

Стратегия на II квартал 2025 года

Подсказки об основных инвестиционных идеях



Весеннее пробуждение Стратегия на II квартал 2025 года

Нормализация. В I квартале текущего года ключевыми для российского рынка стали новости о возможной нормализации в геополитике на фоне появления новой администрации в США. Дипломатия медленно начинает набирать обороты. С учетом видимых и невидимых барьеров и препятствий для нормализации, этот процесс, скорее всего, будет не быстрым. Хотя возможны и неожиданные положительные сюрпризы. Один из обсуждаемых сценариев подчеркивает дату 9 мая и 80-летие победы союзников во Второй мировой войне. Хотя президент США отвергал возможность своего визита в Москву на 9 мая, дальнейшее потепление в отношениях может стать следующим важным пунктом для нормализации в геополитике. Москву с визитом в этот день посетит лидер КНР Си Цзиньпин.

Китай выступает экономическим союзником России на фоне западных санкций, а китайские компании значительно увеличили свое присутствие в нашей экономике, часто занимая ниши, оставленные ушедшими из России западными компаниями. Последний раз встреча лидеров Китая и России прошла на полях саммита БРИКС в Казани летом 2024 года. Тогда главными темами обсуждения стали децентрализация и замена доллара США в торговле и резервах стран БРИКС. А ранее, во время своего предыдущего визита в марте 2023, лидер Китая значительно внимание уделял геополитической нормализации.

Мы ожидаем, что вопросы геополитической нормализации будут острее звучать во время визита лидера Китая в нашу страну. Китай значительно ранее США предлагал пути и планы геополитической нормализации, хотя призывы к нормализации Дональда Трампа были слышны гораздо громче. Ключевым изменением, которое ранее было препятствием, стало изменение позиции США по отношению к нормализации на фоне смены власти в этой стране и разворота политики по отношению к России почти на 180%.

Тарифные войны. Другой инициативой президента Трампа стало введение тарифов на импорт в

США, благодаря которым американские власти планируют получить дополнительные 980 млрд долларов. Дефицит торговли США в 2024 составил 918 млрд долларов, и планируемые поступления от налогообложения импорта теоретически могут перекрыть торговый дефицит, если все другие переменные останутся без изменений. В реальности, каким будет эффект от введенных тарифов в условиях развернувшихся торговых войн, оценить сложно.

Экономические инициативы Трампа были достаточно хорошо изучены академическим сообществом в период его первого президентского срока, их обозначили как содержащие элементы современного меркантилизма, экономического национализма и прогрессивного республиканизма *Bull Moose*. Один из влиятельных европейских экономистов М. Николас Дж. Фирзли, так описывает экономическую доктрину Трампономики: «Как и Тедди Рузвельт до них, Дональд Дж. Трамп, Лу Доббс и другие сторонники трампономики, похоже, восхищаются невероятной экономической эффективностью Германии времен Вильгельма II, в частности, идеей о том, что только скоординированные усилия сильного централизованного правительства, работающего рука об руку с крупным бизнесом, могут генерировать положительное сальдо торгового баланса в течение длительного периода».

Экономическая политика администрации в США, возможно, будет нацелена на репатриацию в США производства и бизнесов из других стран, запуск крупных промышленных и инфраструктурных проектов в партнерстве с представителями крупного бизнеса, создания условий для репатриации профильного бизнеса из Европы в США, стимулируемого низкими ценами на газ в США и другие энергоносители. Также Трамп будет стимулировать снижение процентных ставок в экономике, насколько это будет возможно с его юрисдикцией, для снижения долговой нагрузки бюджета (в текущей ситуации процентные платежи по госдолгу США достигают 20% бюджета).

Интересна реакция госсекретаря США Марка Рубио на вопросы о резком падении мировых фондовых индексов, которое он прокомментировал так: «Рынки рушатся потому что рынки основаны на стоимости акций компаний, которые сегодня встроены в способы производства, которые плохи для Соединенных Штатов».

Инициативы Трампа не являются новыми и описаны в частях «девелопменталистской» традиции экономики. Они, вероятно, близки лидерам России и Китая, которые часто в прошлом применяли инструменты из арсенала экономики развития.

Фондовые рынки отреагировали резко негативно на тарифные инициативы Трампа. В основном негативная реакция связана с ожиданиями замедления мирового экономического роста на фоне охлаждения международной торговли. На этом фоне цены на нефть Brent опускались до 63 долларов США за баррель. Распродажа акций прокатилась волной по основным мировым биржам. Индекс S&P 500 снизился на 10,5% с 2 по 7 апреля, NASDAQ упал на 15,9%, Hang Seng – на 14,5%, немецкий DAX – на 8,4%. Индекс МосБиржи в указанном периоде потерял 7,4%, а индекс гособлигаций RGBI – на 2,6%. В США инвесторы заговорили о возможном снижении процентных ставок, а в Китае об ожидаемом пакете мер экономического стимулирования: субсидирования экспортных отраслей, стимулирования потребительского спроса и создания специального фонда для поддержки (покупки) акций на фондовых рынках.

Российский рубль. Официальный курс доллара, устанавливаемый Банком России, вырос на 0,6 руб., с 84,27 руб. 2 апреля до 84,87 руб. за один доллар на 7 апреля. Тем не менее ослабление рубля на фьючерсном рынке Московской биржи в указанном периоде оказалось более значительным, с 87 руб. до 91 руб. за один доллар США. Стоит отметить, что официальный курс доллара на 25 октября 2024 года, когда в последний была повышена ставка и были опубликованы «Основные направления денежно-кредитной политики» с рискован сценарием, был на уровне 96,7 руб., значительно выше текущих уровней. Пока динамика рубля соответствует нашему прогнозу,

укреплению в первой половине 2025 года и переходу к ослаблению до 107 руб. за доллар на конец года. Наш прогноз по рублю на конец II квартала составляет 95 руб. за один доллар США. Рубль может быть слабее, но вернется примерно к этим уровням, когда пыль на рынке, поднятая действиями Трампа, осядет, и цены на нефть стабилизируются и станут понятны тенденции репатриации выручки экспортерами, которые могут нарастить продажу валюты из-за снижения цен на нефть и металлы для закрытия потребностей оборотного капитала. Вероятность другого сценария, на наш взгляд, гораздо ниже. Вероятность того, что экспортеры могут выбрать другую стратегию, продолжить наращивать кредитный портфель даже в текущей парадигме высоких ставок и откладывать репатриацию выручки, ожидая ослабления рубля, мы находим невысокой.

Ключевая ставка. Для российской экономики главным негативным фактором стали снизившиеся цены на сырьевые товары – нефть и металлы, что может негативно повлиять на рентабельность компаний-экспортеров и привести к падению доходов бюджета. Банк России в неблагоприятном сценарии последней версии обзора «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики» закладывал возможное ужесточение денежно-кредитных условий и повышение ставки до 22-25%. Хотя решение регулятора в реальности может значительно отличаться от прогноза. Неблагоприятный сценарий Банка России подразумевает цены на нефть Brent на уровне 55 долларов за баррель. В основе этого сценария предыдущий опыт кризисов – ослабление рубля на фоне падающей цены на нефть и рост цен из-за удорожания импорта. Периоды прошлых кризисов Банк России обычно встречал с низкой ставкой, в этот раз, если ситуация будет развиваться в кризисном сценарии, вопрос о повышении ставки, в качестве ответной меры на скачки валютного курса, будет стоять намного острее. Если курс рубля останется в пределах наших прогнозов, то для повышения ставки регулятора не возникнет оснований, наоборот, будут преобладать основания для снижения ставки в целях сохранения экономического роста. Мы прогнозируем ключевую ставку во II квартале на

уровне 19%, ставку могут снизить на заседании в апреле или в июне, и мы ожидаем ее снижения на 2%. Мы пересмотрели в сторону понижения, до 16%, наш прогноз по ставке на конец 2025 года.

Экономический рост. МВФ прогнозирует рост мировой экономики в 2025 году на уровне 3,3%. Данные Euromonitor отражают рост глобальной экономики на 3,2% в 2024 году, так что прогноз от МВФ на 2025, хоть и немного ниже медианного среднего за историю, все же чуть выше значений прошлого года, что в условиях начавшихся торговых войн вряд ли реалистично. Обычно в годы мировых кризисов наша экономика значительно проседает. Дополнительным негативным фактором является то, что Россия обычно входит в кризис с низкими ставками и отсутствием потенциала к широкому стимулированию экономики путем снижения ставок. Текущий кризис Россия встречает с высокой ставкой, поэтому у Банка России есть потенциал для снижения ставок для положительного влияния на экономику.

По предварительным оценкам, темпы экономического роста в России в I квартале текущего года составили около 3% по сравнению с первым кварталом 2024 года, когда экономика выросла на 5,4%. Текущие темпы роста показывают значительное замедление по сравнению с прошлым годом на фоне высокой ставки. Хотя официальные данные могут оказаться выше оценочных значений. Эффекты от тарифных войн могут стать дополнительными негативными факторами для экономики, если они реализуются. Тем не менее в текущих условиях неопределенности можно рассчитывать на арсенал инструментов Банка России для поддержания экономики и сохранения темпов экономического роста. Мы сохраняем наш оптимистичный прогноз по росту экономики во II квартале этого года и на 3% в целом по итогам 2025 года.

Инфляция. Годовая инфляция на 31 марта ускорилась до 10,24%. Напомним, что 2024 год завершился с инфляцией на уровне 9,52%. Продолжающийся рост цен отчасти связан с сезонными факторами, но также может быть результатом ослабления рубля в конце 2024 года. С начала текущего года рубль укрепился, что должно оказать дезинфляци-

онное влияние, и мы ожидаем замедления темпов роста цен. Дополнительным дезинфляционным фактором может стать замедление в экспортных секторах на фоне низких цен на сырье на мировых рынках и возможное изменение ситуации с занятостью в этих секторах. Мы думаем, что к окончанию II квартала инфляция опустится ниже 9,5%. Наш прогноз по инфляции на 2025 год остается на уровне 8%.

Индекс МосБиржи. Наш прогноз на 2025 по индексу МосБиржи основан на предположении, что оценки российского рынка по показателю P/E вернутся ближе к средним значениям, около 6,5х, после просадки второй половины 2024 года, когда P/E снизился до 3,8х. Причем возвращение к средним уровням произойдет за счет роста числителя, а не за счет снижения знаменателя коэффициента P/E. Так, снижение ставки на 2% во II квартале по нашим оценкам может привести к росту цен на рынке акций на 30-40%, а индекс во II квартале может достигнуть 3500 п., если Банк России снизит ставку. Наш оптимистичный прогноз 5000 п. по индексу на конец года, основанный на предположениях о нормализации и снижении ключевой ставки, сохраняется. Хотя, конечно, в условиях повышенной волатильности и неопределенности, связанной с разворачивающимися драматическими событиями на мировых рынках, наш прогноз может показаться чрезмерно оптимистичным.

Новые идеи. К нашим идеям про нормализацию, коллекторов, затоваривание, необанки, искусственный интеллект, горячую картошку и демографию, представленным в стратегии на 2025 год, и которые остаются актуальными, хотя и показали отличную динамику в I квартале, в стратегии на II квартал мы добавляем новые идеи.

Рост внутреннего туризма, реновация аэропортов, повышение мобильности. Количество туристических поездок по России в 2024 году составило около 92 млн, что стало рекордным показателем внутреннего туризма за всю историю, сообщил 8 января вице-премьер Дмитрий Чернышенко. В 2023 году показатель составил 78 млн, сообщали СМИ.

В рамках этой идеи, мы подчеркиваем привлекательность облигаций АО «Новосибирскавтодор».

