

Навигатор по рынку

Январь 2025 года



В начале большого пути

С начала года индекс МосБиржи прибавляет немногим менее 3%, а от декабрьских минимумов рынок к настоящему времени восстановился практически на 25%. С технической точки зрения это может указывать на зарождение повышательного тренда после спада с мая 2024 года, что вполне согласуется с нашими ожиданиями о росте индекса МосБиржи в 2025 году до 5000 п.

РЕТРОСПЕКТИВА

Сформировавшийся в конце прошлого года импульс к росту фондовых индексов способствовал позитивной динамике на российском фондовом рынке в начале 2025 года. Индекс МосБиржи закрепился в области 2900 п., что предполагает потенциал роста более 70% до нашего прогнозного значения.

Уровень индекса МосБиржи 5000 п. соответствует прогнозируемому коэффициенту капитализация/прибыль (P/E) на 2025, примерно, на уровне 7х. Текущий коэффициент P/E на 2024 год по индексу МосБиржи мы оцениваем на уровне около 4,1х, и наш прогноз по рынку в основном связан с ожиданиями расширения оценочных мультипликаторов для индекса и возвращения их значений к историческим средним уровням, которые находятся в области 7х для форвардного P/E.

Форвардный коэффициент P/E непосредственно связан со ставками на денежном рынке и доходностью облигаций. Его обратная величина E/P, доходность прибыли, другими словами, полная дивидендная доходность (как если бы компания выплатила

бы 100% прибыли на дивиденды, для индекса, как если бы прибыли всех компаний были бы выплачены на дивиденды) отличается от средних или долгосрочных ставок на долгом рынке на величину включающую в том числе премию за риск инвестиций в акции по сравнению с облигациями.

Коэффициент P/E на уровне 7х соответствует коэффициенту доходности прибыли примерно в 14%, и в теории рынок должен оценивать возможность снижения доходности пятилетних ОФЗ (индикативная безрисковая ставка для определения ставки дисконтирования) ниже этих значений. Сейчас доходности 5-летних ОФЗ находятся на уровне 16,6%.

В пользу более низких процентных ставок выступают более сдержанные ожидания по инфляции, которые, в свою очередь, подкрепляются перспективой охлаждения потребительского спроса на фоне замедления кредитования. Любые признаки ослабления инфляционного давления приведут к переоценке ожиданий в отношении траектории процентных ставок, что, в свою очередь, может поддержать дальнейшее восстановление фондовых индексов.

АЛЛОКАЦИЯ ПО АКТИВАМ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Вес в структуре портфеля:	Пониженный	Нейтральный	Повышенный
Акции			LENT, SBER, SBERP, LKOH, AFLT, OZON, PLZL, MOEX, YNDX, IRAO, GMKN
ОФЗ			Флоатеры, облигации с короткой дюрацией (менее 2 лет)
Корпоративный долг, Р			Флоатеры, облигации с короткой дюрацией (менее 2 лет)
Корпоративный долг, \$			Среднесрочные облигации с фиксированным купоном
Корпоративный долг, ¥			Среднесрочные облигации с фиксированным купоном
Золото			GLDRUB_TOM
Наличность			Р, ¥

0-5% — пониженный вес в структуре портфеля

6-15% — нейтральный вес в структуре портфеля

Ованес Оганисян
Директор аналитического департамента

Наталья Пырьева
Ведущий аналитик

Владимир Корнев
Аналитик

Иван Ефанов
Аналитик

Кирилл Климентьев
Аналитик

8 (800) 100 40 82
research@cifra-broker.ru

Инвестиционные заключения

В нашей стратегии на 2025 год мы подчеркнули несколько актуальных идей на российском фондовом рынке, которые относятся к конкретным финансовым инструментам (акциям и облигациям).

Мы ожидали, что инаугурация Дональда Трампа будет позитивно воспринята инвесторами и сыграет положительную роль для нашего рынка. Бенефициарами этой инвестиционной темы стали акции крупнейших российских компаний и индекс МосБиржи, который вырос с 27 декабря по 22 января на 7,8%.

Рост бизнеса коллекторов. В этой идее мы подсвечивали облигации Первого клиентское бюро (ПКБ). Котировки облигаций ПКБ повысились на 1,4-1,6%, а доходность по ним сократилась на 40-177 б. п. в зависимости от дюрации.

Падение рождаемости и нехватка рабочей силы. В рамках этой инвестиционной темы мы рекомендовали акции МД «Медикал» и HeadHunter, которые с 27 декабря 2024 года по 22 января 2025 года подорожали на 11,1% и на 8,2% соответственно.

Затоваривание. Еще одна тенденция в экономике, на которую мы обратили внимание, это затоваривание в сельском хозяйстве, связанное с накоплением запасов. На этом фоне мы рекомендовали облигации «Урожай» и «Агрофирма Рубеж», котировки которых прибавили соответственно 6,7-12,5% (в зависимости от дюрации) и на 12,4%.

Естественное старение населения. К 2030 году ожидаемая средняя продолжительность жизни в России вырастет до 78 лет. Увеличение продолжительности жизни и естественное старение населения, а также общий рост заболеваемости и улучшение диагностики заболеваний, поддерживают спрос на фармацевтическую продукцию, что благоприятно для выручки таких как «Промомед» и «Озон Фармацевтика». Акции этих компаний подорожали в рассматриваемом периоде прибавили 25,3% и 24,1% соответственно.

Рост потребительских цен. На фоне высокой инфляции розничный сектор показывает самые высокие темпы роста по сравнению с другими секторами. Акции ритейлеров — «Лента», Henderson и маркетплейса Ozon подорожали на 10,7%, 16,3% и на 11,5% соответственно с 27 декабря по 22 января.

Искусственный интеллект. Развитие ИИ и другие благоприятные тенденции способствуют росту бизнеса компаний IT-сектора. Акции Яндекса и Аренадата, наши фавориты в секторе, прибавили в указанном периоде соответственно 4,9% и 13,5%.

