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|---|------|------|------|------|-------|
| ИПЦ, г/г (%) | 5,9 | 9,5 | 8,2 | 5 | 4,2 |
| Ключевая ставка (%) | 9,9 | 17,5 | 21,3 | 14,6 | 10,4 |
| ВВП, г/г (%) | 3,6 | 3,8 | 1,5 | 1,7 | 1,9 |
| Баланс консолидированного бюджета (% ВВП) | -2,3 | -1,7 | -1,1 | -1 | -1 |
| Экспорт товаров и услуг (млрд долл. США в год) | 465 | 417 | 475 | 480 | 482 |
| Импорт товаров и услуг (млрд долл. США в год) | 379 | 295 | 382 | 395 | 401 |
| Курс USD/RUB (в среднем за год) | 85,2 | 92,9 | 102 | 104 | 106,6 |
| Цена на нефть марки Brent (\$ за баррель, в среднем за год) | 82 | 79 | 75 | 75 | 72 |

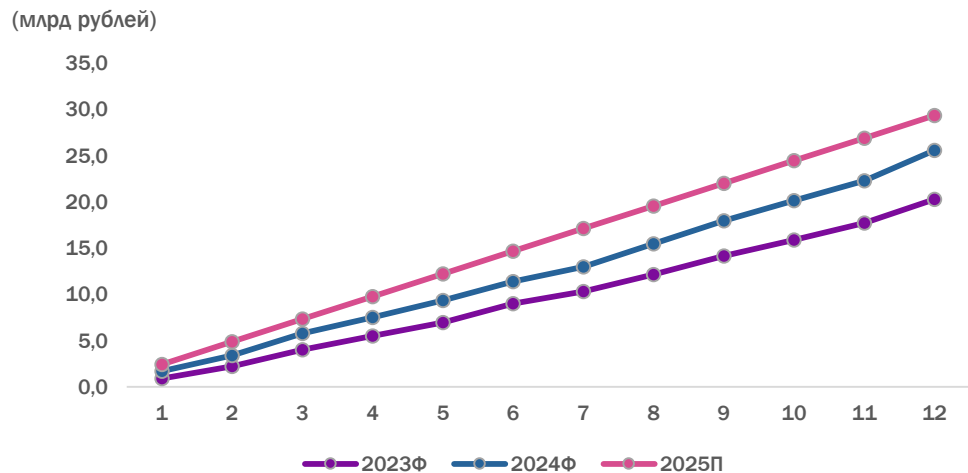
ЦБ опубликовал свежий макроэкономический обзор с обновленными ключевыми показателями:

- **Инфляция за 2025 год составит 6,0%** (предыдущая цель была 5,3%) и вернется к таргету 4% лишь в 2027 году.
- **Изменен прогноз по траектории ключевой ставки.** Прогноз повышен до 21,3% (рост на 3,3%). На 2026 год прогноз повышен до 14,6% (рост на 2,1%). В 2027 году ожидается средняя ключевая ставка в размере 10,4% (рост на 1,4%). Медианная нейтральная ставка составит 7,5% (рост на 0,5%).
- **Снижены прогнозные темпы роста ВВП в 2025 году до 1,5%** (прогноз снижен на 0,3%). В 2026-2027 гг ожидаемые темпы роста ВВП составят 1,7-1,9%.
- **Ожидания по уровню безработицы в 2025 году снижены до 2,6%**, а в 2026-2027 гг уровень безработицы составит 2,8-3,0%. При этом темп роста номинальных зарплат в 2025 году составит 11,5%, а в 2026-2027 гг темп роста составит 7,1%-7,6%.
- **По новым оценкам объем экспорта составит 475 млрд долл. в 2025 году.** В 2026 год составит 480 млрд долл. (прогноз понижен на 5 млрд долл.). В 2027 году объем экспорта составит 482 млрд долл. (прогноз понижен на 11 млрд долл.), что на 12% ниже уровней 2021 года. **Объем импорта составит 382 млрд долл. в 2025 году.** Объем импорта в 2026 году составит 395 млрд долл. , а в 2027г году и 401 млрд долл.
- **Курс доллара в 2025 году составит - 102 рубля за долл.** (изменение прогноза на +7 рублей). Средний курс в 2026 году составит 104 рубля за долл., а на 2027 год — 106,6 рублей за долл.
- **Средняя цена марки Brent в 2025-2026 гг составит \$75 за баррель и \$72 за баррель в 2027 году.**

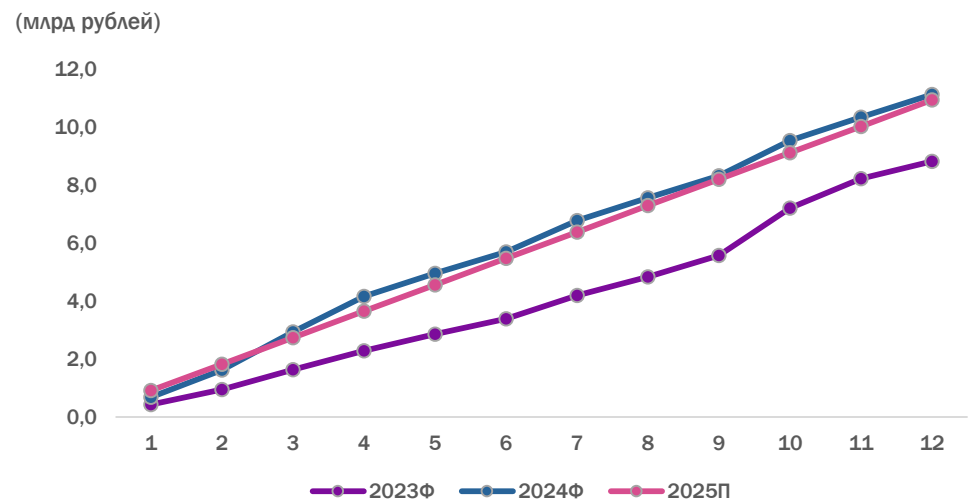
Источник данных: ЦБ РФ, расчеты КИТ Финанс