Это одна из крупнейших дорожно-строительных компаний России, входит в ТОП-25 компаний отрасли. Мы также подчеркиваем привлекательность и потенциал акций «Аэрофлота».

Пищевая промышленность. Проблемы роста цен и ограниченного выпуска в продовольственном секторе подчеркивают важность этого сектора экономики для реализации планов сбалансированного экономического роста и достижения уровней низких темпов роста цен. Пищевая промышленность России включает в себя около 30 различных отраслей и подотраслей. Основными являются: пищевкусовая, мясо-молочная, мукомольно-крупяная и рыбная отрасли. В структуру пищевой промышленности также входят предприятия табачной отрасли. Наиболее крупной отраслью является пищевкусовая, в которой основными являются мукомольно-крупяная отрасль, производство молочных продуктов и сыроделие — 17 % работников в секторе; далее следует мясная и рыбная промышленность. На фондовом рынке представлено немногочисленное количество эмитентов этих секторов, но мы нашли несколько имен, таких как «Черкизово», «Инарктика».

Вино. Другой тренд в потребительском поведении — это рост потребления алкоголя в России до рекордных значений в 2024 году, прежде всего, за счет увеличения потребления вина. В этом контексте мы рассказываем о доступных инструментах этого сектора для инвесторов в виде облигаций и акций группы Новабев и акций «Абрау Дюрсо».

Длинные деньги. Мы наблюдаем тектонические изменения в объемах инвестиций и сбережений физлиц. Растут средства физлиц в НПФ, в управляющих компаниях, на счетах брокеров, на депозитах в банковском секторе и растут продажи гражданам страховых продуктов. Это создает потенциал расширения объемов средств, которые принято называть длинными деньгами. Мы выделяем в рамках этой идеи акции «Ренессанс Страхования» и МосБиржи.

Нормализация. В нашей подборке акций, наиболее чувствительных к положительным изменениям в геополитике, мы особенно выделяем бумаги НОВАТЭКа, «Аэрофлот», Газпрома и Юнипро.

Онлайн торговля – не маркетплейсами едиными. Российский рынок e-commerce продолжает уверенно расти, достигнув 11,3 трлн рублей в 2024 году (показав рост на 37% к 2023 году). Онлайн-продажи уже занимают более 20% всего ритейла в стране и по объему достигли 5,5% ВВП, что свидетельствует о продолжающемся сдвиге в потребительском поведении. Однако темпы роста крупнейших игроков начали замедляться, а трансграничная торговля существенно сократилась на фоне изменения таможенных правил и колебаний курса валют. В рамках этой идеи мы ранее выделяли Озон и Яндекс, а теперь дополнительно подчеркиваем привлекательность ритейлеров «Лента» и «КЦ ИКС 5», из-за их успехов в развитии сервисов онлайн-торговли.

Дивидендные бумаги. На фоне набирающего обороты дивидендного сезона мы публикуем подборку дивидендных акций, особо выделяя «КЦ ИКС» и «Лента». Другие идеи приведены в подборке, в их числе акции дивидендных аристократов.

Контрарные ставки на рост цен на нефть. Мы также представляем альтернативный взгляд на возможную динамику цены на нефть и выделяем связанную с этим подборку бумаг. Покупательная способность доллара снижается на фоне проблем с двойными дефицитами в США, цены на реальный значимый товар в виде нефти не должны идти против тренда снижения покупательной способности доллара. В этой идее мы выделяем несколько имен из российской нефтяной отрасли, таких как ЛУКОЙЛ, Татнефть, «Газпром нефть».

Рост внутреннего туризма

Рост внутреннего туризма и мобильности благоприятно отражается на показателях «Аэрофлота». Смягчение геополитической напряженности может в значительной степени способствовать улучшению финансового положения «Аэрофлота», когда откроются ключевые южные аэропорты России, расширится международная полетная программа, нормализуется уровень расходов на обслуживание воздушных судов.

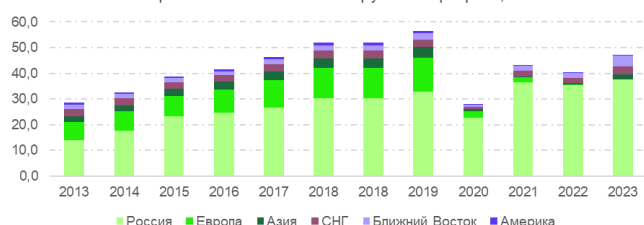
Перспективы. «Аэрофлот» может стать одним из бенефициаров улучшения геополитической ситуации по ряду причин.

1. С 2022 года по-прежнему закрыты 10 российских аэропортов, суммарный пассажиропоток которых по итогам 2021 года достигал 20,5 млн человек. Доля «Аэрофлота» на российском рынке авиаперевозок составляет около 50%, поэтому после возобновления их работы авиакомпания группы сможет увеличить пассажиропоток на внутренних рейсах на 10,2 млн человек. И это без учета того факта, что в режиме вынужденного простоя в некоторых аэропортах проводилась реконструкция. Например, в Краснодаре после завершения строительства нового международного терминала ожидается увеличение пропускной способности до 7,5 млн пассажиров ежегодно (5 млн в 2021 году).

2. Возобновление авиасообщения только со странами Америки и Азии до уровней, предшествующих пандемии, может привести к росту пассажиропотока «Аэрофлота» на 3-4 млн пассажиров. При этом наиболее оптимистичным сценарием для авиаперевозчика станет обоюдное открытие воздушного пространства с Европой, которая составляла более 20% регулярных перевозок «Аэрофлота» в 2018-2019 гг.

3. Вследствие санкций «Аэрофлот» сталкивается с проблемой опережающего роста расходов над выручкой. Нормализация поставок комплектующих позволит снизить расходы и увеличить рентабельность компании.

Пассажиропоток авиакомпаний группы Аэрофлот, млн чел.



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Доходы. Выручка «Аэрофлота» по итогам 2024 года выросла на 40% по сравнению с предыдущим годом и достигла 856,8 млрд руб. благодаря росту пассажирооборота на 20,8% и грузооборота на 18%. Скорректированная EBITDA увеличилась на 18,4% до 237,6 млрд руб., хотя рентабельность по EBITDA снизилась на 5

Текущая цена одной акции, руб.	62,33	
Целевая цена, руб.	85	
Потенциал роста, %	36%	
	2024П	2025П
P/E	4,27	2,82
EV/EBITDA	4,38	3,05

п.п. до 27,7% из-за опережающего роста затрат. Компания впервые с 2019 года получила чистую прибыль в размере 55 млрд руб. против убытка в размере 14 млрд руб. годом ранее.

Расходы. Операционные расходы «Аэрофлота» в прошлом году выросли на 76,1% до 757,2 млрд руб. Топливные расходы увеличились на 38,6% до 303,9 млрд руб. из-за роста цен на топливо (+15%) и объемов перевозок. При этом затраты частично были компенсированы выплатами по топливному демпферу, которые составили 44,6 млрд руб. или 5,2% от общих расходов на топливо. Расходы на обслуживание воздушных судов (ВС) и пассажиров выросли на 32,2% до 149,2 млрд руб. на фоне расширения программы полетов и повышения тарифов аэропортов. Расходы на техобслуживание судов подскочили в 2,4 раза до 57,1 млрд руб. из-за удорожания логистики и стоимости комплектующих. Расходы компании на оплату труда выросли на 28,9% до 99,8 млрд руб. на фоне роста производственной программы.

Структура операционных расходов Аэрофлота, млн руб.



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Долг. Денежные средства «Аэрофлота» на конец года снизились на 10% до 105,4 млрд руб. из-за погашения кредитов и роста капитальных вложений в ремонт ВС и цифровую трансформацию. Чистый долг сократился на 5,2% за год и составил 598,1 млрд руб., коэффициент Чистый долг/Скорр. EBITDA составил 2,5х по сравнению с 3,1х на конец 2023 года.

Дивиденды. В последний раз «Аэрофлот» выплачивал дивиденды за 2018 год. В феврале компания обновила дивидендную политику, увеличив целевой уровень выплат с 25% до 50% от чистой прибыли по МСФО, скорректированной на неденежные эффекты. Однако, согласно законодательству, дивиденды не могут превышать прибыль по РСБУ, которая за 2024 год составила 21,96 млрд руб. Это требование ограничивает возможности «Аэрофлота» по выплатам, поэтому консервативно дивиденд может составить 5,5 руб. на акцию.

Реконструкция региональных аэропортов

Для решения проблемы устаревшей наземной аэропортовой инфраструктуры государство в рамках федеральной программы «Развитие транспортной системы» планирует до 2035 года реконструировать 179 аэропортов и аэродромов. Это открывает новые возможности для компаний, занимающихся дорожным строительством.

АО «Новосибирскавтодор» — одна из крупнейших дорожно-строительных компаний России, входит в ТОП-25 компаний отрасли. В мае 2024 года рейтинговое агентство НКР присвоило АО «Новосибирскавтодор» кредитный рейтинг А- по национальной шкале со стабильным прогнозом.

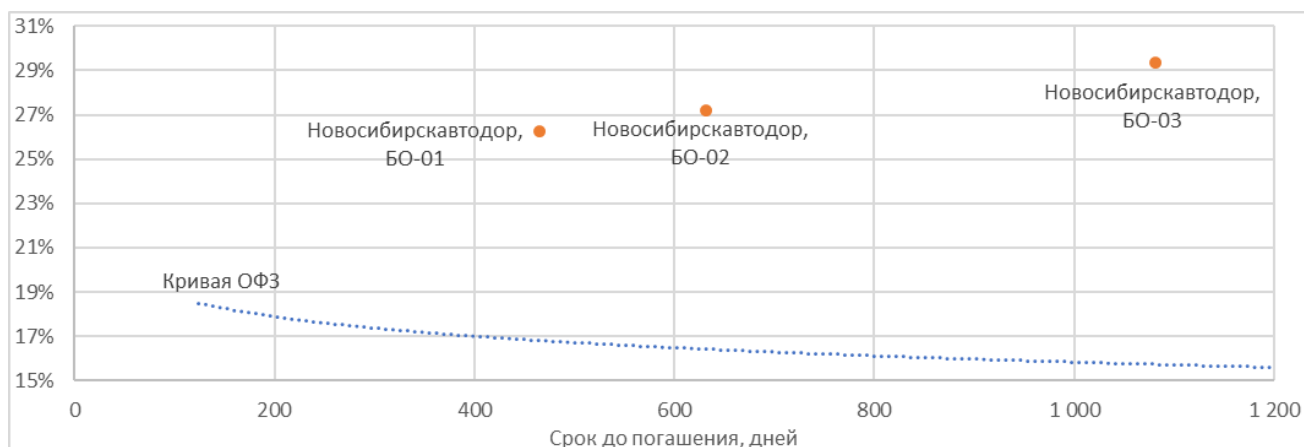
2024 год стал для компании весьма удачным в части заключения новых контрактов. Крупнейшим стал заключенный в августе контракт стоимостью 7,7 млрд руб. на реконструкцию международного аэропорта Казани. Работы проводились в рамках подготовки к саммиту БРИКС и были успешно завершены в назначенный срок. Кроме того, в мае был выигран контракт на реконструкцию аэропорта Толмачево за 4,9 млрд руб. со сроком окончания работ в августе 2027 года.

Рост портфеля заказов естественным образом отразился на результатах компании за первые 6 месяцев 2024 года, активы в первом полугодии выросли более чем в два раза. Особенностью отрасли является неравномерное поступление выручки, большая ее часть, как правило, поступает в IV квартале. Это объясняет слабые показатели рентабельности в промежуточных результатах, которые, тем не менее, за 6 месяцев 2024 года заметно улучшились по сравнению с тем же периодом 2023 года. По итогам 2024 года мы ожидаем общий рост выручки и прибыли относительно 2023 года, чему будет способствовать завершение реализации заключенных ранее контрактов, в частности, упомянутой реконструкции аэропорта Казани. Одновременно можно ожидать снижения размеров чистого долга и, соответственно, долговой нагрузки относительно текущих значений.