Необанки. За 12 лет с момента IPO Т-Банк стал пятым по размеру капитала среди российских банков, не имея ни одного клиентского офиса. Акции Т-Банка подорожали на 13,9% и сохраняют привлекательность на фоне увеличения доли Т-Банка в российском банковском секторе.

В прошлом году наши модельные портфели, диверсифицированные по разным классам активов, показали относительно успешную динамику в сравнении с эталонными индексами. Опережающую доходность показал консервативный тип портфеля, который прибавил за год 13,1%, отстающую — спекулятивный тип, который потерял 13,8% стоимости по сравнению с ростом индекса МосБиржи полной доходности на 1,64%. За последний месяц консервативный, сбалансированный и спекулятивный типы портфелей прибавили 0,8%, 2,76% и 4% соответственно.

Тикер	Инвестиционная тема	Доходность с 27.12.24 по 22.12.25	Текущая цена, руб.	Начальная цена, руб.
OZPH	Старение населения	24.05%	42,81	34,51
PRMD	Старение населения	25.29%	398,3	317,9
HEAD	Человеко-поток	8.18%	3782	3496
MDMG	Человеко-поток	11.50%	951	852,9
T	Необанки, Трамп	13.99%	3005,8	2637
DATA	ИИ	13.54%	145,9	128,5
X5	Горячая картошка	3.96%	2914	2803
LENT	Горячая картошка	10.67%	1322,5	1195
OZON	Горячая картошка	11.47%	3422	3070
ROSN	Дональд Трамп	-8.63%	540	591
SBER	Дональд Трамп	3.38%	280,36	271,2
VTBR	Дональд Трамп	12.45%	86,01	76,49
IRAO	Дональд Трамп	3.59%	3,7985	3,667
YDEX	Дональд Трамп, ИИ	4.92%	4037,5	3848
IRAO	Дональд Трамп	3.59%	3,7985	3,667
NVTK	Дональд Трамп	7.21%	1017,6	949,2
ALRS	Дональд Трамп	2.25%	55,92	54,69
GAZP	Дональд Трамп	7.07%	136,83	127,79
GMKN	Дональд Трамп	11.44%	123,74	111,04
ОФЗ-26246	Дональд Трамп	n/a	781	807,8
ОФЗ-26247	Дональд Трамп	n/a	775,5	800
ОФЗ-26248	Дональд Трамп	n/a	773,5	798,8
ПКБ 001P-06	Время коллекторов	n/a	995	991,9
Урожай БО-04	Затоваривание	n/a	814,7	717,3
«Агрофирма Рубеж»	Затоваривание	n/a	780,2	694,2

Источник: общедоступные данные, расчеты «Цифра брокер»

Макроэкономика

Наш прогноз по индексу МосБиржи на конец 2025 года составляет 5000 п. В рамках этого раздела тезисно разберём, каких экономических событий мы ожидаем в текущем году, и что может послужить драйвером, а что — топливом, для сильного роста фондовых индексов.

Ключевая ставка в феврале. С одной стороны, мы видим, что на 20 января рост цен с начала года составил внушительные 0,92%. С другой, январь традиционно является месяцем с относительно высокой инфляцией из-за пика бюджетных расходов в декабре, выплаты премий и тринадцатых зарплат, что способствовало повышенному спросу в праздничные дни. Поэтому по первым трём неделям не стоит делать поспешных выводов, ни позитивных, ни негативных. Банк России в своей риторике на протяжении прошлого года, давал нам понять, что замедление кредитования является одной из главных предпосылок для снижения инфляции. В конце 2024 года потребительское и корпоративное кредитование начало замедляться, косвенно это подтверждает и недавно вышедший отчёт Сбербанка по РПБУ за декабрь, корпоративный кредитный портфель снизился на 1,4%, а потребительский на 3,4%. Также считаем эффективной мерой, введенные в IV квартале 2024 года макропруденциальные лимиты по необеспеченным кредитам, что ограничило кредитование заёмщиков. Ожидаем, что в феврале Банк России займёт выжидательную позицию и сохранит ставку на уровне 21%.

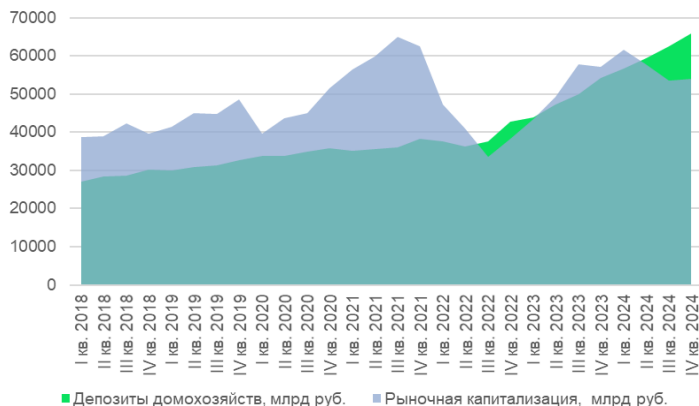
Геополитика. Как бы это не звучало, но одним из ключевых событий для нашего рынка могла стать инаугурация президента США Дональда Трампа. Да, мы понимаем, что многое из того, что доносится до нас из предвыборных речей, дебатов и комментариев практически любого западного политика — это в основном популизм в угоду избирателя. Тем не менее, исходя из смены риторики вокруг конфликта и из того, какие лица будут назначены на высокопоставленные должности новой администрации, мы ожидаем, что в 2025 году начнутся движения в сторону переговорного процесса по Украине. Не ожидаем, что попутно будут массово сниматься санкции, особенно тех, отмена которых может противоречить интересам США. Больше всего шансов на послабления у финансового сектора и взаимную разморозку активов — так как эти действия взаменили репутацию финансовой системы США, а главное подорвали доверие к доллару, о чём свидетельствуют непрекращающиеся покупки золота крупнейшими мировыми центральными банками. Это соотносится и с тем, что советники по экономике

нового президента США рассматривают возможность активно препятствовать дедолларизации, чтобы остановить тренд ключевых развивающихся рынков по сокращению привязки к доллару.