Параметры бюджета

Динамика нефтегазовых доходов



Динамика нефтегазовых доходов

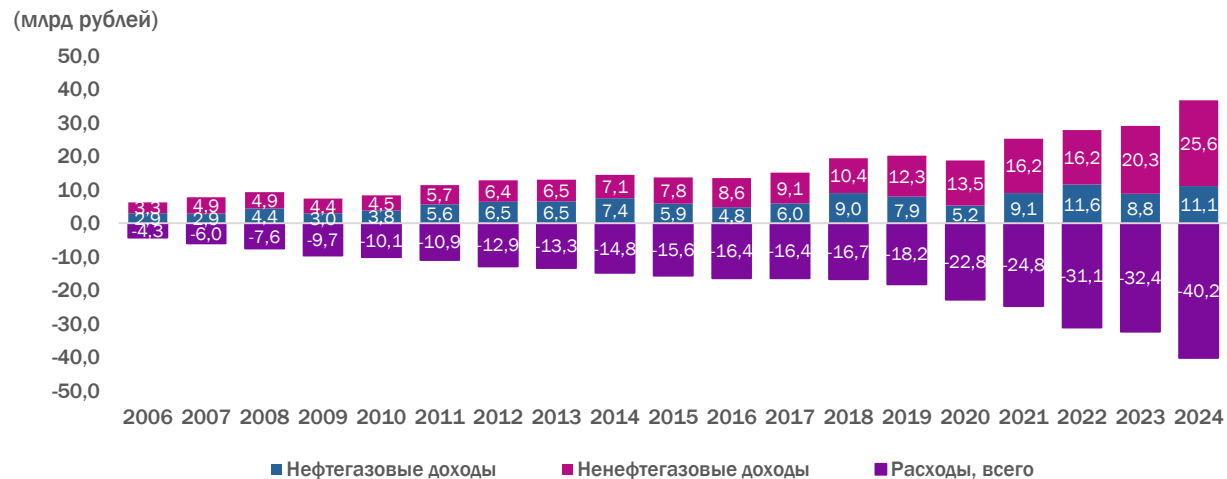


— По предварительной оценке исполнения федерального бюджета за 2024 год объем доходов составил 36,7 трлн рублей, показав рост на +26% г/г. Объем расходов составил 40,2 трлн рублей что соответствует росту +24,2% г/г, при изначальном плане в 36,7 трлн рублей. Дефицит бюджета составил почти 3,5 трлн рублей, при первоначальной оценке в 1,6 трлн рублей.

- Нефтегазовые доходы составили 25,6 трлн рублей, показав рост на + 26,0% г/г. Основным источником доходов стал НДС, объем которого составил 13,5 трлн рублей. Всего доля нефтегазовых доходов в объеме составила около 70%.
- Нефтегазовые доходы в 2024 году принесли России 11,3 трлн рублей, что на 26,2% больше, чем в предыдущем году. Систематическое превышение базового уровня позволило аккумулировать дополнительно 1,3 трлн рублей.

— Прогноз по доходам и расходам федерального бюджета на 2025 год. Проектом федерального бюджета на 2025–2027 годы предусмотрено, что доходы в 2025 году составят 40,3 трлн рублей. Нефтегазовые доходы вырастут до 29,4 трлн рублей в 2025 году, а нефтегазовые доходы составят около 11 трлн рублей. Дефицит бюджета в 2025 году запланирован на уровне 1,2 трлн рублей, который будет финансироваться преимущественно за счет государственного долга.