Показатели, млн руб, МСФО	2022	2023	6м 2024
Активы	8 205	8 439	18 915
в т. ч. основные средства	2 530	2 426	3 022
Капитал и резервы	4 219	4 553	4 217
Долгосрочные обязательства	738	767	1 416
Краткосрочные обязательства	3 248	3 119	13 281
Чистый долг	-2 059	-869	3 280
Выручка	16 977	19 221	7 661
Чистая прибыль	664	934	-36
EBITDA	1 568	1 803	365
EBITDA (LTM)			2 260
Собств. капитал / активы	0,51	0,54	0,22
Рент. по чистой прибыли, %	3,9%	4,9%	-0,5%
Рент. по EBITDA, %	9,2%	9,4%	4,8%
Чистый долг / EBITDA	-1,31	-0,48	1,45
Текущая ликвидность	1,55	1,63	1,12

Источник: данные АО «Новосибирскавтодор», расчеты «Цифра брокер»

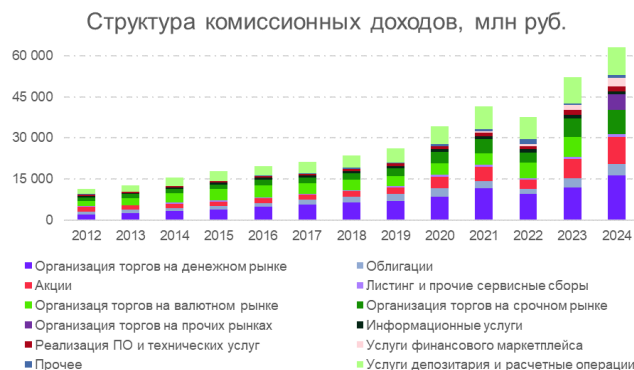
В обращении на сегодняшний день находятся три выпуска облигаций АО «Новосибирскавтодор» общим объемом 1,8 млрд руб., а также ЦФА объемом 800 млн руб. Доходности разных выпусков находятся в диапазоне от 26,5% до 29,5%, спреды доходностей относительно кривой РФ3 составляют 11-14 п. п. В сегменте ВДО это одни из наиболее интересных облигаций по соотношению риск/доходность. Наиболее привлекательным мы считаем размещаемый на данный момент трехлетний выпуск БО-03.



Московская биржа

Одна из приоритетных задач государства заключается в привлечении «длинных денег» в экономику. С целью формирования «длинного капитала» были разработаны новые инструменты, посредством которых институциональные инвесторы могут аккумулировать средства частных инвесторов и инвестировать их в инструменты фондового рынка. Так появилась программа долгосрочных сбережений граждан (ПДС), предполагающая налоговый вычет, государственное софинансирование и страхование средств. Важный вклад в привлечение «длинных денег» вносит развитие страхования: сегодня существуют полисы накопительного (НСЖ) и долевого страхования жизни (ДСЖ), в рамках которых прорабатываются налоговые льготы за длительное владение бумагами. Третьим, но не по значению, являются индивидуальные инвестиционные счета (ИИС) и модернизированный ИИС-3, который объединяет в себе льготы предыдущих типов счетов за более длительный срок владения (от пяти лет). Очевидным бенефициаром притока капитала на фондовый рынок выступает Московская биржа - крупнейшая биржевая площадка в России.

Текущая цена одной акции, руб.	191,01	
Целевая цена, руб.	260	
Потенциал роста, %	36%	
	2024П	2025П
P/E	5,72	4,2
EV/EBITDA	3,11	2,3



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

затель 2023 года. Результаты за IV квартал оказались хуже ожиданий рынка - у биржи просели процентные доходы из-за снижения клиентских остатков на счетах, EBITDA и чистая прибыль уменьшились вследствие опережающих темпов роста операционных расходов и значительного наращивания резервов под ОКУ. В то же время восстановление активности на фондовом рынке привело к более заметному, чем предполагалось, росту комиссионных доходов. Учитывая динамику рынка в 2025 году, начало проведения торгов в режиме выходного дня и ранее обозначенные предпосылки, обстановка в комиссионной части продолжит улучшаться.

Дивиденды. В соответствии с дивидендной политикой, Московская биржа направляет на дивиденды не менее 50% от годовой чистой прибыли. При этом зачастую компания распределяла свыше 65% чистой прибыли. Биржа объявила о дивидендах за 2024 год в размере 26,11 руб. на одну акцию, что предполагает текущую доходность около 14%.

Резюме. Бизнес Московской биржи выглядит устойчивым в текущих реалиях, что подтверждается сильными результатами за 2024 год вопреки санкциям, а также обладает потенциалом для роста с учетом государственной заинтересованности в росте капитализации фондового рынка до 66% от ВВП к 2030 году и 75% к 2036 году по сравнению с приблизительно 20% на данный момент.

Ключевыми источниками доходов Московской биржи являются комиссионные и процентные доходы. После усиления санкционного режима в отношении России и самой торговой площадки, планомерного повышения ключевой ставки Банка России в общей структуре операционных доходов стали преобладать процентные доходы с долей в 56,5% по итогам 2024 года. Однако мы полагаем, что уже сформировались предпосылки для разворота тренда в сторону большего веса комиссионных доходов.

1. Ожидаемое скорое достижение пика по уровню ключевой ставки и переход к смягчению денежно-кредитной политики повышает привлекательность акций и облигаций по доходностям в сравнении с депозитами и фондами денежного рынка.
2. Инструменты привлечения «длинного капитала» (ИИС-3, ПДС, НСЖ, ДСЖ) поддерживают интерес к активам фондового рынка.
3. Улучшение конъюнктуры на фондовом рынке сформирует почву для выхода на IPO новых компаний, которые откладывали размещение акций ранее.
4. Расширение инструментария на рынках Московской биржи создает дополнительные возможности для инвесторов и способствует росту объема торгов.
5. Улучшение в геополитике позволяет рассчитывать на возвращение зарубежного капитала в Россию.

Финансовое положение. По итогам 2024 года комиссионные доходы Московской биржи выросли на 20,6% по сравнению с 2023 годом и достигли 63 млрд руб., процентные доходы повысились на 57% до 81,9 млрд руб. Несмотря на рост операционных расходов на 61,4% до 46,3 млрд руб., торговая площадка сумела выйти на рекордный показатель по чистой прибыли в размере 79,3 млрд руб., что на 30,4% превышает пока-

«Ренессанс страхование»

Объем страховых премий в 2024 году вырос на 62,8% по сравнению с 2023 годом и достиг 3,7 трлн руб. Отношение страховых премий к ВВП России увеличилось на 0,6 п. п. до 1,9%, что по-прежнему значительно ниже средних показателей по миру, где страхование занимает 6-7% от ВВП страны. Таким образом, российский рынок страхования находится в стадии развития и обладает значительным потенциалом роста.

Текущая цена одной акции, руб.	112,32	
Целевая цена, руб.	169	
Потенциал роста, %	50%	
	2024П	2025П
P/E	5,54	4,51
ROE	22,0%	26,1%

«Ренессанс страхование» занимает шестое место по страховому бизнесу в России. Бумаги компании включены в базу расчета индекса МосБиржи и индекса РТС, а доля акций в свободном обращении превышает 30%.

Основной бизнес. Суммарные премии компании по итогам 2024 года выросли на 37,5% по сравнению с 2023 годом и достигли 169,8 млрд руб.

Премии по НСЖ увеличились на 135,2% до 75,8 млрд руб., что отражает в целом рост финансовой грамотности населения и привлекательность продуктов компании. «Ренессанс страхование» делает ставку на долгосрочные полисы, что обеспечивает стабильный денежный поток и снижает зависимость от рыночных колебаний.

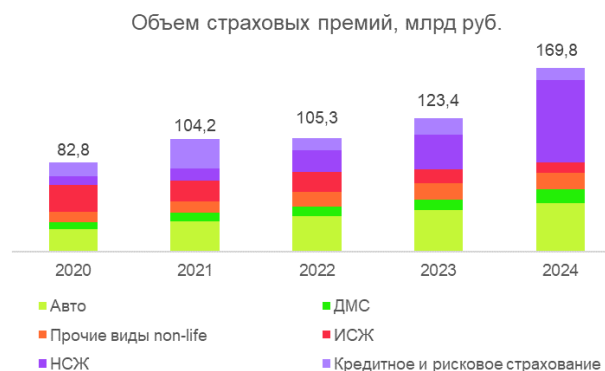
Премии от продуктов автострахования выросли на 16,8% до 44,5 млрд руб. на фоне удорожания стоимости машин с пробегом и их обслуживания, роста корпоративных автопарков и каршеринга, введения краткосрочного полиса ОСАГО. «Ренессанс страхование» в партнерстве с Яндексом организовали первое в России гибкое ОСАГО для водителей такси — выдано более 1 млн полисов с момента запуска проекта в июне прошлого года.

Премии от ДМС прибавили 27,2% до 12,9 млрд руб. В условиях борьбы за кадры и медицинской инфляции спрос на продукты ДМС сохраняется высоким, а «Ренессанс страхование» выступает заметным игроком на этом рынке и планирует повышать свои компетенции и долю рынка в данном сегменте.

«Ренессанс страхование» первой реализовала проект долевого страхования жизни (ДСЖ), который пришел на смену инвестиционному страхованию с 1 января 2025 года. Ожидается, что объем рынка ДСЖ в 2025 году может составить 200-250 млрд руб. (оценки Кепт), а «Ренессанс страхование» станет одним из лидеров.

НПФ «Ренессанс Накопления» является участником государственной программы долгосрочных сбережений (ПДС), в рамках которой компания нацелена за пять лет привлечь 1 млн клиентов и 100 млрд руб. активов.

Финансовое положение. Годовая чистая прибыль выросла на 7,8% до 11,1 млрд руб. Среднегодовая рентабельность собственного капитала (RoATE) соста-



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

вила 32,3%, что превышает внутреннюю цель компании на уровне 30%. Коэффициент достаточности капитала значительно превысил норму регулятивного уровня в 105% и составил 141%, показатель снизился по сравнению с 171% на конец 2023 года из-за проведения М&А сделок, что является временным явлением.

Инвестиционный портфель за прошлый год вырос на 29% до 235 млрд руб. Структура активов в портфеле консервативная: корпоративные облигации (36%), ОФЗ (24%), депозиты и денежные средства (28%), акции (5%), прочее (7%). Восстановление фондового рынка приведет к положительной переоценке инвестиционного портфеля, что отразится на росте чистой прибыли и дивидендах.

Дивиденды. Компания придерживается политики по распределению не менее 50% от чистой прибыли за год в качестве дивидендов. Дивиденды за 2024 год составили 10 руб. на одну акцию, мы прогнозируем дивиденды на уровне 14,8 руб. на акцию по итогам 2025 года.

Резюме. Развитие продуктовой линейки, географическая экспансия через онлайн-каналы позволят компании поддерживать стабильные темпы роста страхового бизнеса. Нестраховые проекты (маркетплейс медицинских услуг Vude, ориентированный на ментальное здоровье сервис «Просебя») позволяют компании усиливать лояльность клиентов и извлекать дополнительные доходы. Таким образом, «Ренессанс страхование» активно масштабирует свой бизнес за счет органического роста, посредством сделок М&А («Райффайзен Лайф», «ВСК — Линия жизни», компания рассматривает новые проекты с IRR выше 30%), что в сочетании с ростом инвестиционного портфеля и дивидендного потенциала формирует привлекательность акций компании.