Инфляция. Обозначенные выше улучшения геополитического фона, способны повлиять на два важных фактора, которые сейчас подпитывают инфляцию. А именно — снизить давление на бюджетные расходы и поддержать предложение товаров и услуг на внутреннем рынке, сделав импорт вновь более доступным за счёт восстановления международных платёжных операций. Это позволит снизить темпы роста инфляции, а Банку России перейти к снижению ключевой ставки во второй половине года. Открытие международных рынков капитала, позволит нашим компаниям, особенно с высокой кредитной нагрузкой, получить финансирование под более низкие процентные ставки на внешнем контуре.

Ликвидность и психология толпы. Рынок — это живой организм, который как правило, живёт циклами и редко находится в равновесном состоянии, а чаще впадает из крайности в крайность. Сейчас, когда доля физлиц в объёме торгов акциями, по данным МосБиржи, составляет около 80%, поведенческая экономика выходит на передний план. Мы не просто так начали с реакции рынка на сохранение ключевой ставки на уровне 21%. От минимумов декабря индекс МосБиржи вырос практически на 25%. Чем дольше этот рост будет сохраняться, пусть и меньшими темпами, тем больше позитивных заголовков в СМИ мы будем наблюдать, а мнения экспертов, ещё недавно, не находивших свет в конце тоннеля, будут сменяться на противоположные. И тем активнее будут «ёрзать» в депозитах, те кто считал их лучшим местом для заработка, ещё недавно покручивая пальцем у виска, глядя на «безумцев», скупавших акции по скидкам в сентябре, ноябре и декабре. Наиболее резвые будут закрывать депозиты, теряя накопленный процент, и выходить из фондов ликвидности, переключаясь в растущие акции. И это будет действительно хорошим решением, которое позволит им заработать больше, и они будут двигать рынок выше. Когда индекс в плотную подойдёт к историческим максимумам, те же самые инвесторы, будут показывать пальцем на тех, кто остался в депозитах и фондах ликвидности. Подталкивая самых упёртых и негибких тоже прийти на рынок, что послужит первоклассным топливом для полёта к 5000 п. по индексу МосБиржи. Ну а те кто, покупал акции в ходе распродаж в сентябре, ноябре и декабре 2024 года к тому моменту уже зафиксируют прибыль будут по большей части в фондах ликвидности и ОФЗ.

Сейчас на депозитах физлиц находится около 65 трлн руб., только процентный доход по ним составляет порядка 12 трлн руб., а размер СЧА в самом популярном фонде ликвидности LQDT увеличился за год в три раза до 380 млрд руб. Топлива предостаточно, теперь нужна только искра, чтобы зажечь фитиль.



Источники: данные Банка России и Московской биржи, расчёты «Цифра брокер»

Валютный рынок

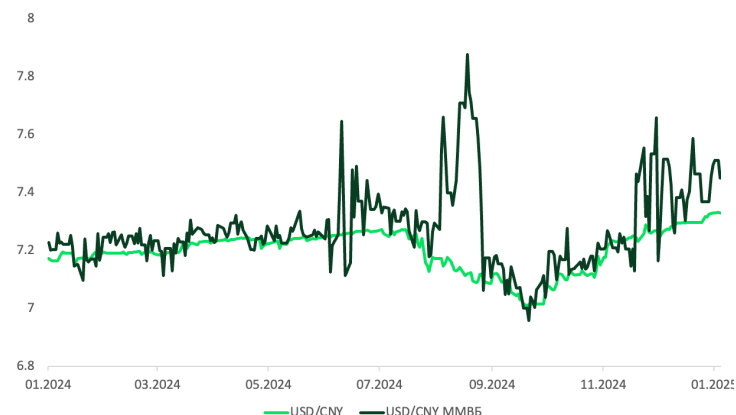
Российский рубль показал относительную устойчивость, игнорируя очередной пакет антироссийских санкций. Несмотря на повышение нефтяных котировок с начала текущего года из-за ожиданий восстановления спроса в Китае и на фоне ограничений для российской нефтяной отрасли, рубль ослаб в самом начале месяца, но с лихвой наверстывает упущенное в последнюю декаду января.

Торговые войны, и доллар против юаня. В январе 2025 года доллар США укрепился по отношению к китайскому юаню, что было обусловлено несколькими факторами. Во-первых, экономика США демонстрирует устойчивый рост, что поддерживает спрос на доллар. Во-вторых, разрыв в доходности между американскими и китайскими финансовыми инструментами увеличивает, делая доллар более привлекательным для инвесторов. В ответ на это власти Китая усилили контроль над движением капитала, стремясь поддержать курс юаня и предотвратить его чрезмерное ослабление.

Что касается торговых ограничений, введенных администрацией Дональда Трампа во время его первого президентского срока, они стали частью торговой войны между США и Китаем, начавшейся в 2018 году. Эти меры включали повышение тарифов на китайские товары, что привело к ответным действиям со стороны Китая. Конфликт оказал значительное влияние на мировую экономику, вызвав рост неопределенности на рынках и изменение торговых потоков.

В 2024 году, после возвращения Трампа к власти, обсуждались новые меры против Китая, включая введение 60% тарифов на весь китайский импорт. Экономисты предупреждали, что такие шаги могут привести к глобальной торговой войне с серьезными последствиями для мировой экономики.

Таким образом, укрепление доллара к юаню в начале 2025 года является результатом сочетания экономических факторов и продолжающегося торгового противостояния США и Китая.