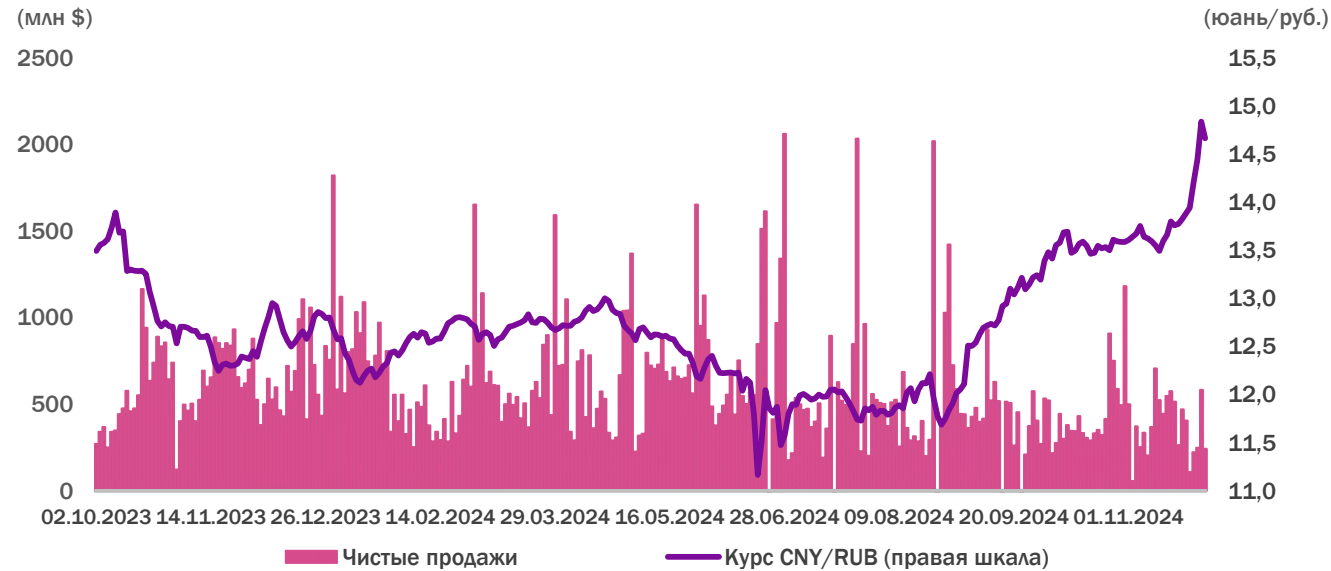
Баланс доходов и расходов бюджета



Источник данных: Минфин РФ, расчеты КИТ Финанс

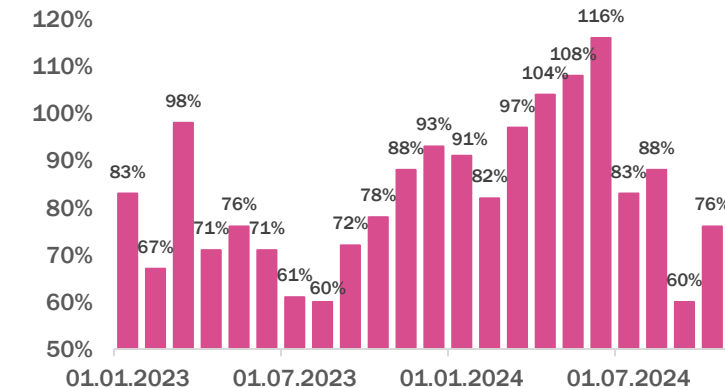
Рынок валюты

Чистые продажи валютной выручки и динамика курса юань/рубль

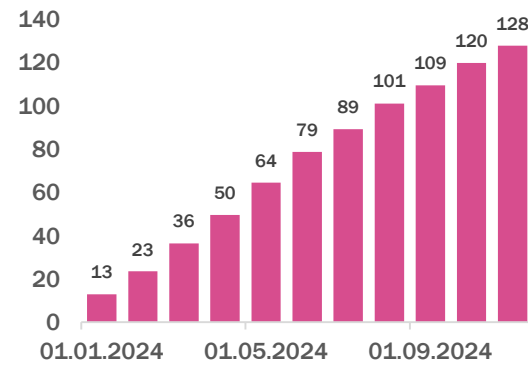


- **Профицит счета текущих операций.** Положительное сальдо счета текущих операций платежного баланса России по итогам 2024 года составило \$53,8 млрд, против \$50,1 млрд в 2023 году (рост г/г на +7,4%). Отметим, что в декабре прошлого года сальдо и вовсе было отрицательным -\$1,3 млрд (в декабре 2023 года составляло +\$0,6 млрд) вследствие сезонного увеличения дефицита баланса инвестиционных доходов. По текущему прогнозу ЦБ, при среднегодовой цене нефти марки Brent \$80 за баррель, профицит счета текущих операций в 2025 году снизится до \$51 млрд. Однако с учетом введенных санкций снижение профита счета может быть более значительным.
- **Чистые продажи валютной выручки.** Во второй половине 2024 года власти снизили обязательный порог по возврату валютной выручки с 80% до 40%, а также снизили требование по реализации в стране средств, полученных от каждого контракта с 50% до 25%. Это привело к падению чистых продаж валюты к валютной экспортной выручке до среднего уровня 77% с 100%.
- **Динамика курса рубля.** Во второй половине 2024 года произошла девальвация рубля относительно юаня до уровня 15 рублей, чему способствовали санкции против Газпромбанка, которые США ввели в ноябре. Банк обеспечивал работу инфраструктуры международных расчетов. А так же, по комментариям ЦБ, дополнительное влияние оказали сделки «отдельных нефинансовых компаний», которые покупали валюту для погашения обязательств. ЦБ в рамках стабилизации курса приостановил операции по покупке валюты с 28 ноября 2024 года.
- **Мы считаем, что из-за снижения профицита счета текущих операций, возобновления операций ЦБ по покупке валюты в 2025 году, а также снижения объема продаж валюты экспортерами, курс рубля к юаню будет находиться в первой половине 2025 года в диапазоне 13,3 – 14,5.**

Отношение чистой продажи валюты к валютной экспортной выручке

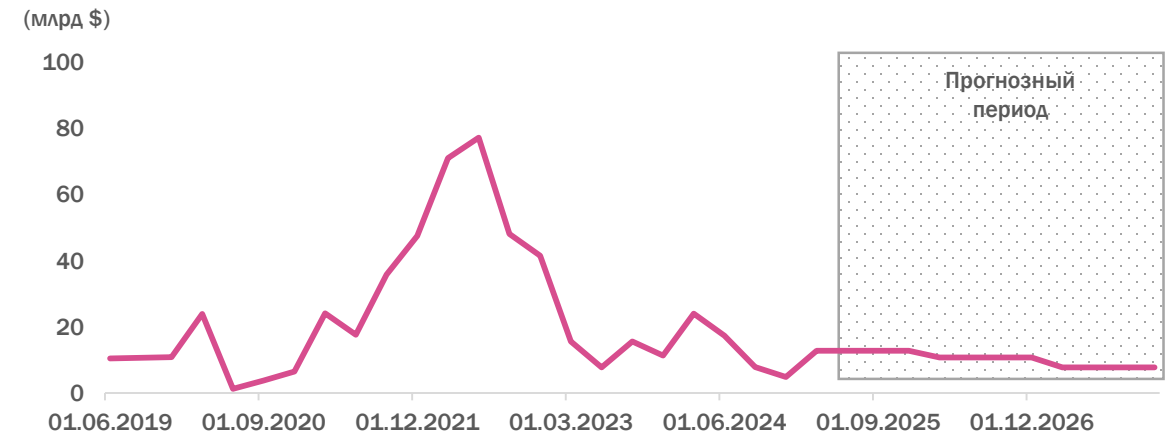


Объем продажи валютной выручки накопленным итогом (в млрд \$)



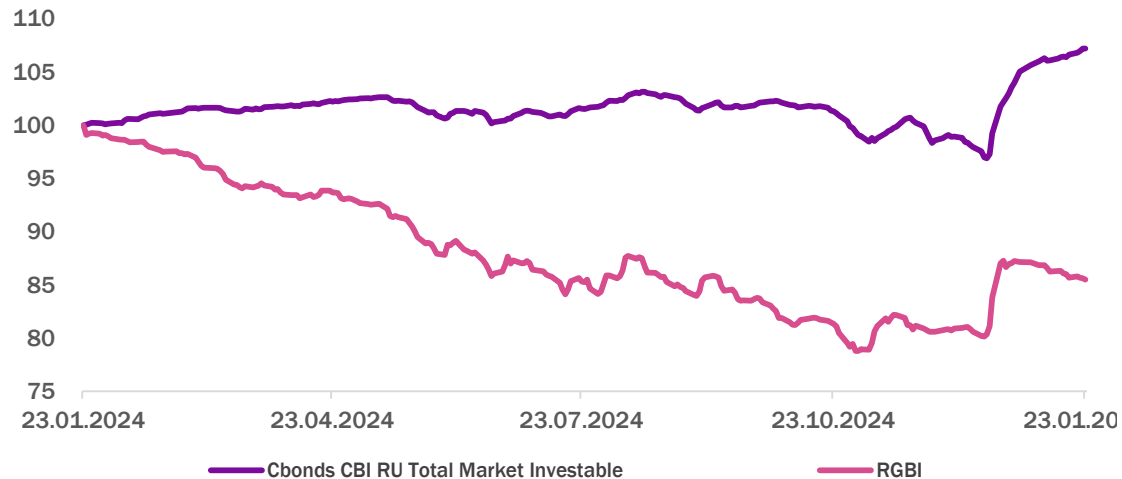
Источник данных: ЦБ РФ, расчеты КИТ Финанс