НОВАТЭК

Крупнейший независимый производитель СПГ в России, один из самых высокомаржинальных представителей нефтегазовой отрасли в мире. Компания реализует природный газ на территории России, а также постав-
ляет на экспорт в форме СПГ.

Текущая цена акций, руб.	1050	
Целевая цена, руб.	1824	
Потенциал роста, %	73,7%	
	2024	2025П
P/E	5,8	5,0
EV/EBITDA	3,3	3,0
Чистый долг/EBITDA	0,14	0,14

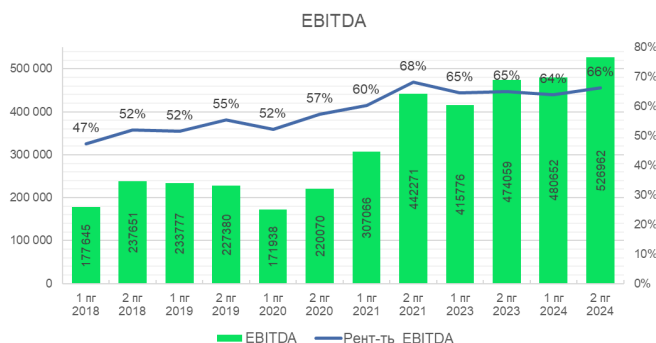
«Арктик СПГ-2». НОВАТЭК мог бы стать одним из главных бенефициаров потепления в отношениях между Россией и США, но отмена санкций в отношении компании, которая является прямым конкурентом в битве за долю на растущем глобальном рынке СПГ, выглядит маловероятным сценарием. Тем не менее отмены санкций может и не потребоваться. Сейчас желающих покупать санкционный газ с проекта «Арктик СПГ-2» либо нет вообще, либо они готовы это делать с условием крупного дисконта, что уже не устраивает менеджмент компании. Но если дипломатические отношения между странами будут улучшаться, а новых санкций не последует, то даже в условиях действующих ограничений азиатские партнеры НОВАТЭК будут меньше беспокоиться по поводу вторичных санкций. Ослабление внимания к компании и к соблюдению наложенных санкций сделает их открытыми к подписанию контрактов на поставки газа с «Арктик СПГ-2». Самым же позитивным сценарием для компании станет ослабление действующих санкций. В рамках мирных переговоров не раз упоминался вопрос о снятии ограничений именно с энергетического сектора, чем НОВАТЭК уже начал пользоваться, предлагая индийским покупателям арктический СПГ со скидкой (пока у них есть такая возможность).

Что касается ввода новых мощностей в ближайшие годы со стороны США, то оценить последствия для НОВАТЭК пока сложно. Если же в моменте это приведет к избытку предложения и падению цен, то это будет негативно, в первую очередь, для самих американских компаний: себестоимость производства СПГ без учета транспортировки у них находится в диапазоне \$7-8 за MMBtu, у НОВАТЭКа точка безубыточности намного ниже \$2-4 за MMBtu. При этом нужно учитывать и рост спроса на СПГ внутри самих Соединенных Штатов.

Финансовые результаты. По итогам 2024 года страны ЕС закупили у России рекордные объемы СПГ — порядка 17,8 млн тонн, а НОВАТЭК нарастил добычу жидких углеводородов и производство газа. Несмотря на санкционные ограничения, основные финансовые показатели компании — выручка, скорректированная прибыль и EBITDA — по итогам года обновили исторические максимумы.

Оценка компании. НОВАТЭК оценен с дисконтом относительно действующих активов, и возможный запуск «Арктик СПГ-2» в текущей оценке по-прежнему не учитывается. Не заложены в нее и более дальние проекты компании, например, строительство завода по сжижению природного газа в Мурманске, мощность которого должна превысить 20 млн тонн. Но для реализации этих проектов необходимо начать отгрузки с «Арктик СПГ-2».

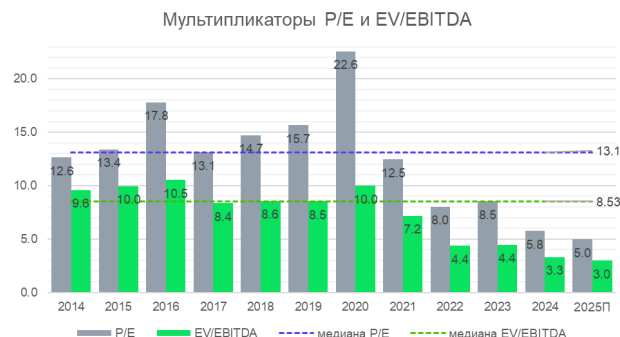
НОВАТЭК продолжает быть эффективной компанией с качественным корпоративным управлением и понятной дивидендной политикой, а поставки с Арктик СПГ-2, возможно, начнутся уже в этом году. По текущим ценам акции НОВАТЭКа выглядят привлекательно, целевой ориентир составляет 1824 руб. за одну акцию на горизонте года.



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Ефанов Иван
Аналитик

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



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Газпром

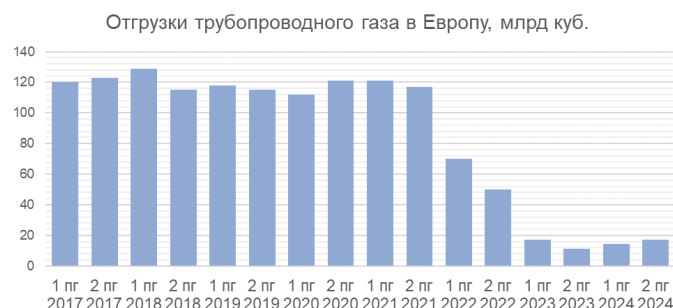
Текущая цена акций, руб.	122	
	2024П	2025П
P/E	2,2	2,0
EV/EBITDA	3,2	2,8
Чистый долг/EBITDA	1,99	1,99

Газпром, который потерял премиальный рынок сбыта в странах Европы, остается одним из главных пострадавших от санкций: в 2024 году объем поставок трубопроводного газа в ЕС упал на 86% относительно 2021 года. С конца декабря геополитическая обстановка изменилась в лучшую сторону, но ожидания рынка уже заложены в цену акций компании, и для нового импульса нужно что-то более весомое.

Дальнейшими драйверами роста для Газпрома могут стать либо частичное возвращение европейского рынка, либо выплата дивидендов, которую рынок явно не ожидает. Что касается европейского рынка, в последнее время разные источники выдвигали мнение, что газопровод «Северный поток» может быть куплен американцами, и поставки газа возобновятся, но пока это не более чем слухи.

Из четырех ниток «Северного потока» в рабочем состоянии находится одна. Но в конце января датское энергетическое агентство выдало оператору «Северного потока — 2» разрешение на проведение консервации поврежденного трубопровода, что позволит сохранить возможность для его дальнейшей эксплуатации. Очевидно, Европе по-прежнему необходимо сохранить определенный уровень поставок российского газа, чтобы ее промышленность оставалась конкурентоспособной. При этом позиция ЕС, несмотря ни на что, остается недружественной.

В I полугодии 2024 года свободный денежный поток «Газпрома» (FCF) впервые с 2021 года вышел в область положительных значений, а значение коэффициента «Чистый долг»/EBITDA должно снизиться в район 2,1х в связи с ожидаемым ростом EBITDA. Потенциально компания может выплатить около 26,9 руб. на одну акцию уже за 2024 год, что соответствует текущей дивидендной доходности около 18,1%. Риск заключается в том, что с 1 января остановлен украинский транзит газа, а приоритетом для компании может быть снижение долговой нагрузки или новый инвестиционный цикл.



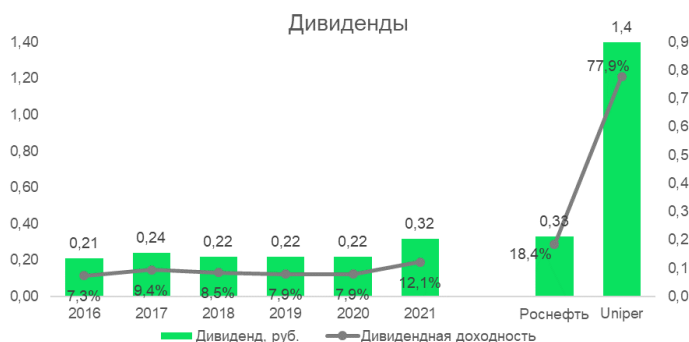
Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Юнипро

Текущая цена акций, руб.	1,797	
	2024	2025П
P/E	3,5	3,3
EV/EBITDA	0,45	0,4
Чистый долг/EBITDA	-1,9	-1,9

Юнипро — еще одна компания-«кубышка» из энергетического сектора, до которой пока не могут добраться акционеры. 83% «Юнипро» принадлежит немецкой Uniper, которая была отстранена от управления компанией, а временное руководство передано «Роснефти». В феврале акции компании выросли на 50% с начала года, но с тех пор обвалились уже на 35,5% на фоне новой инвестиционной программы: на горизонте до 2031 года на инвестиции планируется направить 327 млрд руб. (в среднем 46,7 млрд ежегодно). Участники рынка посчитали, что это «съест» всю чистую денежную позицию компании в размере 92 млрд руб., и на выплату потенциальных дивидендов средств не останется. Опасения кажутся несколько преувеличенными: даже если операционный денежный поток «Юнипро» будет расти минимальными темпами, около 5% в год, плюс компания продолжит зарабатывать процентный доход с депозитов, то этого будет достаточно для покрытия капитальных затрат. Размер потенциального дивиденда зависит от того, по какому сценарию будут развиваться дальнейшие события. Один из возможных вариантов: «потепление» между Россией и Европой не наступает, и в какой-то момент ЕС конфискует российские активы, а Россия, в свою очередь, конфискует европейские, в том числе долю Uniper. В этом случае «Роснефть» может превратиться в мажоритарного акционера компании, и вряд ли стоит ожидать, что на дивиденды будут распределены все 92 млрд руб. Но даже если консервативно взять выплату 50% от прогнозной чистой прибыли «Юнипро» за 2025 год, то размер потенциального дивиденда составит около 0,33 коп. на акцию.

Позитивный сценарий подразумевает, что управление компанией вернется к немецкой Uniper, и мажоритариям, скорее всего, захочется вывести весь остаток наличных через дивиденды и, возможно, изменить инвестиционную программу.



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Novabev Group — сбалансированный коктейль

В 2024 году россияне незначительно сократили объем покупки алкогольной продукции, на 1,1%, при этом объемы продаж вина второй год превышают продажи крепкого алкоголя (водки). На этом фоне акции и облигации российского производителя спиртных напитков Novabev Group сохраняют привлекательность.

В 2024 году продажи алкогольной продукции в России незначительно сократились: 226,9 млн дал. (декалитров) против 229,4 млн дал. годом ранее. Падение связано как с переходом населения на здоровый образ жизни, так и с общим падением покупательной способности.



Источник: Росалкогольтабакконтроль (ЕМИСС)

Винодельческой продукции население покупает в целом больше, чем водки. Данные приведены без учета декабря, когда традиционно резко увеличивается объем продаж игристых вин и шампанского, что видно на графике ниже.



Источник: Росалкогольтабакконтроль (ЕМИСС)

В 2024 году в России было продано 84,2 млн дал. винодельческой продукции (рост на 2,6% за год), а водки — 76 млн дал. (1,3%). При этом покупка шампанского в 2024 году выросла на 8,6% по сравнению с 2023 годом, до 23,5 млн дал.; ликерные вина выросли на 7,6%, до 1,2 млн дал.; виноградные вина прибавили 1,2%, до 57,1 млн дал. Несмотря на повышение ставки акциза в мае и таможенной пошлины в августе, среднегодовые темпы роста продаж винодельческой продукции составили 2,7%. В то же время водки было продано только на 0,6% больше по сравнению с 2023 годом, а среднегодовые темпы роста продаж водки составили лишь 0,3%.