Источник: общедоступные данные

Платежный баланс России за III квартал. В ноябре 2024 года положительное сальдо счета текущих операций составило 3,2 млрд долларов США, что на 1,6 млрд долларов меньше, чем в октябре, в основном из-за сокращения положительного сальдо торгового баланса. Тем не менее за январь–ноябрь 2024 года положительное сальдо увеличилось до 57,4 млрд долларов (с 49,5 млрд долларов годом ранее) благодаря росту положительного сальдо торгового баланса до 118,6 млрд долларов. Это укрепляет внешнеэкономическую устойчивость страны.

Снижение расходов россиян на зарубежные поездки сократило дефицит баланса услуг до 2,1 млрд долларов, а уменьшение исходящих трансфертов сократило дефицит первичных и вторичных доходов до 1,1 млрд долларов. Иностранцы активы выросли на 5,8 млрд долларов, а внешние обязательства — на 5,3 млрд долларов, что связано с ростом прочих инвестиций. Резервные активы увеличились на 0,8 млрд долларов благодаря валютным операциям.

Несмотря на сокращение положительного сальдо счета текущих операций в ноябре, платежный баланс России сохраняет устойчивость. Это способствует стабильности национальной валюты, поскольку сохраняется высоким положительное сальдо торгового баланса и продолжается укрепление позиций в экспортно-ориентированных секторах. Однако рост внешних обязательств требует внимания, так как может усилить давление на валюту в будущем.



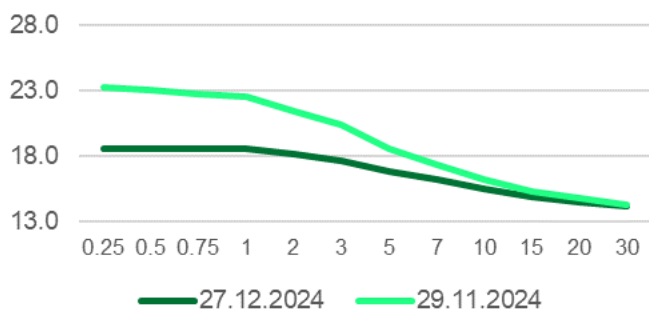
Источник: общедоступные данные

Рынок облигаций

На рынке облигаций в минувшем месяце наблюдалась активизация покупок, следствием чего стало снижение доходностей. Качественные выпуски с фиксированным купоном и дюрацией 1-3 года на данный момент по-прежнему являются наиболее интересными для покупки.

Последний месяц прошедшего уже года на рынке ОФЗ был отмечен довольно заметным ростом котировок облигаций. Причиной этого стали результаты заседания Банка России 20 декабря, которые оказались довольно неожиданным для многих участников. Накануне заседания рынок уже успел заложить в цены возможное повышение ключевой ставки, однако этого повышения не произошло. Более того, регулятор дал понять, что условия для снижения инфляционного давления в целом сформировались, что предполагает довольно высокую вероятность сохранения ставки на текущем уровне и на заседании в феврале. Решение Банка России спровоцировало волну покупок и, как следствие, снижение доходностей до уровней, соответствующих новым реалиям. Наиболее сильно после заседания снизились доходности на коротком отрезке кривой.

Кривая бескупонной доходности, %

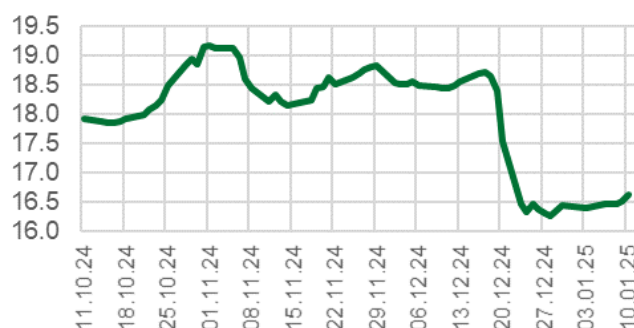


Источник: Московская биржа

Объём размещённых бумаг на аукционах Минфина в минувшем месяце составил рекордные 2,11 трлн руб. по сравнению с 125 млрд в ноябре. Почти весь объём пришёлся на два новых выпуска бумаг с плавающим купоном. Методика расчёта купонов по новым выпускам была скорректирована таким образом, чтобы выпуски были более привлекательны для инвесторов. Теперь купон привязан к индексу RUONIA 3 мес., который учитывает капитализацию по ставке RUONIA, по формуле сложного процента. Эти данные регулярно публикует Банк России. По выпуску ОФЗ-ПК 29026 ставка первого купона составила 19,63%, по выпуску ОФЗ-ПК 29027 достигла 20,23%. Помимо более привлекательных купонов, успеху аукционов способствовал Банк России, который 9 декабря провёл аукцион месячного РЕПО на 1 трлн руб. под залог новых облигаций. В том числе благодаря этому Минфин смог выполнить большую часть годового плана по размещению ОФЗ.

В результате по итогам декабря индекс RGBI Y снизился до 16,26%, что на 257 б. п. ниже уровня конца ноября. Такое сильное месячное снижение доходностей наблюдалось впервые с апреля 2022 года.