Динамика профицита счета текущих операций РФ

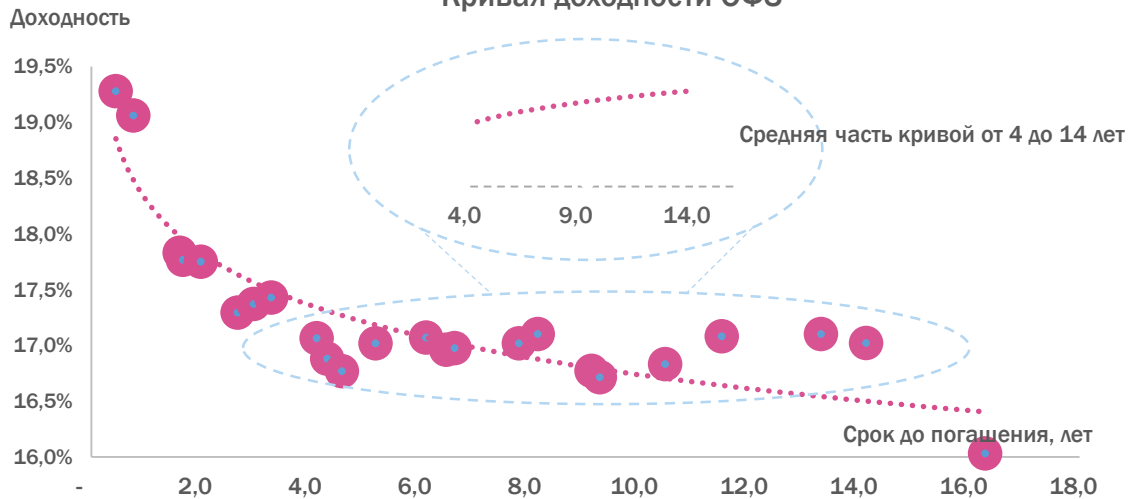


Рынок рублевых облигаций

Динамика индексов государственных и корпоративных облигаций

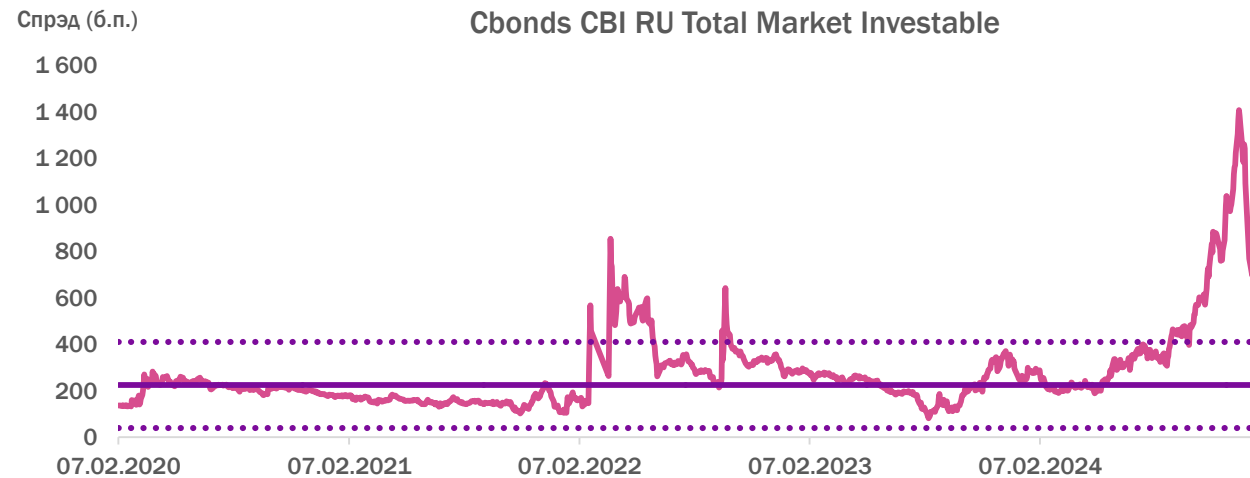


Кривая доходности ОФЗ



Динамика индекса

Cbonds CBI RU Total Market Investable



- **Облигационный рынок.** Индекс RGBI в 2024 году упал на 12%. Такая ситуация на рынке облигаций сложилась в результате нескольких факторов: 1) Существенное ужесточение ДКП во второй половине 2024 года. Ставка увеличилась до 21% и ожидалось повышение до 23%. 2) Отсутствие прогресса в борьбе с инфляцией и, как следствие, изменение ожиданий по траектории снижения ключевой ставки.
- **Рынок корпоративных облигаций.** За 2024 год корпоративные эмитенты разместили облигаций на рекордные 6,86 трлн рублей, рост на +30% г/г, где на долю флоатеров пришлось 3,1 трлн рублей. По рынку в первую очередь отмечаем резкий рост спрэдов к концу года, так по индексу Cbonds CBI RU Total Market Investable G-Spread спрэд вырос за год с 258 б.п. до 982 б.п., что отразилось в резком увеличении премий при первичных размещениях. Если в первой половине года премия на первичных размещениях в сегменте AAA составляла 100-120 б.п., то к концу года она увеличилась до 200 б.п. В сегменте AA премия на первичных размещениях выросла с 150-200 б.п. до 400 б.п. Второй важный момент на который мы обращаем внимание - активный пересмотр рейтингов и прогнозов в сегменте A/AA.
- **Рынок ОФЗ.** В 2024 году было размещено ОФЗ на общую сумму 4,37 трлн рублей по номиналу, при этом около 2 трлн рублей привлекли флоатеры на последних аукционах. План Минфина на 2025 год – разместить ОФЗ на 4,8 трлн рублей, при этом приоритетом будет размещение долгосрочных облигаций. В январе 2025 года Минфин зарегистрировал 7 долгосрочных выпусков по 50 млрд рублей каждый. Отметим, что за последний месяц в средней и дальней части кривой ОФЗ наблюдается тренд на увеличение крутизны за счет давления в дальнем конце кривой.
- **Стратегия.** Мы отдаем предпочтение на 1-ую половину года корпоративным флоатерам с рейтингом AA/AAA, которые дают хорошую премию, а так же новым размещениям бумаг с фиксированным купоном с рейтингом AA/AAA.

*Индекс Cbonds CBI RU Total Market Investable G-Spread отражает весь рынок ликвидных корпоративных облигаций РФ с кредитным рейтингом эмитентов от BB+ до AAA

Источник данных: CBONDS, расчеты КИТ Финанс

Подборка рублевых облигаций с фиксированным купоном

| Бумага | ISIN | Рейтинг эмитента | Дата погашения | Дата oferty | Текущий купон, % | YTM, % | Индикативная цена, % |
|-----------------------------------|--------------|------------------|----------------|-------------|------------------|--------|----------------------|
| Роснефть, 002P-04 | RU000A0ZYT40 | AAA(RU) | 03.02.2028 | 11.02.2025 | 8,0 | 25,7 | 99,4 |
| Европн1P3 | RU000A103KJ8 | ruAA | 08.08.2031 | 19.02.2025 | 8,5 | 28,9 | 99,0 |
| T1, 001P-01 | RU000A1071R5 | A(RU) | 14.10.2025 | 15.04.2025 | 15,5 | 26,0 | 98,3 |
| Солнечный свет, 001P-01 | RU000A1074Q1 | A-(RU) | 17.04.2025 | | 15,3 | 25,6 | 98,3 |
| АЛРОСА, БО-07 | RU000A101PC6 | AAA(RU) | 10.05.2030 | 20.05.2025 | 5,8 | 21,2 | 96,0 |
| Металлоинвест, БО-10 | RU000A101R90 | AAA(RU) | 23.05.2030 | 03.06.2025 | 5,7 | 23,6 | 94,8 |
| СИБУР Холдинг, БО-03 | RU000A103DS4 | AAA(RU) | 01.07.2031 | 11.07.2025 | 7,7 | 24,5 | 93,7 |
| МТС-Банк, 001P-02 | RU000A1051U1 | A(RU) | 01.08.2025 | | 9,6 | 24,1 | 94,0 |
| ГМК Норильский никель, БО-001P-02 | RU000A105A61 | AAA.ru | 05.10.2027 | 14.10.2025 | 9,7 | 22,0 | 93,0 |
| ГЛАК, БО-06 | RU000A0JVWJ6 | AA-(RU) | 20.10.2025 | | 11,6 | 24,0 | 93,1 |
| Группа Черкизово, БО-001P-05 | RU000A105C28 | AA-(RU) | 23.10.2025 | | 10,0 | 22,6 | 92,6 |
| Альфа-Банк, 002P-23 | RU000A106AJ2 | AA+(RU) | 30.11.2025 | | 9,6 | 22,2 | 91,4 |
| Positive Technologies, 001P-02 | RU000A105JG1 | ruAA | 03.12.2025 | | 10,5 | 22,1 | 92,3 |
| Белуга Групп, БО-П04 | RU000A102GU5 | ruAA- | 05.12.2025 | | 7,4 | 23,4 | 90,9 |
| ЮВЕЛИТ, 001P-01 | RU000A105PK0 | A-(RU) | 23.12.2025 | | 13,4 | 24,4 | 92,7 |
| Ростелеком, 002P-10R | RU000A105UU9 | AA+(RU) | 11.02.2026 | | 9,2 | 21,0 | 90,4 |
| Автодор, БО-003P-03 | RU000A105V82 | AA(RU) | 12.02.2026 | | 10,3 | 21,9 | 90,5 |
| ИКС 5 ФИНАНС, 003P-08 | RU000A10AP21 | AAA(RU) | 05.01.2035 | 27.02.2026 | 21,5 | 23,5 | 100,2 |

Подборка рублевых облигаций с фиксированным купоном

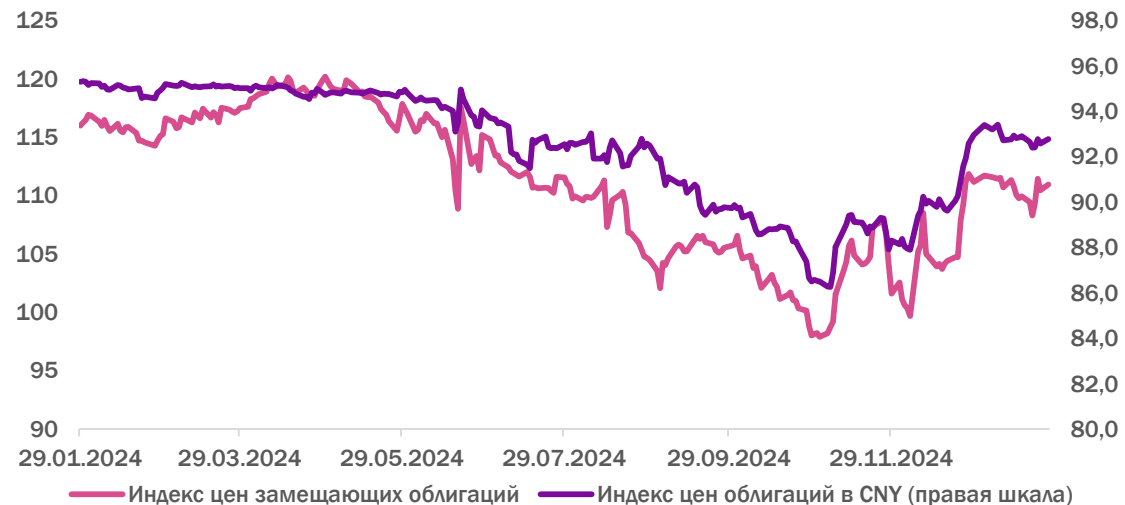
| Бумага | ISIN | Рейтинг эмитента | Дата погашения | Дата oferty | Текущий купон, % | YTM, % | Индикативная цена, % |
|-------------------------------------|--------------|------------------|----------------|-------------|------------------|--------|----------------------|
| Селектел, 001P-03R | RU000A106R95 | A+(RU) | 14.08.2026 | | 13,3 | 23,7 | 88,5 |
| Эталон Финанс, 002P-01 | RU000A105VU7 | ruA- | 03.02.2038 | 20.02.2026 | 13,7 | 29,9 | 88,0 |
| АФК Система, 001P-23 | RU000A104693 | AA-(RU) | 21.11.2031 | 04.03.2026 | 10,0 | 29,7 | 84,4 |
| Синара-Транспортные Машины, 001P-04 | RU000A1082Y8 | A(RU) | 10.03.2029 | 26.03.2026 | 15,5 | 25,5 | 92,5 |
| Промомед ДМ, 002P-01 | RU000A1061A2 | ruA- | 27.03.2026 | | 12,0 | 23,3 | 90,1 |
| Магнит, БО-005P-01 | RU000A10ANZ8 | AAA(RU) | 19.04.2026 | | 21,5 | 23,7 | 100,1 |
| Каршеринг Россия, 001P-02 | RU000A106A86 | A+(RU) | 22.05.2026 | | 12,7 | 26,7 | 87,1 |
| ХКФ Банк, БО-04 | RU000A103760 | A(RU) | 01.06.2026 | | 8,0 | 16,0 | 91,5 |
| Трансмашхолдинг, ПБО-07 | RU000A106CU5 | ruAA | 04.06.2027 | 05.06.2026 | 10,2 | 24,5 | 85,5 |
| Россети, 001P-06R | RU000A105559 | AAA(RU) | 18.08.2032 | 31.08.2026 | 8,7 | 20,2 | 86,4 |
| Интерлизинг, 001P-07 | RU000A1077X0 | ruA- | 31.10.2026 | | 16,0 | 28,9 | 87,0 |
| Лидер-Инвест, БО-ПО3 | RU000A103QH9 | ruA- | 15.09.2026 | | 9,1 | 30,3 | 91,7 |
| ГЛАК, 001P-08 | RU000A0ZYR91 | AA-(RU) | 18.01.2033 | 30.07.2027 | 11,3 | 27,9 | 74,5 |
| Каршеринг Россия, 001P-03 | RU000A106UW3 | A+(RU) | 18.08.2027 | | 13,7 | 25,2 | 82,6 |
| ХК Новотранс, 001P-03 | RU000A105CM4 | ruAA- | 26.10.2027 | | 11,7 | 23,8 | 84,8 |