Зиновьев Егор
Аналитик

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

Наименование	Купон	Частота выплат	Погашение	Цена, %	Дюрация	УТМ, %	Рейтинг
Новабев Групп, БО-П05	10,85%	2	06.07.2027	84,57	606	22,5%	- / ruAA
Новабев Групп, БО-П06	14,90%	12	16.04.2026	95,44	347	21,8%	- / ruAA

*расчеты «Цифра брокер»
Источник: Cbonds

В связи с этим мы считаем, что облигации российской Novabev Group могут выглядеть привлекательными для покупки. Компания владеет винодельней «Поместье Голубицкое», которое производит вино и шампанское под собственными брендами. По прогнозам группы, в 2025 году рынок вин в России увеличится до 93 млн 9л кейсов с 87 млн 9л кейсов в 2023 году.

Согласно данным группы, 42% выручки от продаж алкоголя в 2024 году пришлось на вино, 41% — на крепкий алкоголь, 17% — на водку. Вина составляют 32% ассортимента розничных магазинов, водка и крепкий алкоголь — 28%, пиво — 15%, безалкогольные напитки — 9%, прочее — 6%.

Группа показала хорошие темпы роста выручки в

Финансовые показатели, млрд руб.	2024	2023	Δ, г/г
Общий объем отгрузки, млн дал.	16,2	16,9	-4,2%
Выручка	135,5	116,9	15,9%
EBITDA	18,7	19,3	-3,1%
Краткосрочный долг	8	9,5	-15,8%
Долгосрочный долг	50	26	92,3%
Денежные средства	22,5	3,4	561,8%
Чистый долг	35,5	32,1	10,6%
Чистый долг / EBITDA	1,90x	1,66x	0,24x
Проценты к уплате	5,8	3,6	61,1%
EBITDA / проценты к уплате	3,22x	5,36x	-2,14x
Денежные средства / краткосрочный долг	2,81x	0,36x	2,45x

Источник: данные компании

2024 году, а долговая нагрузка составила менее 2,0x на основе коэффициента чистый долг / EBITDA, несмотря на падение EBITDA и увеличение долга в абсолютном выражении. Покрытие процентных платежей EBITDA немного ухудшилось на фоне увеличения средневзвешенной процентной ставки с 9,57% до 17,88%.

Также Novabev Group имеет хорошие показатели ликвидности: коэффициент денежные средства / краткосрочный долг находится на уровне 2,81x, а объем невыбранных кредитных линий составляет 5,6 млрд руб.

Мы позитивно оцениваем кредитное качество эмитента на фоне хороших финансовых и операционных показателей.

Novabev Group

Novabev Group - лидер среди производителей алкоголя в России. За 2024 год компания отгрузила 162 млн литров спиртной продукции. Но с 2010 года компания занимается не только производством, о и дистрибуцией алкоголя через собственную сеть розничных магазинов «ВинЛаб». Доля ритейла в выручке почти достигла

Текущая цена, руб.	490	
Целевая цена, руб.	600	
Потенциал роста, %	22%	
	2024	2025П
P/E	13,5x	11x
EV/EBITDA	5,2x	4.8x
«Чистый долг»/EBITDA	1,9x	2x
Дивидендная доход-ть, %	8%	6%

История компании. Novabev Group (ранее BELUGA GROUP) – крупнейший российский производитель и дистрибьютор алкоголя, основанный в 1999 году. В 2002 году компания приобрела первый ликеро-водочный завод, а к 2006 году ей принадлежало уже шесть заводов. В 2007 году группа вышла на биржу и приобрела бренды Beluga и «Беленькая», став одним из лидеров рынка крепкого алкоголя. В последующие годы активно расширяла портфель, запустив собственное винное производство и заключив эксклюзивные контракты с международными брендами. В 2018 году компания приобрела винодельческий комплекс «Поместье Голубицкое», приступив к производству премиальных российских вин.

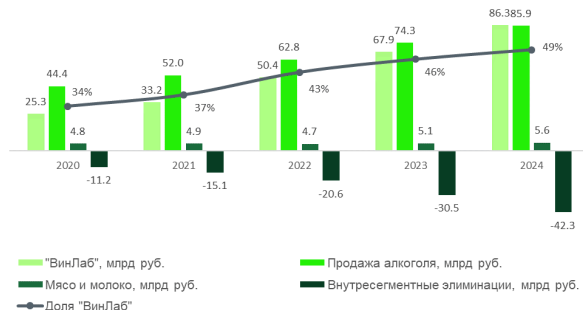
Перспективы компании. Novabev Group демонстрирует стабильные объемы отгрузок, что обусловлено незначительным ростом спроса на крепкий алкоголь в России. Основные точки роста находятся в сегментах винодельческой продукции и пива, однако их доля в общем объеме производства компании пока остается низкой. В рамках стратегии диверсификации Novabev, активно развивает виноделие: на конец 2024 года в распоряжении компании находилось 900 га земель под виноградниками, из которых 241 га уже засажены (для сравнения, у «Абрау-Дюрсо» виноградники занимают 3700 га).

Одним из ключевых факторов роста является развитие сети фирменных магазинов «ВинЛаб». За год компания открыла 384 новых точки, доведя общее количество до 2041 (в сравнении с более чем 19 тыс. торговых точек у сети «Красное и Белое»). Через собственную розничную сеть Novabev реализует 1167 алкогольных брендов, 70% из которых составляют собственные и партнерские продукты. Основу выручки компании (без учета пива и безалкогольных напитков) формируют крепкий алкоголь (41%) и водка (17%), однако доля винодельческой продукции продолжает расти и уже достигла 42%.

Сейчас компания оценивается недешево, коэффициент EV/EBITDA 5,2x, это одна из самых высоких оценок в секторе при годовых темпах роста 16% (по сравнению с 24% и 44,2% у сетей «КЦ ИКС 5» и «Лента») и долговой нагрузке 1,9 по коэффициенту «Чистый долг»/EBITDA.

IPO «ВинЛаб». Вывод «ВинЛаб» на IPO выглядит логичным шагом для раскрытия стоимости этого сегмента, который демонстрирует высокие темпы роста и более высокую по сравнению с традиционными ритейлерами маржинальность. Если «ВинЛаб» получит оценку на уровне 5-6x EBITDA (выше классических ритейлеров из-за более высокой маржинальности), то капитализация составит 30-32 млрд руб. Оценка выше представляется неоправданной. С учетом того, что Novabev сейчас стоит около 5x EBITDA, фундаментально IPO «ВинЛаб» компанию переоценить не должно. Фундаментальная стоимость сформируется, если сделка пройдет по схеме cash-in и средства будут направлены на погашение долга.

Выручка по сегментам



Общие отгрузки



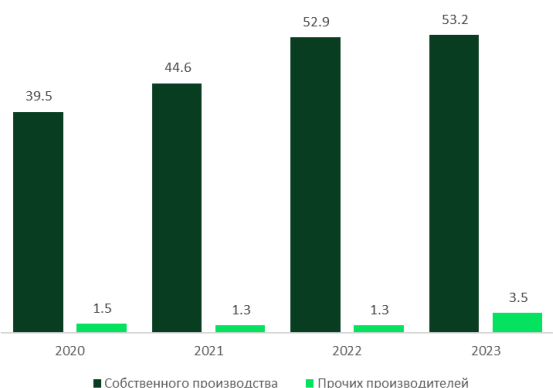
Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

«Абрау-Дюрсо»

«Абрау-Дюрсо» — крупнейший производитель игристых вин в России, основанный в 1870 году. Компания выпускает разные сорта вин, включая игристые, а также занимается экспортом продукции в другие страны. Производство «Абрау-Дюрсо» расположено в Краснодарском крае в районе озера Абрау и компания активно развивает винодельческие традиции региона.

Текущая цена, руб.	200	
Целевая цена, руб.	240	
Потенциал роста, %	20%	
	2023	2024П
P/E	16x	13x
EV/EBITDA	10,6x	8x
«Чистый долг»/EBITDA	3,1x	1,6x

Объем реализации продукции виноделия, тыс. бут.



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

История бизнеса. ПАО «Абрау-Дюрсо» — старейший российский производитель игристых и тихих вин, основанный в 1870 году по указу Александра II. В 1905 году французский винодел Виктор Дравиньи внедрил классический метод шампанизации. В 1920-е годы советский ученый Антон Фролов-Багреев разработал ускоренный метод производства игристых вин, что сделало их массовыми в СССР. В 1990-е годы предприятие переживало кризис, но в 2006 году его приобрела группа SVL под руководством Бориса Титова и начала модернизацию производства. В 2010-х компания начала активно развивать экспорт и энотуризм, в 2020-х расширила ассортимент продукции, запустив собственное производство крепкого алкоголя, сидров и безалкогольных напитков. Также была приобретена винодельня в Азербайджане, открыты торговые представительства в Китае. В 2023 году объемы продаж достигли 12,5 млрд руб., а посещаемость туристического центра в Абрау превысила 600 тыс. человек в год.

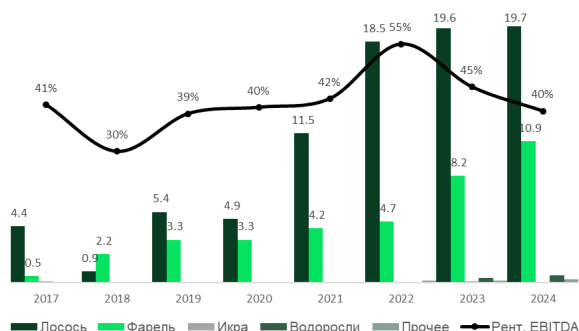
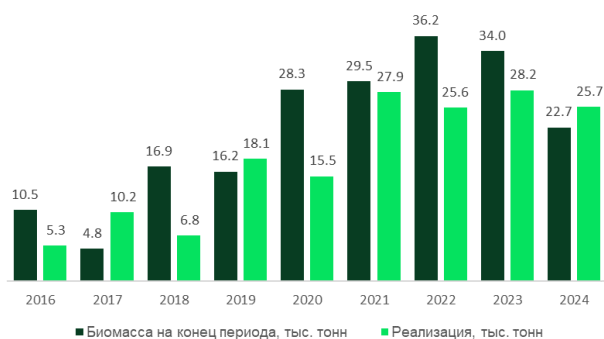
Дополнительная эмиссия. В декабре 2024 года акционеры ПАО «Абрау-Дюрсо» приняли решение об увеличении уставного капитала путем дополнительного выпуска 11,5 млн обыкновенных акций номиналом 1 руб. каждая (при уставном капитале 98 млн акций). Инвесторов напугала новость о дополнительной эмиссии, кроме того, не была объявлена цена размещения. Позже она была установлена на уровне 275 руб. за бумагу, что почти на 30% рыночной цены. Предполагается, что размещение будет осуществлено по закрытой подписке в пользу ООО «Актив Капитал», 100% которого принадлежит основному акционеру компании Борису Титову. В результате дополнительного выпуска акций компания, как ожидается, привлечет около 3,162 млрд руб. Внесение дополнительных средств в капитал по оценке выше рыночной может свидетельствовать о том, что у мажоритарного акционера есть желание и дальше развивать бизнес компании.