Индекс RGBI

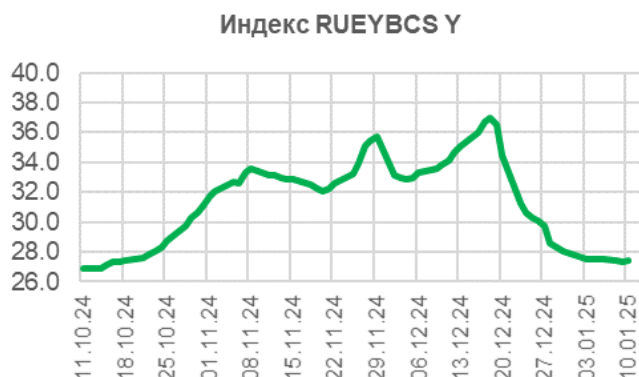


Источник: Московская биржа

На данный момент и в текущих условиях мы не ожидаем резкой активизации спроса на ОФЗ-ПД. Их доходности заметно ниже ставки Банка России и RUONIA, что ограничивает их привлекательность. В то же время в течение ближайших месяцев рост спроса на ОФЗ вполне возможен – в случае укрепления рубля. Это может произойти благодаря увеличению продаж валюты экспортерами на фоне высоких процентных ставок и снижения их кредитного портфеля в части финансирования оборотного капитала. В этих условиях можно ожидать активизации операций *carry trade*, благо улучшившаяся ситуация с юаневой ликвидностью этому может поспособствовать. В случае реализации данного сценария имеет смысл рассмотреть для покупки длинные ОФЗ. В последние пару месяцев их котировки демонстрировали завидную устойчивость, несмотря на происшедший рост ключевой ставки. Это говорит о серьёзном намерении их держателей реализовать стратегию фиксации текущих доходностей на длительный срок в расчёте на снижение ставки в перспективе. Соответственно сократились риски снижения их котировок, особенно учитывая изменения в риторике Банка России. Таким образом, их вполне можно рассматривать для покупки. Приобретать можно практически любые ОФЗ с постоянным купоном с длинным сроком до погашения. Мы отдаём предпочтение бумагам с относительно высоким купоном, например, Россия, 26248 (RU000A108EH4).

Рынок облигаций

Активизация покупок наблюдалась и в сегменте корпоративных облигаций. В результате доходности упали: индекс RUEYBCS Y за месяц снизился на 3,11%, до отметки 22,21%.



Источник: Московская биржа

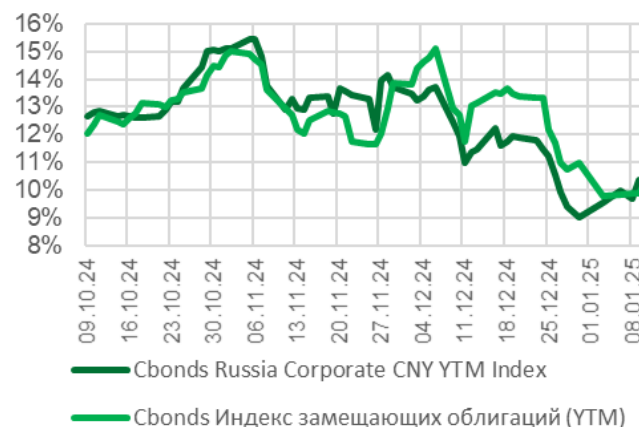
По-прежнему наиболее привлекательным вариантом для покупки остаются короткие бумаги с фиксированным купоном эмитентов с инвестиционными рейтингами. Зачастую они предлагают доходности 27% и выше, а высокая надёжность позволяет держать эти бумаги до погашения, страхуя инвестора от рыночных колебаний. К числу таких эмитентов можно отнести, например, НАО ПКО «ПКБ», выпуски которого торгуются с доходностью 26-27%. Компания занимает лидирующие позиции на российском рынке коллекторских услуг, а также демонстрирует высокую рентабельность бизнеса и низкую долговую нагрузку. Намечившееся снижение цен на портфели долгов на рынке цессии открывает дополнительные возможности для крупных коллекторских компаний, не обременённых чрезмерными размерами долга.

Весьма сильно снизились доходности в сегменте ВДО. Индекс облигаций повышенной доходности RUEYBCS Y снизился в декабре на 7,7%, до 28,04%. Спред между RUEYBCS и RGBI сократился до 11,6%. Опасения инвесторов относительно возможности кризиса неплатежей в экономике в текущем году снизились вместе со смягчением риторики Банка России. В этом сегменте по-прежнему интересным вариантом являются короткие облигации «Сегежи», торгующиеся с доходностями около 40-41%. Объявленная допэмиссия акций, благодаря которой компания намерена привлечь 101 млрд руб., позволит решить проблему высокого уровня долга «Сегежи». Соответственно, вероятность дефолта по коротким её выпускам заметно снижается.

Другой любопытной идеей в сегменте ВДО являются облигации сельхозпроизводителей. Тенденцией минувшего года стала практика ряда с/х компаний поддерживать готовую продукцию на складах в ожидании роста цен. Однако необходимость финансирования повышенного размера оборотных активов стала причиной роста долга и долговой нагрузки у таких с/х компаний. Это давит на доходности их облигаций. Так, на рынке обращаются выпуски ООО «Агрофирма «Рубеж» и ООО «Урожай» - крупных производителей, работающих на рынке подсолнечника. Их облигации торгуются с доходностями 34-38%. При этом стоит отметить, что цены на подсолнечник во второй половине минувшего года выросли в 1,5 раза. В случае реализации запасов продукции этими компаниями по текущим ценам их финансовые показатели по итогам года могут заметно улучшиться. С учётом этого можно рекомендовать облигации ООО «Агрофирма «Рубеж» и ООО «Урожай» инвесторам, готовым покупать ВДО.

Юаневые и замещающие облигации.

В минувшем месяце ситуация с юаневой ликвидностью продолжила улучшаться. Ставка RUSFAR CNY снизилась до уровней около 0,5%. Это привело к активизации спроса в сегменте юаневых и замещающих облигаций. В результате по итогам месяца большинство бумаг продемонстрировали снижение доходностей. Юаневые облигации эмитентов с рейтингом AAA торгуются с доходностями 9-10% и ниже, как и замещающие. Учитывая сохраняющиеся довольно высокие спреды между RUSFAR CNY и доходностями бумаг, спрос на эти инструменты может сохраниться.



Источник: Cbonds

Рынок акций — в начале большого пути

Наш прогноз по индексу МосБиржи на конец 2025 года предполагает расширение рыночных мультипликаторов. В частности, мы полагаем, что прогнозный мультипликатор P/E, который на 2024 составляет, по нашим оценкам, 4,1–4,3х по индексу МосБиржи, повысится до 6,8–7,3х (примерно своего исторического среднего значения для прогнозного P/E) на основе рыночной капитализации и прогнозов корпоративной прибыли на 2025 год. Другие методы оценки также дают положительные результаты.