Подборка рублевых облигаций с плавающим купоном

| Бумага | ISIN | Рейтинг эмитента | Дата погашения | Дата oferty | Параметры купона | Индикативная цена, % |
|---------------------------|--------------|------------------|----------------|-------------|---------------------------|----------------------|
| Металлоинвест, 001P-09 | RU000A10AFX9 | AAA(RU) | 17.06.2026 | | Ежемесячно КС +2,5% | 101,1 |
| Т-Финанс, 001P-01 | RU000A109KT4 | A(RU) | 10.09.2026 | | Ежемесячно КС +2,75% | 97,2 |
| РусГидро, БО-002P-01 | RU000A10A349 | ruAAA | 04.11.2026 | | Ежемесячно КС +2,0% | 100,3 |
| ФосАгро, БО-02-01 | RU000A10A4S7 | ruAAA | 27.10.2029 | 17.11.2026 | Ежемесячно КС +2,0% | 101,0 |
| СИБУР Холдинг, 001P-02 | RU000A10A7H3 | AAA(RU) | 23.11.2026 | | Ежемесячно КС +2,1% | 102,7 |
| Группа Позитив, 001P-02 | RU000A10AHJ4 | AA(RU) | 17.12.2026 | | Ежемесячно КС +4,0% | 101,6 |
| Селектел, 001P-05R | RU000A10A7S0 | A+(RU) | 23.05.2027 | | Ежемесячно КС +4,0% | 101,6 |
| Росэксимбанк, 002P-05 | RU000A108ZT4 | ruAA | 05.07.2034 | 19.07.2027 | Ежеквартально КС +1,9% | 95,1 |
| Акрон, БО-001P-06 | RU000A10AA28 | ruAA | 27.07.2027 | | Ежемесячно КС +3,2% | 101,0 |
| Совкомбанк Лизинг, БО-П07 | RU000A1099V8 | ruAA- | 08.08.2027 | | Ежемесячно КС +2,0% | 97,1 |
| ТрансКонтейнер, П02-01 | RU000A109E71 | ruAA- | 20.08.2027 | | Ежемесячно КС +1,75% | 97,7 |
| ЛК Европлан, 001P-08 | RU000A10A7C4 | ruAA | 18.11.2027 | | Ежемесячно КС +4,0% | 101,2 |
| АФК Система, 001P-31 | RU000A1098F3 | AA-(RU) | 08.11.2028 | | Ежеквартально КС +2,2% | 80,9 |

Рынок валютных облигаций РФ

Динамика ценовых индексов валютных облигаций



- **Рынок долларовых облигаций.** За 2024 год индекс долларовых замещающих облигаций показал снижение на 5%, опустившись с 117 до 111 пунктов, в результате YTM по индексу взлетела с 6,5% до 11,0%. Такая динамика рынка связана с несколькими факторами: 1) ростом рублевых ставок и расширением спредов по корпоративным рублевым бумагам, которые, в свою очередь, транслировались в увеличение доходностей и по квазивалютным бумагам; 2) распродажи валютных облигаций из-за возможного снижения ОВП банков во второй половине 2024 года. Одним из важных событий на рынке долларовых облигаций стало замещение суверенных валютных облигаций объемом \$28,8 млрд. Рынок ожидал навес бумаг после замещения, но каких-то распродаж по итогу не произошло. Одна из популярных еврооблигаций - Россия 28 с момента замещения выросла на 6,5%, а ее доходность упала ниже 8%.
- **Рынок юаневых облигаций.** Индекс юаневых облигаций снизился на 2% за 2024 год с 95 до 93 пунктов, в результате YTM по индексу взлетела с 5,7% до 9,1%. Такая динамика связана с падением в целом рынка валютных облигаций, а в августе дополнительное давление оказывал дефицит юаневой ликвидности, в результате чего ставки по юаневым свопам достигали отметки 50% и выше.
- **Стратегия.** В 2025 году по плану/оферте может погаситься валютных облигаций примерно на \$16 млрд и еще порядка 24 млрд в последующие два года. Это эквивалентно примерно половине от общего объема. После новых крупных размещений Новатэка и Фосагро в 2024 года, эмитенты практически не выходили на рынок валютных облигаций. В связи с этим предложение этих инструментов на рынке будет снижаться и будет приводить к спросу на оставшиеся выпуски. На наш взгляд текущие уровни все еще интересны для покупок.

Динамика индексов доходности валютных облигаций



Динамика спреда доходности индексов валютных облигаций в долларах и юанях



Источник данных: Мосбиржа, Эксперт РА, расчеты КИТ Финанс

Подборка долларовых облигаций

| Бумага | ISIN | Рейтинг эмитента | Дата погашения | Дата оферты | Текущий купон, % | YTM, % | Индикативная цена, % |
|---------------------------------------|--------------|------------------|----------------|-------------|------------------|--------|----------------------|
| Лукойл, 30-27 | RU000A1059P4 | AAA(RU) | 26.04.2027 | 26.04.2025 | 2,80 | 7,7 | 90,4 |
| Лукойл, 30-31 | RU000A1059R0 | AAA(RU) | 26.10.2031 | 26.04.2025 | 3,60 | 8,4 | 76,2 |
| Лукойл, 30-26 | RU000A1059N9 | AAA(RU) | 02.11.2026 | 02.05.2025 | 4,75 | 7,6 | 95,5 |
| Лукойл, 30-30 | RU000A1059Q2 | AAA(RU) | 06.05.2030 | 06.05.2025 | 3,88 | 8,4 | 81,6 |
| ГЛАК, 3025-Д | RU000A1078V2 | AA-(RU) | 17.04.2025 | | 5,95 | 8,1 | 99,5 |
| ГМК Норильский никель, 3025-Д | RU000A107BL4 | ruAAA | 11.09.2025 | | 2,55 | 6,2 | 97,8 |
| Газпром Капитал, Б3026-1-Д | RU000A105QW3 | AAA(RU) | 26.01.2026 | 26.01.2026 | 4,60 | 55,6 | 67,4 |
| Газпром Капитал, 3026-1-Д | RU000A105RG4 | AAA(RU) | 11.02.2026 | | 5,15 | 7,8 | 97,5 |
| ГЛАК, 3026-Д | RU000A107AQ5 | AA-(RU) | 18.02.2026 | | 4,95 | 11,3 | 94,0 |
| НЛМК, 3026-Д | RU000A107EL8 | ruAAA | 30.05.2026 | | 4,70 | 8,2 | 95,8 |
| Московский кредитный банк, 30-2026-02 | RU000A107VV1 | A+(RU) | 21.09.2026 | | 3,88 | 11,4 | 89,2 |
| ГМК Норильский никель, 3026-Д | RU000A107C67 | ruAAA | 27.10.2026 | | 2,80 | 8,7 | 90,9 |
| Тинькофф Банк, TCS-perp2 | RU000A107746 | AA-(RU) | 20.12.2026 | 20.12.2026 | 6,00 | 34,4 | 65,3 |
| ТМК, 30-2027 | RU000A107JN3 | ruA+ | 12.02.2027 | | 4,30 | 10,7 | 89,0 |
| Совкомбанк, С30-01 | RU000A107B84 | AA(RU) | 17.02.2027 | 17.02.2027 | 7,60 | 22,0 | 78,9 |
| ГЛАК, 3027-Д | RU000A107B43 | AA-(RU) | 10.03.2027 | | 4,65 | 11,7 | 87,6 |
| Газпром Капитал, 3027-1-Д | RU000A1056U0 | AAA(RU) | 23.03.2027 | | 4,95 | 9,8 | 91,2 |

Подборка долларовых облигаций

| Бумага | ISIN | Рейтинг эмитента | Дата погашения | Дата oferty | Текущий купон, % | YTM, % | Индикативная цена, % |
|---------------------------|--------------|------------------|----------------|-------------|------------------|--------|----------------------|
| Газпром Капитал, 3027-2-Д | RU000A105JH9 | AAA(RU) | 29.06.2027 | | 3,00 | 9,1 | 87,4 |
| Газпром Капитал, 3028-1-Д | RU000A105R62 | AAA(RU) | 06.02.2028 | | 4,95 | 9,5 | 88,7 |
| ГЛАК, 3028-Д | RU000A107CX7 | AA-(RU) | 26.02.2028 | | 4,80 | 13,1 | 80,3 |
| Совкомфлот, 30-2028 | RU000A105A87 | ruAAA | 26.04.2028 | | 3,85 | 9,3 | 85,4 |
| ФосАгро, 3028-Д | RU000A106G56 | AAA(RU) | 16.09.2028 | | 2,60 | 8,6 | 82,1 |
| Металлоинвест, 028 | RU000A105A04 | AAA(RU) | 22.10.2028 | | 3,38 | 9,5 | 81,7 |
| Газпром Капитал, 3029-1-Д | RU000A105KU0 | AAA(RU) | 27.01.2029 | | 2,95 | 10,2 | 77,2 |
| ГЛАК, 3029-Д | RU000A107D58 | AA-(RU) | 27.02.2029 | | 4,35 | 11,2 | 78,8 |
| НОВАТЭК, 001P-02 | RU000A108G70 | AAA(RU) | 16.05.2029 | | 6,25 | 8,6 | 92,6 |
| ФосАгро, БО-П01-USD | RU000A108LP2 | AAA(RU) | 31.05.2029 | | 6,25 | 7,5 | 96,1 |
| Газпром Капитал, 3030-1-Д | RU000A105SG2 | AAA(RU) | 25.02.2030 | | 3,25 | 10,2 | 73,7 |
| Газпром Капитал, 3031-1-Д | RU000A105JT4 | AAA(RU) | 14.07.2031 | | 3,50 | 9,8 | 71,0 |
| Газпром Капитал, 3034-1-Д | RU000A105A95 | AAA(RU) | 28.04.2034 | | 8,63 | 9,2 | 97,6 |
| Газпром Капитал, 3037-1-Д | RU000A105RH2 | AAA(RU) | 16.08.2037 | | 7,29 | 9,2 | 87,2 |

Подборка юаневых облигаций

| Бумага | ISIN | Рейтинг эмитента | Дата погашения | Дата оферты | Текущий купон, % | YTM, % | Индикативная цена, % |
|-----------------------------------|--------------|------------------|----------------|-------------|------------------|--------|----------------------|
| Южуралзолото ГК, 001P-02 | RU000A1061L9 | AA-(RU) | 01.04.2025 | | 5,5 | 7,7 | 99,6 |
| РУСАЛ, БО-001P-01 | RU000A105C44 | A+(RU) | 24.04.2025 | | 3,8 | 7,7 | 99,1 |
| Металмоинвест, 001P-03 | RU000A105M75 | AAA(RU) | 11.12.2025 | | 3,3 | 8,6 | 95,7 |
| ГМК Норильский никель, БО-001P-05 | RU000A105ML5 | ruAAA | 15.12.2025 | | 4,0 | 7,1 | 97,4 |
| РУСАЛ, БО-001P-02 | RU000A105PQ7 | A+(RU) | 23.12.2025 | | 4,0 | 7,3 | 97,2 |
| Уральская Сталь, БО-001P-03 | RU000A107U81 | A+(RU) | 19.02.2026 | | 7,1 | 13,8 | 94,0 |
| Совкомфлот, 001P-01 | RU000A1060Q0 | ruAAA | 24.03.2026 | | 5,0 | 10,0 | 94,8 |
| Металмоинвест, 001P-05 | RU000A1071S3 | AAA(RU) | 14.04.2026 | | 5,8 | 10,5 | 95,0 |
| Акрон, БО-001P-04 | RU000A108JH3 | ruAA | 22.05.2026 | | 7,8 | 8,8 | 99,2 |
| ГЛК, 002P-05 | RU000A108NS2 | AA-(RU) | 09.06.2026 | | 8,3 | 10,9 | 97,1 |
| РУСАЛ, БО-001P-06 | RU000A107RH8 | A+(RU) | 05.08.2026 | | 7,2 | 12,0 | 94,0 |
| ЕвроСибЭнерго 001PC-05 | RU000A108FX8 | A(RU) | 17.11.2026 | | 8,1 | 12,2 | 94,2 |
| РУСАЛ, БО-05 | RU000A105104 | A+(RU) | 28.07.2027 | | 3,9 | 12,3 | 98,3 |
| РУСАЛ, БО-06 | RU000A105112 | A+(RU) | 28.07.2027 | | 3,9 | 12,4 | 98,3 |
| Полюс, ПБО-02 | RU000A1054W1 | ruAAA | 24.08.2027 | | 3,8 | 9,9 | 86,9 |
| Металмоинвест, 001P-02 | RU000A1057D4 | AAA(RU) | 10.09.2027 | | 3,7 | 9,6 | 87,0 |

Рынок акций РФ

Динамика индекса Мосбиржи

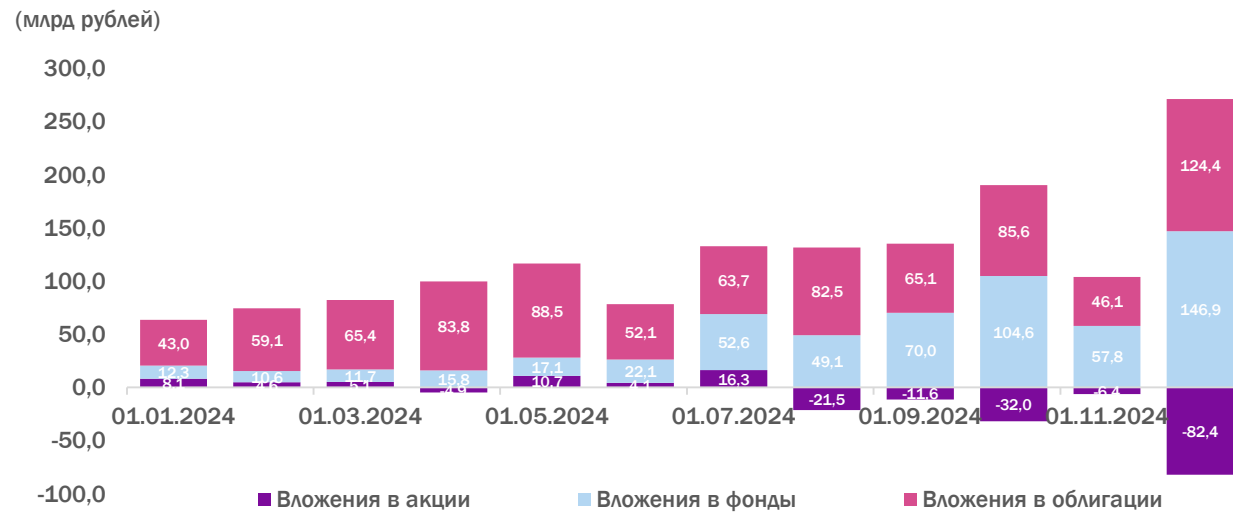


Динамика индекса IPO Мосбиржи



- **Рынок акций.** Индекс Мосбиржи в 2024 году упал на 7,8%, с 3130 до 2883 пунктов. В течение года на рынок оказывали давление: усиление инфляции, увеличение ставки выше 18%, геополитические факторы и новые санкции, переток в другие классы активов. По данным Мосбиржи, нетто-продажи акций за прошлый год составили 100 млрд рублей. В то время как в облигации и фонды денежного рынка приток составил 1,4 трлн рублей. В результате наш индекс торгуется ниже 4,0x по P/E, при среднем значении 4,2x за последние 3 года.
- **Ожидания на 1-ю половину 2025 года.** Наш таргет по индексу МосБиржи на первую половину года 3100 пунктов, что соответствует примерно 4,0x по P/E. Факторы, которые будут оказывать влияние на рынок: 1) Трек по ситуации вокруг Украины. Дональд Трамп, вступив в должность президента США, обозначил готовность применить торговые ограничения, включая пошлины, налоги и санкции, в отношении российского экспорта при отсутствии мирного соглашения с Украиной. Любые продвижения в сторону прекращения огня, будут позитивны для рынка; 2) Действия ЦБ РФ. На последнем заседании в декабре, регулятор сделал паузу и не повысил ставку выше 21%, после чего рынок вырос практически на 20%. Любые дальнейшие сигналы по окончанию цикла повышения ставок будут иметь положительный эффект. 3) Дивиденды компаний. По нашим оценкам, в 2025 году может быть выплачено около 4-4,5 трлн рублей эмитентами в виде дивидендов, что может привести к дополнительному спросу на покупку акций под дивиденды; 4) Переток из фондов ликвидности. Рост индекса выше 3000 пунктов, может привести к перетоку ликвидности в акции из фондов ликвидности.
- **Рынок IPO.** Во 2-й половине 2024 года активность на рынке IPO существенно снизилась после ударной 1-й половины, когда 8 компаний провели свои IPO, сумев привлечь порядка 70 млрд рублей. Во второй половине года из значимых размещений можно отметить Промомед, Озон фармацевтика, Аренадата. Мы считаем, что в начале этого года активность будет понемногу возобновляться.

Динамика нетто притоков в различные классы активов



Источник данных: Мосбиржа, Эксперт РА, расчеты КИТ Финанс

| Название | Таргет | Текущая цена | Описание идеи |
|---------------|--------|--------------|--|
| Лукойл | 8600 | 7160 | <ul style="list-style-type: none"> Эта компания - хороший выбор для тех, кто ищет дивидендные акции, поскольку она входит в список "дивидендных аристократов" на российском рынке, что подразумевает стабильную выплату дивидендов на протяжении длительного времени. Консенсус рынка предполагает дивиденды в следующем году могут составить примерно 1100 рублей на акцию. Акция торгуется с одной из самых низких оценок в секторе <2,0x по EV/EBITDA и имеет отрицательный чистый долг. |
| ГМК Норникель | 135 | 122 | <ul style="list-style-type: none"> Компания - производитель 19% мирового объема никеля и 40% палладия. Является бенефициаром от долгосрочного роста цен на промышленные металлы и девальвации рубля, так как сейчас они находятся на дне цикла цен. В 2025 году компания может вернуться к выплатам дивидендов (по нашим оценкам около 10 руб/акция). |
| Т-технологии | 3300 | 3058 | <ul style="list-style-type: none"> Самый быстрорастущий игрок в секторе с темпами роста чистой прибыли 50% в год, при ROE>30%. Бизнес диверсифицирован - более 50% доходов приходится на небанковские услуги. Банк завершил приобретение Росбанка и ожидает операционную синергию от слияния. Также обновил дивидендную политику, по которой платится 30% от чистой прибыли ежеквартально. |
| Яндекс | 4400 | 4110 | <ul style="list-style-type: none"> Компания сочетает высокие темпы роста бизнеса (прогнозный рост выручки в ближайшие 3 года составит 22-25% в год) с невысокой оценкой на уровне 6,0x по EV/EBITDA. При этом бизнес диверсифицирован и имеет сильные позиции на ключевых рынках. Эмитент имеет отрицательный чистый долг и впервые выплатил дивиденды, которые в течение 2 лет могут вырасти до 300 руб/акция. |
| Астра | 649 | 527 | <ul style="list-style-type: none"> Компания отчиталась о росте выручке на 78% г/г за 2024 год, что в рамках прогноза менеджмента о темпах роста 2023-2025 на 80% в год. Дальнейшим драйвером роста станет увеличение продаж экосистемных продуктов (а так же ее рост за счет сделок M&A) и выход в новые направления бизнеса. |
| Мать и дитя | 1100 | 1013 | <ul style="list-style-type: none"> Компания сочетает высокие темпы роста с див доходностью >10% и рентабельностью по EBITDA >30%. Планирует увеличить количество медицинских учреждений с 65 до 100 к 2028 году, что даст возможность наращивать выручку на 15-20% в год до 2028 года. Бизнес успешно переносит инфляцию в стоимость услуг, рост среднего чека в 2024 году составил >10%. На дивиденды направляется от 60% от чистой прибыли дважды в год. |

Источник данных: расчеты КИТ Финанс

Контакты

Санкт-Петербург, ул. Марата 69-71
Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»

8 800 700 00 55
8 (812) 611 00 00
8 (495) 401 52 13

Москва, ул. Маши Порываевой 34, ДЦ
«Домников», блок 1, 12 этаж

brokerkf.ru
sales@brokerkf.ru

КИТ Финанс (АО).

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг выданы на осуществление:

- дилерской деятельности № 040-06539-010000 от 14.10.2003 (выдана ФКЦБ России),
- брокерской деятельности № 040-06525-100000 от 14.10.2003 (выдана ФКЦБ России),
- деятельности по управлению ценными бумагами № 040-13670-001000 от 26.04.2012 (выдана ФСФР России),
- депозитарной деятельности № 040-06467-000100 от 03.10.2003 (выдана ФКЦБ России).

Без ограничения срока действия.

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях. Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре финансовых инструментов.

Настоящий обзор не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в настоящем обзоре, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, инвестиционным целям и/или ожиданиям. Определение соответствия финансового инструмента и операции, соответствующие Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска, является Вашей задачей. КИТ Финанс (АО) не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем обзоре. КИТ Финанс (АО) не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, при этом проверка использованных данных не проводилась. КИТ Финанс (АО) не дает никаких гарантий корректности, содержащейся в настоящем обзоре. КИТ Финанс (АО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (АО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (АО).

КИТ Финанс (АО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации и/или аналитических материалов, рекомендаций, программного обеспечения, каких-либо файлов и/или иной информации, полученной от КИТ Финанс (АО). Решение о совершении соответствующей сделки принимает только Клиент. Размер инвестированного капитала Клиента может увеличиваться или уменьшаться. Результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем.

Расходы клиента при совершении сделки указаны в тарифах Компании: https://brokerkf.ru/soprovozhdenie_klientov/customer-support/regulations-and-applications/