Перспективы развития. «Абрау-Дюрсо» продолжает стратегическое развитие, опираясь на узнаваемость бренда — более 90% россиян знают компанию, а 45% потребителей считают ее продукцию номером один на рынке. Основные перспективы связаны с расширением экспорта, особенно в Китай и страны СНГ, где растет спрос на российские вина. Важным направлением остается диверсификация бизнеса — компания развивает производство крепкого алкоголя, сидров и безалкогольных напитков, снижая зависимость от основного рынка. Господдержка винодельческой отрасли и сокращение импорта создают благоприятные условия для укрепления позиций на рынке. Компания активно инвестирует в развитие виноградников, развивает энотуризм, что повышает лояльность к бренду. Акции компании оценены достаточно высоко, но узнаваемость бренда и успешная история компании оправдывают эту оценку.

«ИНАРКТИКА»

Группа компаний «ИНАРКТИКА» — крупнейший российский производитель атлантического лосося и форели, который специализируется на аквакультуре и переработке рыбы. Компания полностью интегрирована в производственный цикл — от разведения малька и выращивания рыбы до переработки и поставки готовой продукции в торговые сети и дистрибьюторские компании. «ИНАРКТИКА» активно развивает инфраструктуру, модернизирует производственные мощности и стремится к технологическому суверенитету, снижая зависимость от импортных поставок. В 2024 году компания реализовала 25,7 тыс. тонн продукции, укрепляя свои позиции на российском рынке красной рыбы.

Текущая цена, руб.	670	
Целевая цена, руб.	900	
Потенциал роста, %	34	
	2024П	2025П
P/E	7,6x	6,8x
EV/EBITDA	5,7x	5,3x
«Чистый долг»/EBITDA	1x	1x
Дивидендная доход-ть, %	7	9



История компании. Компания была основана в 1997 году под брендом «Русское море» и изначально занималась дистрибуцией рыбы и морепродуктов. В 2010-е годы началось активное развитие аквакультурного направления бизнеса: приобретены рыболовные хозяйства в Карелии и запущены первые фермы по выращиванию атлантического лосося в Баренцевом море. В 2017 году компания приобрела два смолтовых завода в Норвегии, а в 2022 году продала зарубежные предприятия и начала строительство собственных мальковых заводов. В 2023 году «ИНАРКТИКА» приобрела Архангельский водорослевый комбинат и рыболовный завод в Нижегородской области, укрепив таким образом свою ресурсную базу. Сегодня компания продолжает масштабное развитие, инвестируя в инфраструктуру, биологическую безопасность и экспортные направления.

2024 год. Благодаря стабильному спросу на красную рыбу, бизнес компании благополучно преодолел кризисные периоды 2020 и 2022 годов. Но в конце 2023 года из-за атаки лососевой вши компания потеряла рыбы на 1,5 млрд руб., а на фоне аномально холодной воды и нашествия медуз в 2024 году менеджмент вынужден был списать рыбы еще на 2,4 млрд руб. В результате, к концу 1 полугодия 2024 года биомасса в воде сократилась в два раза до 15,6 тыс. тонн. Цикл выращивания рыбы составляет от 1,5 до 2 лет, благодаря активному зарыблению биомасса на конец 2024 года составила 22,7 тыс. тонн. Полное восстановление рыбной биомассы прогнозируется к 1 полугодию 2026 года.

Перспективы развития. Несмотря на биологические и климатические риски, «ИНАРКТИКА» остается ключевым игроком на российском рынке аквакультуры. Вертикальная интеграция, контроль над производственными мощностями и доступ к природным ресурсам обеспечивают устойчивость компании в долгосрочной перспективе, а рост внутреннего спроса на красную рыбу создает благоприятные условия для дальнейшего развития. Если рассматривать акции «ИНАРКТИКА» в качестве защитных бумаг из пищевого сектора, то оценка показателя EV/EBITDA на уровне 6 и P/E на уровне 8 выглядит оправданной (если бы не значительные списания биомассы, P/E мог быть на уровне 5,5).

Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

«Черкизово»

Группа компаний «Черкизово» — один из крупнейших российских агрохолдингов с полным циклом производства мясной продукции: от выращивания кормов до дистрибуции готовой продукции. Компания занимает лидирующие позиции в птицеводстве, свиноводстве и мясопереработке, обеспечивая высокий уровень продовольственной безопасности страны. Потребителям компания известна под брендами «Петелинка», «Пава-Пава», «Империя вкуса».

Текущая цена, руб.	4000	
Целевая цена, руб.	4600	
Потенциал роста, %	15	
	2024П	2025П
P/E	8,5x	7,8x
EV/EBITDA	6,7x	6x
«Чистый долг»/EBITDA	3x	3x
Дивидендная дох-ть, %	6	7

История компании. Компания начинала свой путь в 1990-е годы как мясоперерабатывающее предприятие, но уже в начале 2000-х годов стала расширять бизнес, приобретая новые активы. Важнейшими этапами стали покупка и модернизация Петелинской птицефабрики, а также выход в сектор свиноводства и запуск современных комплексов в Воронежской, Липецкой и Пензенской областях. В 2012 году «Черкизово» также вышла в сегмент индейки: совместное предприятие с испанской Grupo Fuertes позволило построить один из крупнейших заводов по переработке — «Тамбовскую индейку». В последние годы «Черкизово» продолжает укреплять позиции, приобретая новые активы, в том числе производителей индейки «Краснобор» и «Здоровая ферма».

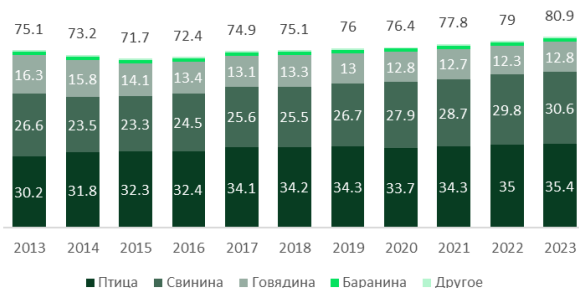
Производственная база компании включает 16 птицеводческих комплексов, 20 свиноводческих предприятий, 14 мясоперерабатывающих заводов, 12 комбикормовых производств и 340 тыс. га сельскохозяйственных земель. Она представлена в 18 регионах России, а штат сотрудников превышает 40 тыс. человек. Помимо внутреннего рынка «Черкизово» активно развивает экспортное направление, поставляя продукцию в Китай, Вьетнам, страны СНГ, Ближний Восток и Африку. В 2023 году доля экспорта в структуре продаж составила 9,8%.

Рынок. В 2024 году российский рынок мяса достиг рекордных показателей: производство скота и птицы на убой во всех категориях хозяйств выросло на 2,1%, достигнув 16,9 млн тонн. Среднедушевое потребление мяса увеличилось на 2 кг, составив 81 кг на человека. Основной прирост произошёл благодаря экспортной составляющей бизнеса — объём поставок вырос на 27% по сравнению с предыдущим годом и составил более 700 тыс. тонн. В стоимостном выражении общий экспорт мясной продукции из России вырос на 24% (до 1,7 млрд долларов США). У «Черкизово» экспорт повысился на 34% до 30 млрд руб. (доля в выручке 13%). С ростом валютной выручки для хеджирования валютного риска компания выпускает облигации в юанях.

Перспективы развития. В 2024 году «Черкизово» упрочила позиции на рынке, нарастив долю в сегменте куриного мяса до 15% (с 13% в 2022 году) и оставаясь вторым крупнейшим производителем в России. Однако в сегменте индейки произошло снижение в 2024 году до 13,5% (с 19% в 2022 году). В сегменте производства свинины компания стабильно удерживает 5,3% рынка.

Производство мяса птицы остается наиболее стабильным сегментом мясной отрасли, так как в кризисные периоды потребители переходят на более доступную курицу, снижая спрос на свинину и говядину. Это подтверждает устойчивый спрос на продукцию «Черкизово», особенно в условиях роста цен на продовольствие.

Потребление мяса на душу населения в России, кг в год



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

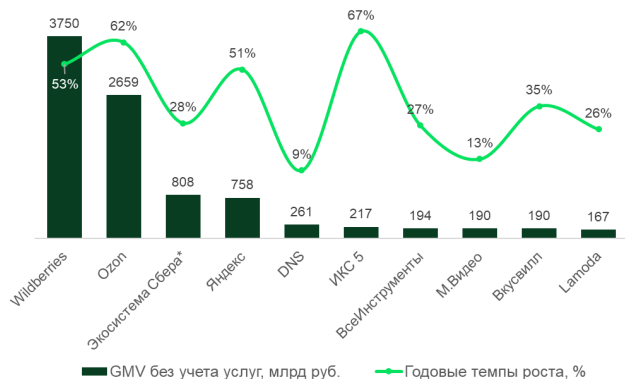
Онлайн-торговля — не только маркетплейсы

Российский рынок e-commerce продолжает уверенно расти, достигнув 11,3 трлн руб. в 2024 году (рост на 37% к 2023 году). Онлайн-продажи занимают более 20% в структуре общих продаж всех российских ритейлеров, отражая происходящие изменения в поведении потребителей. Тем не менее, темпы роста крупнейших игроков склонны к замедлению, а трансграничная торговля существенно сократилась на фоне изменения таможенных правил и колебаний валютных курсов.

Ключевые тенденции маркетплейсов:

- Рост продаж в малых городах за счет расширения сети пунктов выдачи заказов (ПВЗ), что облегчает доступ покупателей к онлайн-покупкам.
- Развитие рекламных платформ (Retail Media) как нового источника доходов: маркетплейсы активно монетизируют свою аудиторию, предлагая брендам рекламные инструменты внутри платформ.
- Усиление конкуренции с традиционными ритейлерами в категориях FMCG и электроники: маркетплейсы предлагают товары по конкурентным ценам, что оказывает давление на офлайн-торговлю.

Онлайн-доставка продуктов: лидерство «КЦ ИКС5». «КЦ ИКС 5» (ПАО «Корпоративный центр ИКС 5», магазины «Пятерочка» и «Перекресток») за прошедший год показала самый высокий рост среди лидеров рынка: на 67% до 217 млрд руб. Онлайн-продажи продуктов питания достигли 1 трлн руб., а спрос на экспресс-доставку покупок продолжает расти. Розничные сети активно инвестируют в цифровую трансформацию и логистику, чтобы адаптироваться к меняющимся привычкам потребителей.

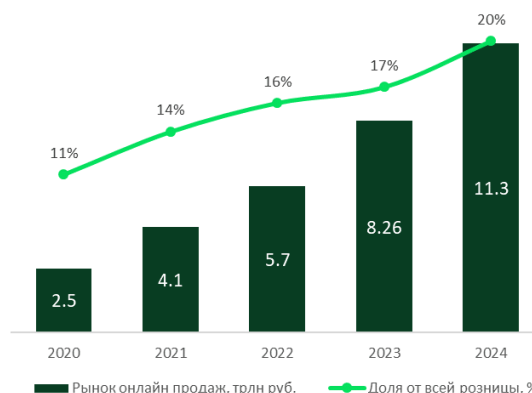


* «Мегамаркет», «Кулер», «Самокат», «Еаптека»

Другие игроки в сегменте:

«Магнит» — расширяет цифровые сервисы и логистику, внедряя новые модели доставки. Выручка цифровых сервисов выросла на 56% до 71,3 млрд руб.

«Лента» — делает ставку на региональную экспансию и ускоренную доставку.



Источник: INFOLine, расчеты «Цифра брокер»

Перспективы на 2025 год. Эксперты прогнозируют, что в этом году рынок e-commerce вырастет еще на 32%, достигнув 14,9 трлн руб.