Российский рынок акций начал год на позитивной ноте на фоне праздничных выходных и в отсутствие основных игроков, хотя настроения несколько ослабили в первый полноценный рабочий день, но рынок смог вернуться к росту, несмотря на очередной пакет санкций в отношении российского нефтяного сектора.

Индекс МосБиржи достиг уровня 2882 п. (по сост. на 13 января 2025 года), что предполагает потенциал роста на 73% до нашего прогнозного значения на конец года — 5000 п. по индексу. Тем не менее от уровней индекса на момент публикации нашей стратегии на 2025 год потенциал роста сократился на 12 п. п. в результате рыночного восстановления. Индексу РТС для достижения нашей цели 1500 п. остается прибавить всего 71%, а потенциал роста индекса РТС сократился на 29% с времени публикации стратегии.

Уровень 5000 п. по индексу МосБиржи соответствует прогнозному коэффициенту капитализация/прибыль (P/E) на 2025 примерно на уровне 7х. Текущий прогнозный коэффициент P/E на 2024 год по индексу МосБиржи мы оцениваем примерно на уровне 4,1х, и наш прогноз по рынку в основном связан с ожиданиями расширения оценочных мультипликаторов для индекса и возвращения их значений к историческим средним уровням, около 7х для форвардного P/E. Надо отметить, что совсем недавно, в середине 2023 года, форвардный P/E российского рынка был примерно на уровне 7,5, так что уровни в 7х вполне достижимы, если сократится премия за риск для российского рынка.

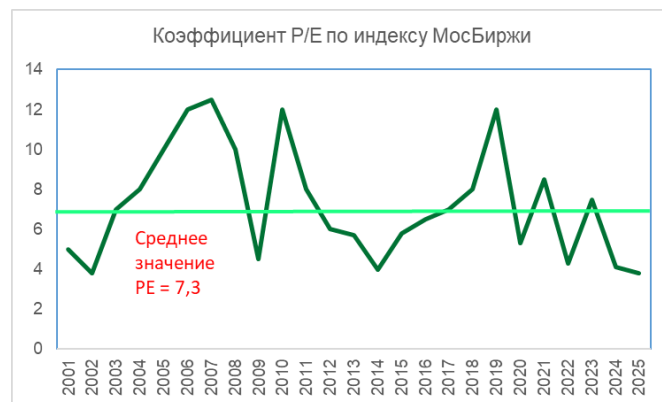
Форвардный коэффициент P/E непосредственно связан со ставками на денежном рынке и доходностями облигаций. Его обратная величина — E/P (англ. earnings yield), доходность прибыли, другими словами полная дивидендная доходность, как если бы компания выплатила бы 100% прибыли дивидендами, для индекса — как если бы общая прибыль всех компаний была бы выплачена в виде дивидендов отличается от средних или долгосрочных ставок на долговом рынке на величину включающую в том числе премию за риск инвестиций в акции по сравнению с облигациями. При P/E индекса 3,5 такие уровни мы видели в ноябре после решения Банка России повысить ключевую ставку до 21%. Коэффициент доходности прибыли P/E по индексу МосБиржи составил тогда 28%, что на 7% выше ключевой ставки Банка России и более чем на 10% превышает доходность пятилетних ОФЗ и примерно на 5% превы-

шает уровни ставок, по которым размещались облигации качественных эмитентов на первичном рынке в ноябре-декабре 2024 года.

Источник: общедоступные данные, расчеты «Цифра брокер»

Коэффициент P/E 7 соответствует коэффициенту доходности прибыли примерно на уровне 14%, и в теории рынок должен оценивать возможность снижения доходности пятилетних ОФЗ (индикативная безрисковая ставка для определения ставки дисконтирования) ниже этих значений. Сейчас доходность пятилетних ОФЗ находится на уровне 16,6%.

Другим фактором, влияющим на приведенные аргументы, станут новые вводные, негативно отражающиеся на показателях корпоративной прибыли в 2025 году. Тезис о расширении P/E до 7-8х по рын-



ку может оправдаться не только из-за роста числителя (капитализации), но и из-за снижения знаменателя, т. е. падения прибыли. Новыми негативными факторами для корпоративной прибыли в 2025 году могут стать дополнительная налоговая нагрузка на компании на фоне повышения налога на прибыль до 25% и дополнительные расходы, связанные с увеличением процентных платежей на фоне высокой ключевой ставки. Хотя эти расходы могут быть компенсированы инфляционными доходами компаний. Например, если выручка и операционные затраты растут наравне с повышением инфляции, то операционные доходы оперирующих на внутреннем рынке компаний все равно увеличиваются, а рост операционных доходов защитит чистую прибыль компаний от более высоких процентных расходов и налогов. Для экспортеров это уравни-

нение работает по-другому, для роста их выручки будет важен валютный курс и цены на сырьевые товары на международных рынках.

Рост индикатора доходности корпоративной прибыли может спровоцировать череду объявлений об обратном выкупе акций на рынке. В корпоративных финансах уровень доходности прибыли в сравнении со стоимостью акционерного капитала, является важным фактором, определяющим выбор компании между распределением прибыли среди акционеров в виде дивидендов или ее направлением на выкуп акций. Решение будут зависеть от каждого конкретного случая, но в целом правило работает таким образом, что если стоимость акционерного капитала выше, чем доходность прибыли, то компании стоит выплачивать дивиденды, а если ниже, то стоит объявлять обратный выкуп.

Другие модели также отражают привлекательность и высокий потенциал российского фондового рынка. Если применить модель дисконтированных дивидендов (модель Гордона) с дивидендной доходностью 11%, ставкой дисконтирования 13% и годовыми темпами увеличения дивидендов на 6%, то справедливая оценка индекса составит 4700 п. Если применить двухступенчатую модель Гордона с чуть более оптимистичными параметрами, то прогнозное значение индекса МосБиржи составит 5600 п.