Основными драйверами роста станут:

- **дальнейшее развитие логистической инфраструктуры:** строительство новых складов и фулфилмент-центров позволит маркетплейсам оперативнее доставлять товары;
- **расширение экспресс-доставки:** ускоренные форматы доставки (в течение нескольких часов) продолжат привлекать потребителей;
- **рост популярности BNPL-сервисов (покупка в рассрочку):** маркетплейсы и банки активно развивают финтех-услуги, стимулируя спрос на товары.
- **монетизация маркетинговых услуг:** маркетплейсы все активнее превращаются в рекламные платформы, предлагая ритейлерам инструменты продвижения.

Таким образом, рынок продолжает трансформироваться, а конкуренция между маркетплейсами, традиционными ритейлерами и сервисами доставки становится все более острой.

В ближайшие годы главным вызовом для участников рынка станет борьба за клиентов в условиях растущих операционных затрат и ужесточения ценовой конкуренции.

Дивидендные акции

Пик по ключевой ставке, скорее всего, пройден, доходности длинных ОФЗ снижаются — значит, пора взглянуть на рынок акций в поиске интересных доходностей. Многие эмитенты уже рекомендовали дивиденды за 2024 год, большая часть выплат ожидается в начале лета.

«Корпоративный центр ИКС 5». Целевые темпы роста выручки в районе 20% на этот год и рентабельность не менее 6%. Компания проведет выплату дивидендов за 2025 год в два этапа, ближайшая рекомендация запланирована на ноябрь. Выплата будет производиться из свободного денежного потока (FCF), а левиридж через вторую дивидендную выплату к концу года будет доведен до целевого диапазона 1,2–1,4х по показателю «Чистый долг»/EBITDA. Таким образом, в июле на счета акционеров поступит специальный дивиденд, а в декабре — часть выплат за 2025 год. Все то, что компания копила несколько лет на своем балансе, будет выплачено акционерам.

Специальный дивиденд: 648 руб.

Суммарные дивиденды в 2025 году: 696 руб.

«Займер». Сектор МФО находится под серьезным давлением со стороны регулятора: за прошлый год ужесточились макропруденциальные лимиты, ограничено количество займов в одни руки, максимально допустимые ставки по ним понижены. Весь портфель активов обеспечен собственным капиталом, поэтому компания выплачивает дивиденды ежеквартально, направляя на них 100% от чистой прибыли.

Дивиденд за IV кв. 2024 год: 4,9 руб.

Суммарные дивиденды в 2025 году: 36,3 руб.

ЛУКОЙЛ. Компания стабильно платит дивиденды, оставаясь одной из самых эффективных в нефтяном секторе (высокие свободный денежный поток и чистая денежная позиция). Добыча также стабильна и практически не растет, акции торгуются вблизи исторических максимумов.

Финальный дивиденд за 2024 год: 541 руб.

Суммарный дивиденд в 2025 году: 1000 руб.

Сургутнефтегаз ап. Сургутнефтегаз имеет три основных источника дохода: операционный доход непосредственно от нефтяного бизнеса; процентный

доход от денежной позиции на балансе и ее валютная переоценка. Сегодня компания не раскрывает валютную структуру накоплений, но из исторических данных валютной переоценки, связанной с ослаблением или укреплением доллара по годам, можно предположить, что около 70% накоплений находятся в долларах США. С 2022 года в структуре накоплений, по оценкам инвесторов, также начала увеличиваться доля юаня. Сейчас структура, скорее всего, схожая.

Дивиденд за 2024 год может составить 9,5 руб. на привилегированную акцию. В 2025 году компания может неплохо заработать при текущих ставках денежного рынка и при условии, что к концу года курс доллара США к рублю вырастет в район 110.

Дивиденд за 2024 год: 9,5 руб.

Дивиденд за 2025 год: 7,8 руб.

«Хэдхантер». Лидер рынка подбора персонала и HR-Tech в России. Текущая коррекция в бумагах компании, связанная с ожиданиями слабого отчета за 1 квартал, позволяет купить качественный растущий, высокомаржинальный бизнес по хорошей цене. Драйверами роста для акций «Хэдхантера» могут стать потенциальное возвращение в Россию зарубежных компаний и снижение ключевой ставки Банка России. Вместе с тем, у компании сохраняется чистая денежная позиция, что предполагает щедрые дивиденды для терпеливых инвесторов по итогам 2025 года.

Дивиденд в 2025 году: 460 руб.

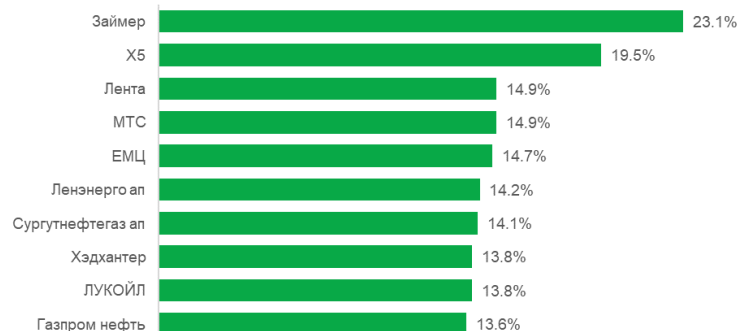
Дивидендные сюрпризы. Мы составили шорт-лист компаний, которые могут вернуться к дивидендным выплатам или от которых, наоборот, никто ничего не ждет. Это в том числе «Лента», которая по итогам 2024 года имеет рекордный свободный денежный поток (FCF) и могла бы выплатить дивиденды, если бы не приверженность к M&A сделкам. Ждем новую стратегию и дивидендную политику компании, которая, скорее всего, будет предусматривать выплату дивидендами 100% от FCF.

От «Юнайтед Медикал Груп» (ЕМС) ждали дивидендов после редомициляции, но тогда их не последовало — менеджмент сослался на цикл высоких ставок в экономике. В 2025 году ключевая ставка должна снижаться, значит по итогам года в ЕМС может встать вопрос о возобновлении выплат.

На фоне снижения ключевой ставки инвестиционный портфель «Ренессанс Страхования» может быть переоценен как минимум в два раза, что обещает акционерам рекордные дивидендные выплаты.

Наконец, улучшение геополитической ситуации станет позитивным знаком для акционеров «Газпрома»: шанс, что труба в Европу снова заработает, будет высок, что снимет головную боль с менеджмента по поиску новых проектов.

ТОП-10 акций по ожидаемой дивидендной доходности по результатам 2025 года



Дивидендные акции

В левой части таблицы представлены цифры с актуальными дивидендными выплатами и доходностями на 2 квартал 2025 года. В правой части таблицы приведена прогнозная составляющая по ожидаемым дивидендам по итогам года. Наиболее интересные доходности эмитентов, которые производят выплаты на ежеквартальной основе, выделены цветом.

Акция	Текущая цена, руб.	Оставшиеся дивидендные выплаты за 2024 год	Дивидендная доходность	Последний день с дивидендом	Прогнозный дивиденд по результатам 2025 года, руб.	Прогнозная дивидендная доходность 2025	Частота выплат
Сбербанк ао	317	34,98	11,0%	*	33,2	10,5%	Годовая
Сбербанк ап	314	34,98	11,1%	*	33,2	10,6%	Годовая
Т-технологии	3578	32	0,9%	16.05.2025	191,5	5,4%	Квартальная
Займер	157	4,9	3,1%	*	36,3	23,1%	Квартальная
Ренессанс	137	6,4	4,7%		18,5	13,5%	Годовая
МосБиржа	208	26,11	12,5%	*	15,7	7,5%	Годовая
Европлан	726	12	1,7%	*	58,4	8,0%	Полугодовая
БСПБ ао	401,53	29,72	7,5%	02.05.2025	49,3	12,3%	Полугодовая
Совкомбанк	17,92	0,933	5,2%	*	1,02	5,7%	Годовая
Ростелеком ап	61,7	3,45	5,6%	*	4,4	7,1%	Годовая
МТС	235	35	14,9%	*	35	14,9%	Годовая
ЛСР	882	78	9,0%	28.04.2025	78	8,8%	Годовая
Яндекс	4569	80	1,8%	25.04.2025	168	3,7%	Полугодовая
Хэдхантер	3327	0	0,0%	*	460	13,8%	Полугодовая
Аренадата	146,58	6,1	4,2%	*	8,6	5,9%	Годовая
Диасофт	3666	102	2,8%	*	153	4,2%	Квартальная
«ЭсЭфАй»	1504	107,9	7,2%	*	112	7,4%	Годовая
«Астра»	419	6,34	1,5%	*	19,4	4,6%	Полугодовая
Вуш	216	0	0,0%	*	4,9	2,3%	Полугодовая
«Элемент»	0,1506	0,004	2,7%	*	0,006	4,0%	Годовая
Позитив	1457	61	4,2%	*	76	5,2%	Годовая»
«Мать и Дитя»	1079	22	2,8%	19.05.2025	86	8,0%	Квартальная
ЕМС	843	0	0,0%	*	124	14,7%	Годовая
Совкомфлот	94,15	9,7	10,3%	*	8,1	8,6%	Годовая
Транснефть	1210	198,2	16,4%	*	158	13,1%	Годовая
«Лента»	1384	0	0,0%	*	206	14,9%	Годовая
Хендерсон	634	31,5	5,0%	*	42	6,6%	Полугодовая
«КЦ ИКС 5»	3562	648	18,2%	*	696	19,5%	Полугодовая
Новабев	560	25	4,5%		54	9,6%	Полугодовая
Fix Price	178	0	0,0%	*	14,3	8,0%	Годовая

* - прогноз «Цифра брокер» по выплате за 2024 год

Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Дивидендные акции

В левой части таблицы представлены цифры с актуальными дивидендными выплатами и доходностями на 2 квартал 2025 года. В правой части таблицы приведена прогнозная составляющая по ожидаемым дивидендам по итогам года. Наиболее интересные доходности эмитентов, которые производят выплаты на ежеквартальной основе, выделены цветом.

Акция	Текущая цена, руб.	Оставшиеся дивидендные выплаты за 2024 год	Дивидендная доходность	Последний день с дивидендом	Прогнозный дивиденд по результатам 2025 года, руб.	Прогнозная дивидендная доходность 2025	Частота выплат
Магнит	4624	0	0,0%	*	580	12,5%	Полугодовая
Интер РАО	3,7285	0,35	9,5%	06.06.2025	0,37	9,9%	Годовая
МРСК Волга	0,0746	0,0074	9,9%	*	0,0073	9,8%	Годовая
МРСК Центр	0,6276	0,08	12,7%	*	0,078	12,4%	Годовая
Ленэнерго ап	205,6	25,9	12,6%	*	29,1	14,2%	Годовая
МРСК ЦП	0,3753	0,048	12,8%	*	0,048	12,8%	Годовая
НМТП	10,03	0,96	9,6%	*	0,74	7,4%	Годовая
Мосэнерго	2,44	0,1495	6,1%	*	0,172	7,0%	Годовая
Северсталь	1265,6	0	0,0%	*	38	3,0%	Квартальная
НЛМК	153,2	15,6	10,2%	*	18,8	12,3%	Годовая
ММК	38,12	0,7	1,8%	*	2,62	6,9%	Полугодовая
Алроса	57,12	1,3	2,3%	*	2,3	4,0%	Годовая
Полюс	1880	73	3,9%	24.04.2025	129	6,9%	Полугодовая
Норникель	125,6	0	0,0%	*	12,7	10,1%	Годовая
«Черкизово»	4164	98,92	2,4%	04.04.2025	279	6,7%	Полугодовая
Инарктика	691,2	19,8	2,9%	*	57	8,2%	Квартальная
Сургутнефтегаз ап	55,48	9,5	17,1%	*	7,8	14,1%	Годовая
Татнефть ап	642	25,460	4,0%	*	77,8	12,1%	Квартальная
Татнефть	680	25,460	3,7%	*	77,8	11,4%	Квартальная
Газпром нефть	598,3	39,4	6,6%	*	81,2	13,6%	Полугодовая
НОВАТЭК	1273	46,65	3,7%	25.04.2025	104	8,2%	Полугодовая
ЛУКОЙЛ	7244	541	7,5%	02.06.2025	1000	13,8%	Полугодовая
Роснефть	516,2	14,7	2,8%	*	48	9,3%	Полугодовая
Газпром	161,4	0	0,0%	*	28	17,3%	Годовая
Башнефть ап	1269	152	12,0%	*	136	10,7%	Годовая
Нижнекамскнефтехим ап	76,3	2,86	3,7%	*	3,71	4,9%	Годовая
Аэрофлот	68	5	7,4%	*	0	0	Годовая
Фосагро	6462	171	2,6%	06.06.2025	392	6,1%	Квартальная
«Евротранс»	130,8	15	11,5%	*	13,76	10,5%	Квартальная

* - прогноз «Цифра брокер» по выплате за 2024 год

Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Desine sperare qui hic intras

Нефть – невосполнимый ресурс, что в условиях увеличения численности населения Земли и опережающих темпов экономического роста в странах Азии естественным образом формирует предпосылки для более высоких цен на нефть в долгосрочной перспективе, вопреки существующим опасениям относительно краткосрочных перспектив нефтяного рынка.

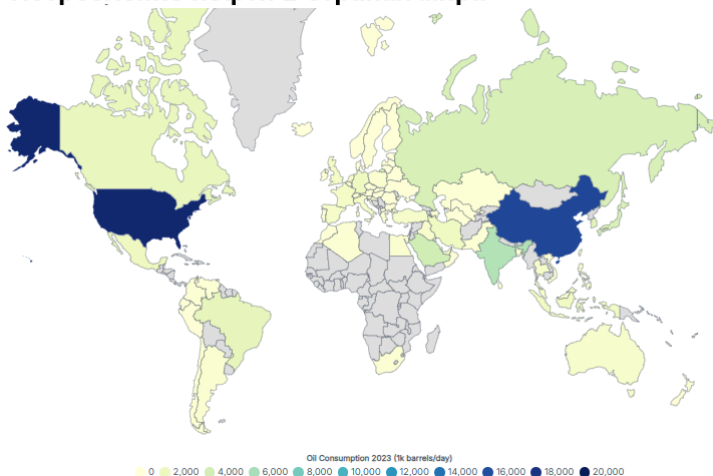
Сложившиеся в последние недели и месяцы настроения на глобальном нефтяном рынке можно охарактеризовать цитатой «Оставь надежду всяк сюда входящий» из заключительной фразы текста «Божественной комедии» Данте Алигьери. И, действительно, вряд ли найдется сейчас на рынке достаточное количество инвесторов, позитивно настроенных в отношении перспектив нефтяного рынка. Скорее, наоборот, на рынке преобладают подавленные настроения, обусловленные ожиданиями слабого роста спроса на нефть в мире и увеличением предложения со стороны ОПЕК+ и независимых производителей нефти.

Спрос. В отчете Управления энергетической информации США (Energy Information Administration, EIA) за март отмечается, что мировой спрос на нефть в текущем году увеличится до 103,9 млн б/с, в то время как на страны Азии, прежде всего Китай, придется около 60% от общего прироста.

Для нефтяного рынка это наблюдение может иметь ключевое значение в долгосрочной перспективе. Китай и Индия входят в первую пятерку в мировом рейтинге экономик по величине номинального ВВП, занимая второе и пятое места (соответственно 18,2 трлн долларов США и 3,68 трлн долларов США, по оценке Tradingeconomics).

Тем не менее позиции этих двух стран выглядят еще более убедительно, если оценивать ВВП по паритету покупательной способности. При таком подходе Китай и Индия окажутся уже на первом и третьем местах рейтинга крупнейших экономик мира. Между тем с точки зрения объемов потребления нефти экономики Китая и Индии сильно отстают от развитых стран.

Потребление нефти в странах мира



Несмотря на то, что в абсолютном выражении эти две страны потребляют соответственно 16,58 млн б/с и 5,45 млн б/с (по данным World Population Review), что ставит их на второе и третье места после США, в относительном выражении картина выглядит несколько иначе.

Если США с населением примерно 340 млн человек потребляют около 19 млн б/с, то это соответствует годовому потреблению на душу населения на уровне немногим более 20 баррелей. Принимая во внимание население Китая и Индии в количестве 1,42 млрд и 1,43 млрд человек соответственно, показатели потребления нефти на душу населения в этих странах составят около 4,2 баррелей и 1,4 баррелей в год.

Столь низкое в относительном выражении потребление нефти в двух крупнейших экономиках мира не может быть устойчивым и, скорее всего, будет увеличиваться с течением времени, что может оказать поддержку нефтяному рынку в долгосрочной перспективе, нивелируя последствия от возможного замедления спроса из-за потенциальной рецессии в мировой экономике.

Предложение. В том же отчете EIA отмечается, что в феврале (текущего года) мировое предложение нефти выросло на 240 тыс. б/с в сутки до 103,3 млн б/с. В Казахстане добыча нефти достигла рекордного уровня благодаря увеличению добычи на Тенгизе, а Иран и Венесуэла увеличили объемы поставок в преддверии ужесточения санкций. В 2025 году добыча в странах, не входящих в ОПЕК+, вырастет, как ожидается, на 1,5 млн б/с, прежде всего за счет регионов Северной и Южной Америки. После снижения добычи на 770 тыс. баррелей в сутки в прошлом году, добыча ОПЕК+ может остаться на прежнем уровне в 2025 году, если после апреля сохранятся добровольные сокращения.

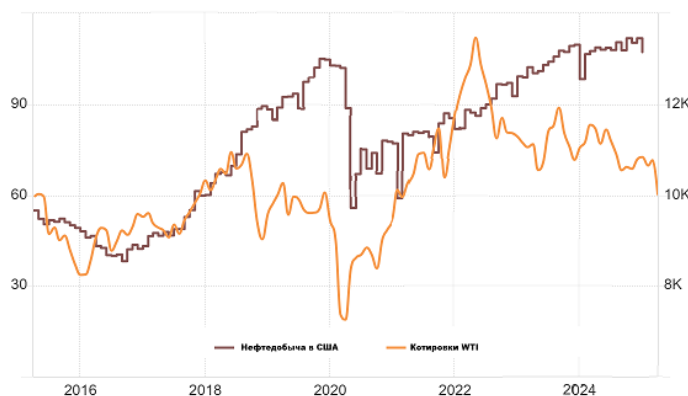
Нетрудно заметить, что опасения перед увеличением предложения в основном связаны с потенциальным наращиванием нефтедобычи независимыми производителями, с одной стороны, и отказом от добровольных сокращений объемов добываемой нефти со стороны ОПЕК+. В первом случае опасения могут оказаться несколько завышенными.

Крупнейшим независимым нефтедобывающим регионом остаются США, которые находятся на верхней строчке в тройке ведущих нефтедобывающих регионов мира (второе и третье места занимают соответственно Саудовская Аравия и Россия). В США добывается немногим менее 22 млн б/с (по сост. на 2023 год, включая нефть и жидкие углеводороды) по сравнению с добычей 11,13 млн б/с у Саудовской Аравии и 10,75 млн б/с у России.

Тем не менее возможности для наращивания нефтедобычи в США могут оказаться ограниченными в настоящее время. Для большинства нефтедобывающих компаний США средняя цена безубыточности, ниже которой нефтедобыча становится нерентабельной, составляет 65 долларов США за баррель WTI (по данным ФРС Далласа). В начале апреля котировки WTI опустились до уровней немногим выше 60 долларов США за баррель.

Дальнейшее снижение нефтяных котировок естественным образом приведет к сокращению нефтедобычи в США и, как следствие, ограниченному предложению нефти на рынке. На самом деле, США до последнего времени выступали своего рода балансирующим фактором, препятствующим чрезмерному повышению цен на нефть, но сворачивали добычу на фоне слабости нефтяных котировок.

На графике ниже видно, как быстро повышаются объемы нефтедобычи в США, реагируя на рост нефтяных котировок, и настолько же быстро снижаются в ответ на снижение нефтяных цен:



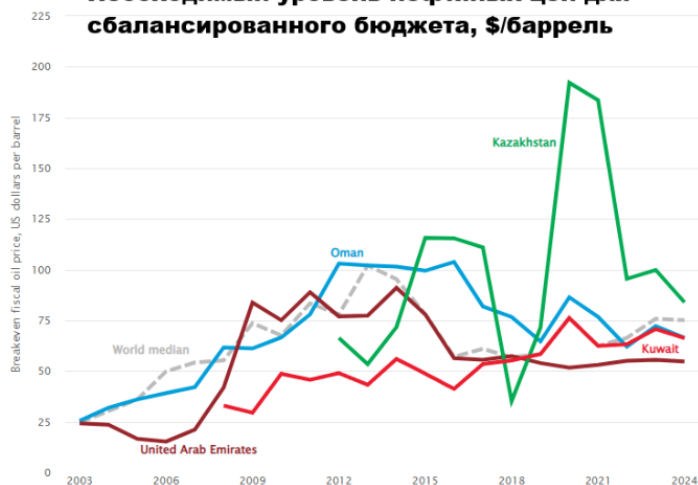
Источник: tradingeconomics.com

Другие опасения инвесторов связаны с заявлением Саудовской Аравии о намерении резко нарастить нефтедобычу в 2026-2027 годах и довести объемы добычи нефти до 12,3 млн б/с к 2028 году. Это заявление в сочетании с торговыми тарифами администрации президента США спровоцировало падение котировок Brent ниже 70 долларов США за баррель (до 62-63 долларов за баррель к началу апреля).

Тем не менее и в этом случае опасения перед резким увеличением предложения нефти могут оказаться завышенными. При текущих ценах на нефть можно ожидать сокращения нефтедобычи в США, которое может быть компенсировано увеличением добычи в Саудовской Аравии, которая переймет на себя роль балансирующего фактора.

Другими словами, можно говорить о сохранении статус-кво в вопросе предложения на рынке нефти, тем более, принимая во внимание тот факт, что Саудовская Аравия не может наращивать добычу в ущерб ценам на нефть.

Необходимый уровень нефтяных цен для сбалансированного бюджета, \$/баррель



Источник: World Bank Group

Для сбалансированного бюджета Саудовской Аравии необходимы цены на Brent не ниже 55 долларов США за баррель. Вряд ли этот производитель может быть заинтересован в падении цен на нефть ниже этого уровня на долгосрочной основе, хотя в краткосрочной перспективе цены могут опускаться до этого уровня и даже ниже, учитывая повышенную волатильность на рынках из-за торговых тарифов Дональда Трампа.

В конечном счете перекосы в рыночном позиционировании и повышенная волатильность, конечно, могут спровоцировать резкое, но тем не менее краткосрочное, понижение нефтяных котировок, как это происходило во время пандемии COVID-19, например, когда за резким спадом цен на нефть следовало не менее стремительное их восстановление.

Между тем история показывает, что в период глубоких (и непродолжительных) спадов на рынке нефти открывались неплохие возможности для наращивания позиций в акциях нефтедобывающих компаний, котировки которых коррелируют с ценами на нефть.

- **ЛУКОЙЛ (LKOH)** – покупка, 9000 руб. за одну акцию – целевой ориентир на 12 мес.,
- **Татнефть (TATN)** – покупка, 740 руб. за одну акцию – целевой ориентир на 12 мес.,
- **Роснефть (ROSN)** – покупка, 682 руб. за одну акцию – целевой ориентир на 12 мес.,
- **«Газпром нефть» (SIBN)** – покупка, 800 руб. за одну акцию – целевой ориентир на 12 мес.

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

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.