Индекс МосБиржи на уровне 5000 предполагает, например, цену акций Сбербанка на уровне 480 руб. по сравнению с текущими 278 руб. за одну акцию. Данные для отдельных основных акций в составе индекса МосБиржи приведены в таблице ниже, в которой приведены прогнозные цены акций при достижении индекса уровнем 5000 п., прогнозные коэффициенты P/E на 2024 и 2025 годы и вес акций в индексе МосБиржи.

Акции	Текущие котировки	Цена при индексе МосБиржи 5000 п.	Прогноз P/E на 2024	Прогноз P/E на 2025 при индексе МосБиржи 5000 п. и росте прибыли на 10%	Прогноз P/E на 2025 при индексе МосБиржи 5000 п. и спаде прибыли на 10%	Вес в индексе МосБиржи
Сбербанк обыкновенный	278 Р	481 Р	4	6.3	7.7	13.50%
Роснефть	534 Р	924 Р	3.1	4.9	6.0	4.20%
ЛУКОЙЛ	7 035 Р	12 171 Р	4.1	6.4	7.9	13.90%
НОВАТЭК	1 000 Р	1 730 Р	4.6	7.2	8.8	4%
Газпром	131 Р	227 Р	2.6	4.1	5.0	12.20%
Т-Технологии	2 384 Р	4 124 Р	5.1	8.0	9.8	3.60%
Яндекс	4 000 Р	6 920 Р	12.7	20.0	24.4	3.60%
ВТБ	81 Р	140 Р	2.39	3.8	4.6	1.18%
Х5	2 800 Р	4 844 Р	5.5	8.7	10.6	0
Средневзвешенное по весу в индексе			4.3	6.7	8.2	56.18%

Данные по состоянию на 14 января 2024 года

Источник: общедоступные данные, расчеты «Цифра брокер»

Сырьевые рынки

Котировки Brent в начале 2025 года впервые за последние почти четыре месяца превысили отметку \$80 за баррель на фоне новых санкций США против российского нефтегазового сектора, которые вызвали опасения потенциальных перебоев с поставками «черного золота». По нашим оценкам, импульс к росту цен в ближайшее время ослабнет и котировки Brent вернуться к уровням \$70-75 за баррель в краткосрочной перспективе. В долгосрочном плане мы настроены более конструктивно в отношении нефтяного рынка.

Ничего принципиально нового. Санкции в отношении современной России планомерно вводятся западными странами с 2014 года, поэтому новые ограничения в отношении отечественного нефтегазового сектора не являются неожиданностью и/или катастрофой. С одной стороны, «пути обхода» будут найдены посредством предоставления дисконтов для покупателей, перераспределения рынков сбыта с другими нефтяными компаниями, которые не попали под санкции. Мы полагаем, что часть поставок российской нефти выпадет с мирового рынка, но будет с легкостью компенсирована другими странами. С другой стороны, западным странам не выгодно дорогая нефть, поэтому мы полагаем, что та сторона заинтересована не в том, чтобы вытеснить с нефтяного рынка Россию, а в том, чтобы снизить рентабельность российского бизнеса.

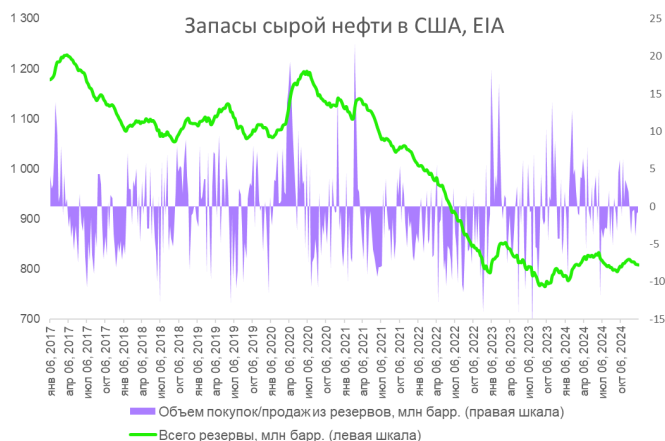
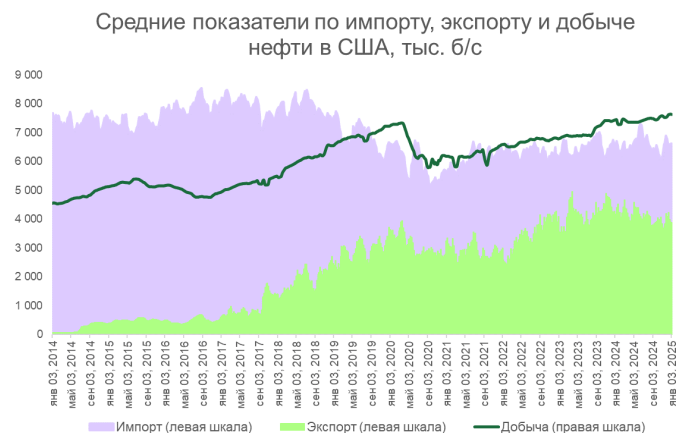
Предложение может опередить спрос. Международные энергетические организации традиционно расходятся во мнениях относительно баланса мирового рынка нефти. ОПЕК ожидает более высоких темпов роста глобального спроса в 2025 году по сравнению с коллегами из МЭА и EIA, и тем не менее в декабре в пятый раз подряд альянс экспортеров свой прогноз ухудшил. МЭА ожидает избыточного предложения в 2025 году на уровне 800 млн б/с. Основными факторами в пользу более медленного роста спроса выступают более суровые экономические условия и, в частности, слабость экономики Китая, а также ускорение энергоперехода. В то время как страны вне ОПЕК+, в первую очередь США, Канада и Бразилия, значительно нарастят поставки нефти на мировой рынок в 2025 году. В отношении объема предложения важным остается вопрос о действиях ОПЕК+, добровольные сокращения на 2,2 млн б/с членов которого планируется постепенно сворачивать в

период с апреля 2025 года по сентябрь 2026 года включительно.

Добыча, экспорт, импорт. За последние 10 лет США значительно нарастили добычу и экспорт нефти, став крупным игроком на этом рынке. С января 2014 года и на начало 2025 года еженедельная добыча нефти в Штатах выросла на 66,5%, а экспорт подсочил с 58 тыс. б/с до 3,1 млн б/с. Рост внутреннего производства привел и к сокращению импортных закупок, на 19% за обозначенный период. Ожидается, что роль США на мировом рынке нефти продолжит расти вместе с ростом производительности. В частности, EIA ожидает, что добыча нефти в 2025 году вырастет до 13,52 млн б/с по сравнению со средним показателем 13,26 млн б/с в 2024 году. В данном вопросе коллеги из ОПЕК и МЭА проявляют солидарность. США являются самым крупным потребителем нефти в мире, поэтому вполне логично, что страна заинтересована в увеличении добычи «черного золота», чтобы воздействовать на цены.

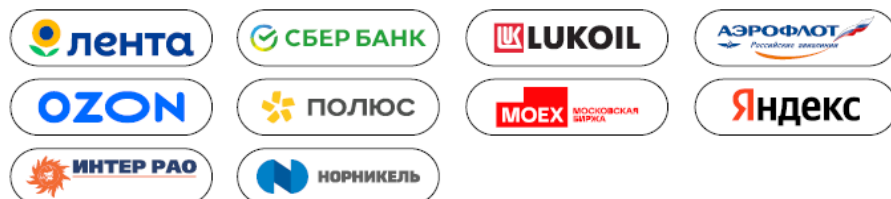
Пополнять резервы будем или нет? В то же время запасы сырой нефти в США (стратегические и коммерческие в сумме) остаются на минимальных с 2000-х годов уровнях после существенного роспуска резервов в 2020-2022 гг. Соответственно, пока американские запасы остаются на низких значениях, предпосылки в пользу более дорогой нефти сохраняются.

В конечном счете на текущий момент нет оснований как для стремительного роста цен на нефть намного выше \$80 за баррель Brent, так и для падения ее котировок ниже \$70.



Источник: данные EIA, расчеты «Цифра брокер»

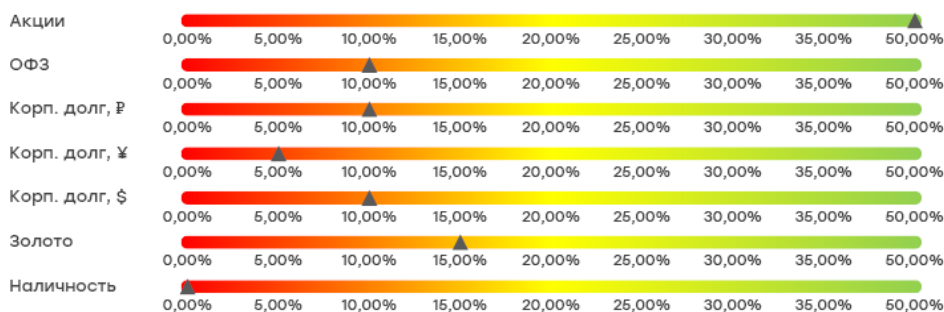
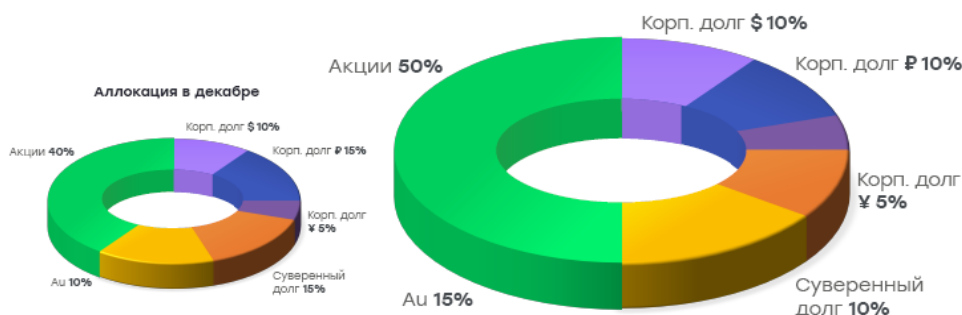
В начале большого пути



ТОП-10 акций на февраль:

- Лента
- Сбербанк
- ЛУКОЙЛ
- Аэрофлот
- Озон
- Полюс золото
- Московская биржа
- Яндекс
- Интер РАО
- Норникель

Аллокация в январе-феврале



Предпосылки для роста:

- Потенциальное замедление инфляции
- Пауза в процессе повышения ключевой ставки



Сезонное сокращение импорта наряду с предложением валюты со стороны регулятора в краткосрочной перспективе сдерживают ослабление рубля



Нетто-приток средств в ETF-фонды золота в 2024 году стал позитивным впервые с 2019 года



Недостаток инвестиций в разведку и разработку новых месторождений может спровоцировать дефицит предложения нефти в 2025 году

Риски:

- Замедление роста корпоративных доходов
- Усиление геополитической напряженности и санкционного давления

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Юридический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, офис 18.02
м. Выставочная или Международная
Тел.: +7 (495) 783-91-73
Email: info@cifra-broker.ru

Фактический адрес

123112, г. Москва,
1-й Красногвардейский проезд,
д. 15, 18 этаж,
(Башня «Меркурий Тауэр»,
ММДЦ «Москва-Сити»)

Поддержка клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73,
8-800-100-40-82
E-mail: shop@cifra-broker.ru

Для корпоративных клиентов

Тел.: +7 (495) 783-91-73 доб. 90999
E-mail: corp.clients@cifra-broker.ru

Ограничение ответственности: ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: <https://cifra-broker.ru/> Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать.