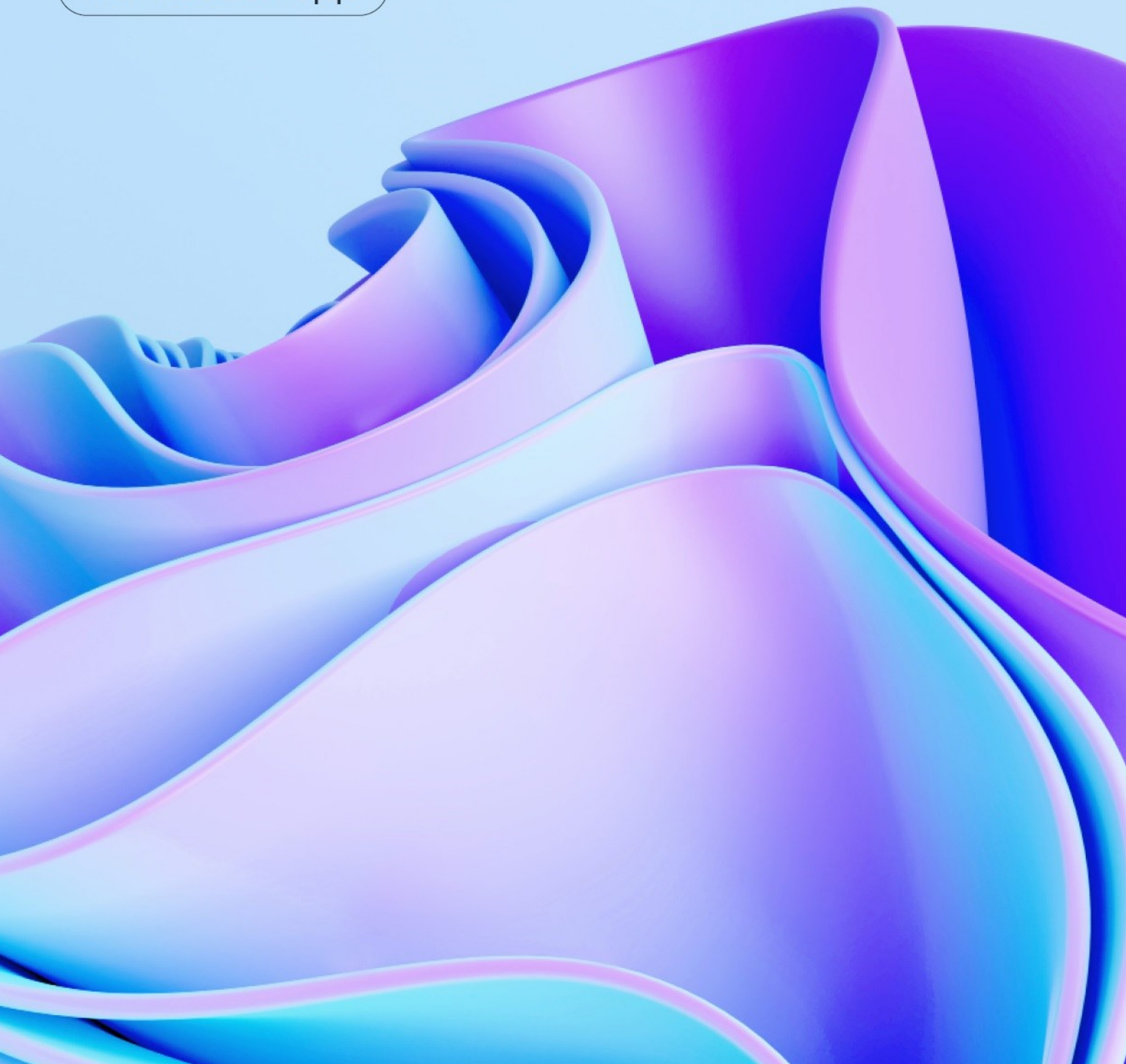


Навигатор по рынку

Май 2025 года



Дивидендный сезон

В начале II квартала фондовые индексы отступили от максимумов с начала года на фоне возросшей волатильности. Тем не менее основания для оптимизма сохраняются, учитывая скорое наступление сезона дивидендных выплат.

РЕТРОСПЕКТИВА

Рынок — это не дорога с односторонним движением. Справедливость данного утверждения лишь раз подтверждается динамикой российских фондовых индексов в апреле 2025 года. Индексы показали снижение на фоне ухудшения настроений инвесторов, что, в свою очередь, было обусловлено затягиванием процесса потенциального урегулирования конфликта на Украине.

Надежды инвесторов в I квартале года были связаны с возможной разрядкой геополитической напряженности и, как следствие, смягчением антироссийских санкций. Тем не менее существенных подвижек в этом контексте пока не просматривается, несмотря на продолжающийся переговорный процесс.

В зависимости от поступающих новостей, инвесторов бросает то в жар, то в холод. Между тем надо признать, что заголовки новостных лент только провоцируют повышенную волатильность, в то время как в долгосрочной перспективе динамика фондовых индексов будет определяться параметрами денежно-кредитной политики Банка России и показателями корпоративной прибыли. Что касается перспектив денежно-кредитной политики, то появляется все больше признаков, что

жесткая позиция регулятора в конечном счете начинает приносить плоды. Выходившие в апреле недельные данные Росстата по инфляции отражают устойчивое замедление темпов роста потребительских цен. Если в начале месяца недельные темпы роста индекса потребительских цен составляли 0,16%, то на неделе с 15 по 21 апреля — уже только 0,09%. В годовом выражении инфляция стабилизировалась на уровне немногим выше 10%.

На этом фоне Банк России на заседании в апреле сохранил ключевую ставку на прежнем уровне, несколько смягчив риторику в сопроводительном заявлении. Это благоприятный для фондового рынка сценарий, который предполагает переход к смягчению денежно-кредитной политики еще до конца текущего года.

Кроме того, в апреле вышли данные по корпоративной прибыли за февраль. По оценке Росстата, сальдированный финансовый результат (СФР) корпораций за первые два месяца года вырос на 17,9% по сравнению с тем же периодом прошлого года. В некоторой степени это снимает опасения относительно роста корпоративной прибыли, что благоприятно для фондового рынка. В среднесрочной перспективе в пользу позитивной динамики фондовых индексов выступает также дивидендный сезон, пик которого приходится на II квартал года.

АЛЛОКАЦИЯ ПО АКТИВАМ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ

Вес в структуре портфеля:	Пониженный	Нейтральный	Повышенный
Акции			LENT, SBER, SBERP, LKOH, AFLT, X5, PLZL, MOEX, YNDX, IRAO, RENI
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

16% и более — повышенный вес в портфеле

Ованес Оганисян
Директор аналитического департамента

Наталья Пырьева
Ведущий аналитик

Владимир Корнев
Аналитик

Иван Ефанов
Аналитик

Егор Зиновьев
Аналитик

8 (800) 100 40 82

research@cifra-broker.ru

Макроэкономика

В апреле в центре внимания российских инвесторов были данные по инфляции, заседание Банка России и геополитика.

Ключевая ставка. 25 апреля состоялось очередное заседание совета директоров Банка России, по итогам которого было принято решение сохранить ключевую ставку на уровне 21% со смягчением сигнала до умеренно-нейтрального. Риторика о повышении ставки из пресс-релиза пропала, однако среднесрочный прогноз предполагает среднюю ключевую ставку по итогам года на уровне 19,5-21,5%, что все-таки говорит о возможности ее повышения в случае реализации проинфляционных рисков. В целом среднесрочный прогноз Банка России не изменился по сравнению с февралем.

Жесткая денежно-кредитная политика (ДКП) регулятора сдерживает спрос на импорт и повышает привлекательность рублевых активов. Данный фактор помог укреплению рубля, что снизило давление на цены. Кроме того, поддержку курсу оказало улучшение настроений на финансовых рынках. Но не стоит забывать, что влияние жесткой ДКП может оказаться краткосрочным, однако если укрепление будет устойчивым, Банк России может раньше приступить к постепенному снижению ключевой ставки. Позитивное влияние на валютный курс может оказать и снижение геополитической напряженности.

Еще один важный фактор, на который ориентируется Банк России, это бюджетная политика. По мнению регулятора, снижение цены отсечения по нефти в бюджетном правиле может стать дополнительным дезинфляционным фактором. В базовом сценарии Банк России рассчитывает на возврат к бюджетному правилу с 2025 года, что также является дезинфляционным фактором. Если текущие дезинфляционные факторы сохранятся, то Банк России, по нашему мнению, приступит к снижению ключевой ставки уже на июльском заседании. Вероятнее всего, к концу года ключевая ставка будет на уровне 16%.

Инфляция и инфляционные ожидания. В марте месячная инфляция в России замедлилась до 0,65% по

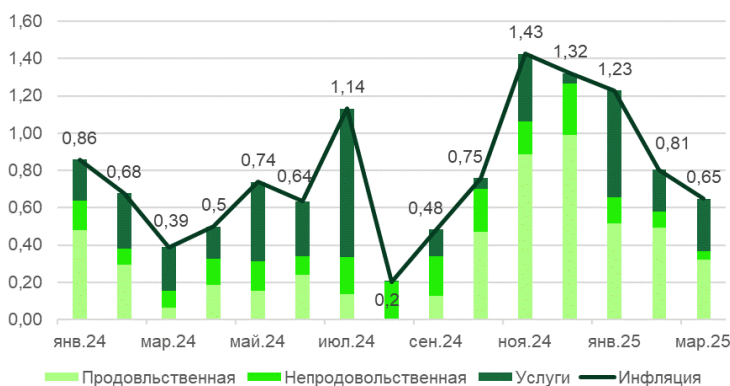
сравнению с ростом цен на 0,81% в феврале. Основной рост пришелся на продовольственные товары (рост составил 0,83% по сравнению с увеличением на 1,27% месяцем ранее) и услуги, которые подорожали на 1,01% по сравнению с 0,81% в предыдущем месяце. Рост цен на непродовольственные товары был незначительным: в марте он составил 0,14% по сравнению с ростом на 0,26% в феврале. Влияние этих трех факторов на инфляцию представлено на графике «Структура инфляции».

Годовая инфляция в марте составила 10,34% по сравнению с 10,06% в феврале и 9,92% в январе. При этом темпы роста цен к предыдущему периоду в пересчете на год с сезонной корректировкой (с. к. г.) составили 7,1% в марте по сравнению с 7,5% в феврале и 10,3% в январе. Темпы роста цен в продовольственных товарах (с. к. г.) составляют более 10%, в услугах — остаются на уровне 9%, в непродовольственных товарах опустились ниже 2%. Исходя из этих данных, можно сделать вывод, что инфляция начинает замедляться, однако об устойчивом тренде говорить пока рано.

Разницу в темпах роста цен на различные виды товаров и услуги можно объяснить следующими факторами: во-первых, непродовольственные товары имеют более эластичный спрос. Это значит, что при росте ставок и уменьшении доступности кредитов потребители могут отложить покупку непродовольственных товаров, но потребление продовольственных товаров и услуг сократить сразу невозможно. Из этого вытекает еще один фактор — доступность кредитов: высокая ключевая ставка повышает стоимость кредитов для населения, в результате чего становится сложнее делать крупные покупки (чаще всего это непродовольственные товары). А вот продовольственные товары и услуги редко покупают в кредит, их спрос зависит от динамики доходов населения, которые в последнее время растут очень быстро. Наконец, последний фактор — разница в структуре издержек. Непродовольственные товары (особенно импортные) больше зависят от курса валют, чем продовольственные товары и услуги, которые зависят от внутренних издержек и реагируют на повышение ставок с опозданием.

Инфляционные ожидания населения в апреле повысились до 13,1% по сравнению с мартовским показателем (12,9%). Данный фактор является проинфляционным, поскольку работает по принципу «завтра будет дороже, чем сегодня, поэтому надо купить сейчас». Вместе с тем, работники будут требовать повышения зарплат, но возможности у многих компаний уже исчерпаны. В дальнейшем это может оказать понижающее давление на инфляционные ожидания, а снижение инфляционных ожиданий будет являться фактором для устойчивой дезинфляции.

Структура инфляции



Источник: данные Росстата, расчеты «Цифра брокер»

Макроэкономика

Кредитование. В марте темпы роста корпоративного кредитования ускорились до 0,9% по сравнению с ростом на 0,1% в феврале, а портфель потребительских кредитов продолжил уменьшаться, но менее активно чем в феврале (минус 0,3% по сравнению с минус 0,9%). Ипотечный портфель банков вырос на 0,3% в марте после роста на 0,2% в феврале. Объем выдачи ипотеки вырос на 13% до 257 млрд руб., из которых 224 млрд было выдано в рамках госпрограмм. Данную динамику могло поддержать временное повышение возмещения для банков, выдающих льготные кредиты. Средства населения выросли на 0,8% в марте по сравнению с ростом на 1,9% в феврале. Средства юрлиц, напротив, уменьшились на 2,8% — такое сильное снижение в первую очередь связано с налоговыми перечислениями в бюджет.

Учитывая такие факторы как рост сбережений населения, снижение кредитной активности и постепенное замедление инфляции, мы считаем, что к концу года темпы роста потребительских цен могут замедлиться до 8%.

Ликвидность. В отчете рейтингового агентства АКРА про волны дефолтов на облигационном рынке в качестве наиболее значимой причины их возникновения называют недостаток банковской ликвидности.

Очень часто компании в момент погашения долговых обязательств закладывают рефинансирование своих кредитов и облигационных займов. При этом в текущей ситуации, когда банки ужесточают свою кредитную политику, а инвесторы уходят в менее рискованные активы, доступная ликвидность сокращается, что усложняет процесс рефинансирования.

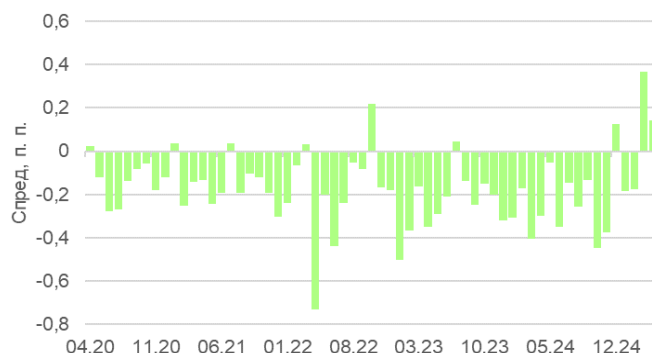
Кроме того, Банк России прогнозирует переход от структурного профицита банковского сектора к структурному дефициту, что в дальнейшем также может усложнить рефинансирование. Тем не менее, регулятор перешел от проведения еженедельных депозитных аукционов, с помощью которых он абсорбировал лишнюю ликвидность, к проведению еженедельных аукционов РЕПО, где он выдает дополнительную ликвидность банковскому сектору.

Профицит/дефицит ликвидности банковского сектора, млрд руб.



Источник: данные Банка России, умноженные на минус 1 для понимания

Средний спред между RUONIA и ставкой



Источник: данные Банка России, расчеты «Цифра брокер»

Благодаря этому профицит банковского сектора сохраняется на значительном уровне, хотя и опустился 29 апреля до уровня 678,9 млрд руб. Среднее значение спреда между ставкой RUONIA и ключевой процентной ставкой снизилось по сравнению с мартом 2025 года, но продолжает оставаться на достаточно высоких уровнях.

Отдельно отметим, что аппетит к риску у частных инвесторов продолжает расти: в марте продажи БПИФ превысили их покупки на 8,3 млрд руб., а в акции и облигации инвестировано порядка 250 млрд руб. Из них в акции вложено 38,7 млрд руб., в облигации — 211,3 млрд руб. (в корпоративные бумаги — 169,9 млрд). Вероятнее всего, в апреле данная тенденция продолжилась, и мы увидим «перетекание» капитала из консервативных БПИФ в более рискованные акции и облигации корпоративного сектора.

Валютный рынок

Сокращение импорта, продажи валютной выручки, операции carry-trade, бюджетное правило, денежно-кредитная политика Банка России, нефтяные котировки и нормализация — известные неизвестные переменные для определения курса российского рубля.

Основным драйвером укрепления рубля в 2025, на наш взгляд, стали продажи валюты экспортерами и падение импорта в I квартале 2025.



Источник: Банк России

Импорт снизился в I квартале 2025 года до 64,9 млрд долларов США, на 19,2 млрд долларов США с IV квартала 2024 года, опустившись ниже уровней I квартала 2024 года. Такая динамика импорта отчасти обусловлена сезонными факторами, хотя могла быть связана с затовариванием в экономике или стала следствием замедления темпов экономического роста на фоне сокращения мер экономического стимулирования Банка России. От того, какой из факторов играет определяющую роль в падении импорта, будет зависеть дальнейшая динамика импорта и динамика курса рубля. Если действуют в основном сезонные факторы, то можно ожидать роста импорта во II квартале 2025 года. Если действуют факторы затоваривания, которые можно оценить в избыточные 10 млрд долларов в запасах (превышение уровнями III и IV кварталов 2024 года над уровнями 2023 года), то во II квартале импорт восстановится незначительно. Но если действуют факторы связанные с замедлением экономики, то отрицательная динамика импорта может продолжиться во II квартале текущего года, что не будет способствовать ослаблению рубля.

Другим фактором, играющим на руку рублю, стало увеличение продаж валютной выручки экспортерами. Экспортеры с декабря 2024 года продавали 100% валютной выручки (см. график ниже). Объемы продаж валюты выросли с 6-8 млрд долларов США в месяц в октябре и ноябре до 12-13 млрд долларов в январе-марте. Такое изменение динамики продаж валюты экспортерами могло быть спровоцировано средой высоких ставок в эконо-

мике, и экспортеры превратились в 'квази кэрри-трейдеров'. Например, в период более низких ставок экспортеры кредитовались в рублях и оставляли валютную выручку за рубежом, вдобавок спекулируя против рубля. После повышения ставки экспортеры стали активнее репатриировать выручку и размещать средства на депозитах и в ОФЗ, используя дополнительный процентный доход для финансирования операционной деятельности.

Сезонным фактором в динамике продаж валютной выручки мог стать дивидендный период. По данным Банка России, в прошлом году на пике дивидендного сезона экспортеры продавали 115% валютной выручки (см. график), рубль на этом фоне укреплялся до 82 за один доллар США.

В своем базовом прогнозе по курсу рубля к доллару США на 2025 год мы опирались на сезонные факторы, связанные с продажей валюты экспортерами для выплаты дивидендов. Мы рассчитываем, что рубль вернется к ослаблению в конце II квартала и в III квартале 2025 года после окончания дивидендного сезона.

Другим сюрпризом для участников валютного рынка в этом году стало снижение цен на нефть, на фоне которого Минфин в апреле перешел к продажам валюты в рамках бюджетного правила. Ежедневный объем операций должен был составить 1,6 млрд в рублевом эквиваленте. В последний раз Минфин проводил продажу валюты и золота в январе 2024 года (69,1 млрд руб., ежедневный объем — 4,1 млрд). До этого длительный период продаж был зафиксирован с февраля 2022 года по июль 2023, когда рубль укреплялся до 50 за один доллар США. В августе 2023 года министерство возобновило покупки и с тех пор каждый месяц (за исключением января 2024 года) только покупало валюту и золото. Во время расширенной коллегии Минфина глава ведомства призвал к снижению порога цены на нефть для учета отклонений нефтегазовых доходов бюджета для бюджетного правила с текущей цены отсечения в 60 долларов за баррель нефти марки Urals. Что могло бы изменить бюджетное правило, чтобы Минфин перешел к покупкам валюты вместо продаж при текущих уровнях нефтегазовых доходов, сказать сложно. Но вполне разумно предположить, что Минфин будет стараться защищать доходы бюджета и искать возможности для ослабления курса рубля.

В сценарии нормализации геополитической обстановки, снятия санкций и возобновления SWIFT прогнозировать курс еще сложнее. С одной стороны, можно говорить о факторах, влияющих на укрепление рубля (они связаны с притоком иностранных

Валютный рынок

спекулятивных денег или доходов от расширения торговли энергоресурсами, в первую очередь газом). Вместе с тем, могут усилиться и оттоки средств, что будет связано с отложенным импортом оборудования и товаров из Европы, а также ростом оттока капитала из-за режима валютного контроля и замороженных активов.



Источник: Банк России, прогноз «Цифра брокер»

Но решающую роль в динамике валютного курса может сыграть стоимость нефти. Текущее падение цен на черное золото пока не влияет негативно на курс из-за снижения импорта, о котором говорилось ранее. Но если цены на нефть останутся на текущих уровнях, а импорт восстановится, то дефицит текущего счета может привести к значительному ослаблению рубля. Но против этого сценария играет политика Банка России, которая способствует снижению импорта. Тем не менее дальнейшее снижение импорта может быть следствием значительного замедления экономики, на что Банк России будет вынужден реагировать снижением ключевой ставки.

Курс рубля к доллару США



Источник: Investing.com

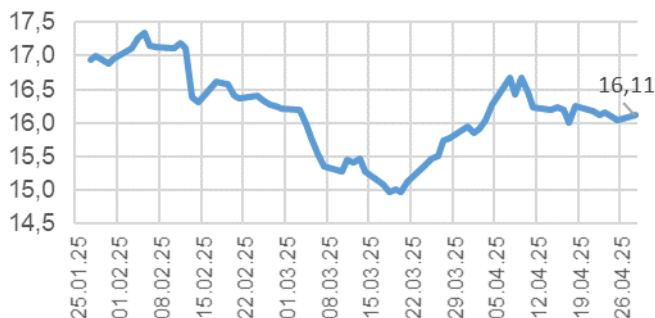
Рынок облигаций

Апрель на рынке облигаций был отмечен коррекцией после бурного роста в феврале-марте. В течение месяца доходности несколько подросли. Качественные выпуски с фиксированным купоном и дюрацией 2-3 года на данный момент по-прежнему являются наиболее интересными для покупки.

Минувший месяц в очередной раз продемонстрировал важность внешнеполитического новостного фона для российского рынка. Заключение перемирия в конфликте с Украиной оказалось не столь быстрым делом, как хотелось бы многим участникам рынка. Затянувшийся переговорный процесс дал повод для фиксации прибыли. Как следствие, с конца марта на рынке начали преобладать продажи, и к середине апреля доходности ОФЗ выросли на 1,5-1,7 п. п. относительно мартовских минимумов.

Вторая половина месяца была отмечена консолидацией. Существенно подешевевшие ОФЗ стали выглядеть гораздо привлекательнее в глазах инвесторов, покупающих госбумаги в расчете на снижение ключевой ставки Банка России. Рост доходностей приостановился, и к концу апреля индекс RGBI Y колебался на уровнях чуть выше 16%. На заседании Банка России 25 апреля ставка была сохранена на уровне 21%. Это ожидалось большинством участников рынка и существенного влияния на динамику котировок не оказало. Комментарии регулятора по сравнению с предыдущим заседанием несколько смягчились, обновленный прогноз по уровню ставки (19,5-21,5%) говорит о возможном ее снижении к концу года.

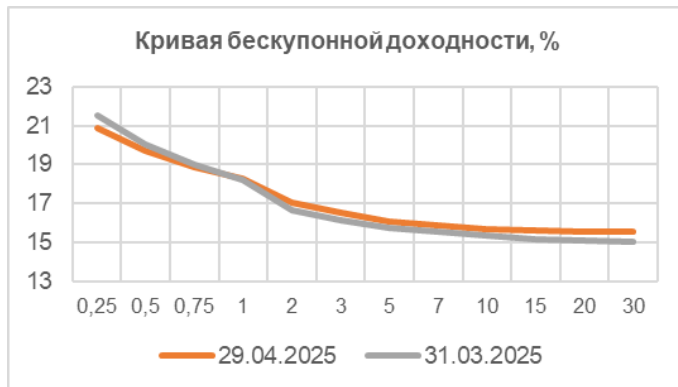
Индекс RGBI



Источник: Московская биржа

Объем размещенных бумаг на аукционах Минфина в апреле составил скромные 209 млрд руб. В условиях роста доходностей, особенно в начале месяца спрос оставался довольно слабым. Минфин, в свою очередь, не спешил предоставлять участникам рынка агрессивные премии к цене. План размещений на II квартал 2025 года составляет 1,3 трлн руб.

По итогам месяца небольшой рост доходностей наблюдался практически по всей длине кривой доходности, за исключением самых коротких бумаг, с дюрацией менее года. Это привело к некоторому выравниванию кривой.



Источник: Московская биржа

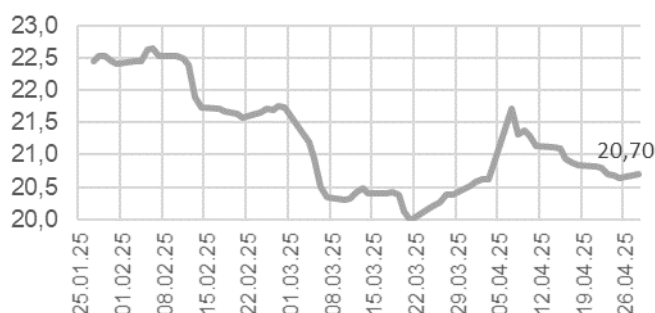
Минувший месяц продемонстрировал относительно высокую устойчивость рынка ОФЗ. В случае скользящего существенного падения цен на них сразу же растет привлекательность стратегии покупки длинных бумаг в расчете на снижение ставки, что вновь активизирует спрос. Мы по-прежнему ожидаем в течение ближайших месяцев рост спроса на ОФЗ. Особенно в случае появления позитивных внешнеполитических новостей, что способно вновь активировать операции *carry trade*.

В случае реализации данного сценария по-прежнему имеет смысл рассмотреть для покупки длинные ОФЗ. Их котировки демонстрировали завидную устойчивость с осени минувшего года, несмотря на происходивший одновременно рост ключевой ставки Банка России. Это говорит о серьезном намерении их держателей реализовать стратегию фиксации текущих доходностей на длительный срок, в расчете на снижение ставки в перспективе. Смягчившаяся риторика регулятора на последнем заседании лишь добавит привлекательности этой стратегии. Приобретать можно практически любые ОФЗ с постоянным купоном с длинным сроком до погашения. Также ряду инвесторов могут быть интересны двух- трехлетние бумаги, в качестве альтернативы банковским вкладам на соответствующий срок.

Рынок облигаций

Сегмент корпоративных облигаций в целом повторял динамику ОФЗ. В начале апреля преобладали продажи, доходности росли, и индекс RUCBNS Y повысился выше отметки 21,5%. Во второй половине месяца, по мере стабилизации рынка, доходности снизились, по RUCBNS Y - до уровней около 20,7%.

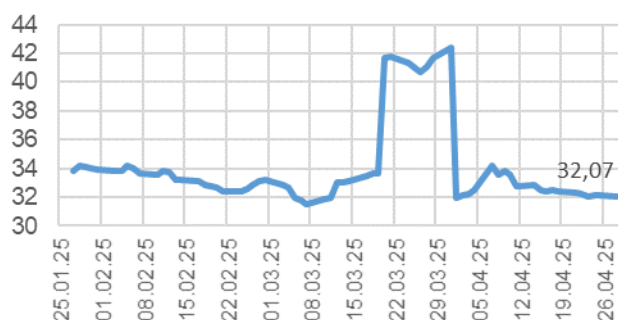
Индекс RUCBYNS Y



Источник: Московская биржа

Весьма высокая волатильность наблюдалась в сегменте ВДО. В конце марта был допущен дефолт по облигациям АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест». Доходности некоторых выпусков эмитента превысили 3000% годовых, что сказалось на значениях индекса Cbonds CBI HY, подскочивших сразу на 10 п. п. Впоследствии индексный список был скорректирован, дефолтные выпуски были из него исключены, и индекс вернулся к более адекватным значениям. Дефолт сказался на настроениях инвесторов сегмента ВДО, и в начале апреля Cbonds CBI HY достигал отметки 34%, но к концу месяца снизился до уровней около 32%.

Индекс Cbonds CBI HY

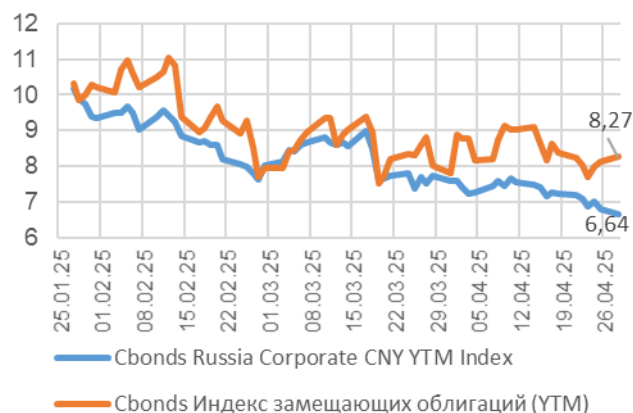


Источник: Cbonds

По-прежнему в сегменте корпоративных облигаций наиболее привлекательным вариантом для покупки остаются двух- и трехлетние бумаги с фиксированным купоном эмитентов с инвестиционными рейтингами. Зачастую они предлагают доходности 23-24%, иногда и выше, а высокая надежность позволяет держать эти бумаги до погашения, страхуя инвестора от рыночных колебаний.

Юаневые и замещающие облигации.

Ситуация с юаневой ликвидностью продолжает оставаться благоприятной. Ставка RUSFAR CNY уже с начала года находится на уровнях около 0, периодически достигая отрицательных значений. Как следствие, спрос в сегменте юаневых и замещающих облигаций в апреле нашел свое продолжение. К концу месяца юаневые облигации эмитентов с рейтингом AAA торговались с доходностями 6-7%, замещающие - 7-8%. У участников рынка усиливаются мнения относительно излишнего укрепления курса рубля на данный момент. Большинство прогнозов аналитиков предполагают ослабление рубля в перспективе года. Это поддерживает спрос на защитные инструменты, включая юаневые и замещающие облигации. Скорее всего, снижение доходностей в этом сегменте продолжится.



Источник: Cbonds

Первичные размещения на рынке долга

Апрель оказался щедрым на первичные размещения: множество ВДО, размещение эмитентов с рейтингом от А- и высокой доходностью, а также бум валютных размещений в конце месяца. Давайте разберемся, какие бумаги интересны для покупки, а какие лучше пропустить.

На фоне потенциального снижения ключевой ставки перспективными выглядят бумаги с фиксированным ежемесячным высоким купоном сроком обращения 2-3 года. Также стоит присмотреться к валютным облигациям с потенциалом на ослабление рубля в будущем.

Среди всех размещений наиболее интересными выглядят те, которые представлены в таблице ниже.

В таблице (ниже) представлены надежные эмитенты и их выпуски в долларах США, так как по нашему мнению это может быть отличной стратегией под ослабление рубля, а также стать альтернативой валютным депозитам.

В таблице второго эшелона представлены эмитенты средней надежности, которые предлагают хорошую для своего рейтинга доходность.

В таблице ВДО представлены высокорискованные эмитенты, которые предлагают доходность под 30% годовых.

По нашему мнению, данные облигации позволят инвестору получать хорошие ежемесячные денежные потоки под высокий процент как в рублях, так и в долларах.

Валютные облигации. Валютные облигации в нашей подборке представлены тремя выпусками: АЛРОСА, «Акрон» и «Полипласт». Мы считаем, что для консервативных инвесторов подойдут выпуски АЛРОСА и «Акрона» с доходностью 6,7% - 7,95%. Риски у данных компаний минимальны, а с учетом того факта, что рубль, вероятно, может ослабнуть во II-III кварталах 2025 года, то это отличная возможность заработать на валютной разнице. «Полипласт» имеет повышенную долговую нагрузку, однако это связано с большой инвестиционной программой, пик которой пришелся на 2024 год, далее плановый объем инвестиций начнет снижаться, что будет освобождать больше ресурсов для обслуживания долга. Данная инвестиционная программа поддержала существенный рост выручки: на 63% в 2022 и на 83% в 2023. Вероятнее всего, в 2024 году данный тренд продолжится. Также стоит отметить лидирующие рыночные позиции компании на рынке строительных химикатов, который является достаточно устойчивым. Мы позитивно оцениваем кредитное качество эмитента и считаем валютные облигации «Полипласт» интересными для покупки.

Второй эшелон. Среди облигаций второго эшелона мы выделяем выпуски «Селигдара», ПКО ПКБ и рублевый выпуск «Полипласта». Про «Полипласт» написано выше, поэтому разберем «Селигдар» и ПКО ПКБ.

Долговая нагрузка «Селигдара» находится на уровне 3,9х на основе коэффициента «Чистый долг» / EBITDA, что является приемлемым показателем. Компания имеет неиспользованные кредитные лимиты на сумму 141 600 млн руб., что повышает ее показатели ликвидности. Стоит отметить, что выручка компании зависит от цены реализации золота, которая на протяжении последних лет находится на высоких уровнях. Мы позитивно

оцениваем кредитное качество компании, и считаем облигации «Селигдара» интересными для покупки.

ПКО ПКБ имеет низкую долговую нагрузку (коэффициент «Чистый долг» / EBITDA меньше единицы). При этом, ПКО ПКБ занимает лидирующие позиции на рынке коллекторских услуг с долей рынка более 20%, а также имеет очень высокую рентабельность бизнеса (Net Profit margin на уровне 50%). Стоит однако отметить, что данный бизнес имеет высокий уровень конкуренции и низкие барьеры для входа, при этом регуляторные требования постоянно ужесточаются. Тем не менее, мы позитивно оцениваем кредитное качество компании, и считаем облигации ПКО ПКБ интересными для покупки.

ВДО. Для инвесторов с повышенной склонностью к покупке рискованных активов мы находим интересными выпуски ВДО компаний «Мани Мен» и «Монополия». Данные облигации предлагают повышенные доходности около 30% годовых, однако вместе с этим характеризуются высокими рисками.

«Мани Мен» имеет адекватную долговую нагрузку (коэффициент «Чистый долг» / EBITDA на уровне 1,5х), при этом, компания имеет хорошую ликвидную позицию: в структуре пассивов доля собственных средств немного больше, чем обязательств, а внешние источники фондирования имеют хорошую диверсификацию. При этом, компания имеет умеренные показатели по взысканию задолженности, а бизнес имеет хорошую рентабельность. Стоит также отметить, что «Мани Мен» — один из лидеров в сфере выдачи микрозаймов: по этому показателю компания занимает третье место согласно ранжingu «Эксперт РА» за 2024 год. Мы позитивно оцениваем кредитное качество эмитента и считаем интересными для покупки облигации «Мани Мен» в сегменте ВДО.

«Монополия» имеет повышенный уровень долговой нагрузки («Чистый долг» / EBITDA на уровне 4,9х) и слабое покрытие процентных платежей (EBITDA / процентные платежи на уровне 1,0х). Однако компания имеет хорошую ликвидность за счет доступных кредитных линий, а также хорошие темпы роста. Также стоит отметить сильную бизнес-модель компании: в ее основе лежит работа платформы, которая обеспечивает операционную эффективность всех сегментов бизнеса. Компания осуществляет переход от модели «тяжелых активов» к модели «легких активов», реализуя свой парк транспортных средств и заключая партнерства с лизинговыми компаниями, что оказывает значительное влияние на сегмент «Монополия. Бизнес» и увеличивает финансовые показатели компании. Мы позитивно оцениваем кредитное качество компании и считаем интересными для покупки облигации «Монополия» в сегменте высокий риск/высокая доходность.

Первичные размещения на рынке долга

Надежные								
	Валюта	Рейтинг эмитента	Доходность, %	Дюрация, лет	Объем выпуска, млн*	Погашение	Купон	Частота выплат
АПРОСА, 001P-03	USD	AAA(RU) / ruAAA / - / -	6,91%	0,98	200	24.04.2026	6,70%	12
Акрон, БО-001P-08	USD	- / ruAA / - / AA.ru	7,58%	2,20	200	10.11.2027	7,95%	12
Второй эшелон								
Селигдар, 001P-03	RUB	- / ruA+ / AA- ru / A+.ru	24,93%	1,85	9 500	25.09.2027	23,25%	12
Полипласт, П02-БО-04	RUB	- / - / - / A-.ru	26,39%	1,55	2 250	08.04.2027	25,50%	12
Полипласт, П02-БО-03	USD	- / - / - / A-.ru	13,12%	1,66	58	11.03.2027	13,70%	12
ПКО ПКБ, 001P-07	RUB	- / ruA- / - / A.ru	26,96%	1,99	1 000	09.04.2028	24,50%	12
ВДО								
Мани Мен, БО-02-01	RUB	- / ruBBB- / - / -	28,25%	2,37	1 400	03.04.2029	25,50%	12
Монополия, 001P-04	RUB	BBB+(RU) / - / - / -	29,98%	1,15	825	08.09.2026	26,50%	12

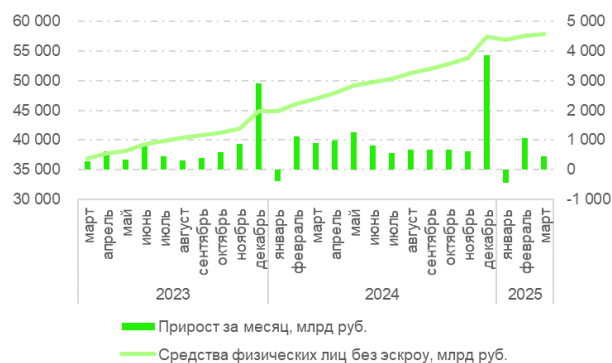
Источник: данные Cbonds, данные Московской биржи

*в валюте выпуска

Рынок акций

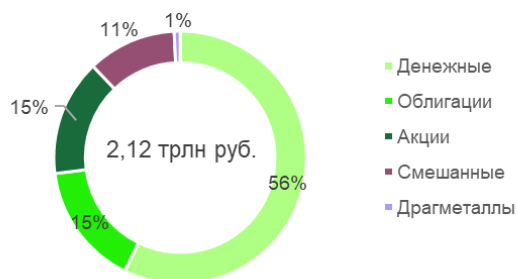
Выход на плато в текущем цикле повышения ключевой ставки все ближе, а доходности консервативных инструментов начинают постепенно снижаться, что формирует почву для постепенного перетока части средств из депозитов и фондов денежного рынка на фондовый рынок. В перспективе ближайших месяцев поддержку рынку акций может оказать реинвестирование дивидендов на сумму до 743,2 млрд руб.

- ⇒ Банк России на заседании в апреле сохранил ставку на уровне 21%, смягчив сигнал с умеренно жесткого на нейтральный. Несмотря на то что внутренний спрос по-прежнему опережает возможности производства, экономика начала возвращаться на траекторию сбалансированного роста, а инфляция и инфляционные ожидания продолжают снижаться, хотя и остаются высокими. Таким образом, вероятность возможного повышения ставки стала чуть ниже, а вероятность ее снижения — чуть выше.
- ⇒ Банки начали планомерно снижать ставки по депозитам на фоне снижения потребности в дорогих пассивах по мере постепенного охлаждения кредитования. Снижение доходностей по вкладам приводит к замедлению спроса населения на депозиты: в марте 2025 года прирост средств физических лиц составил всего 451 млрд руб. по сравнению с 892 млрд в марте 2024 года, общий объем депозитов физлиц достиг 57,9 трлн руб.
- ⇒ Доходности фондов денежного рынка остаются выше депозитных ставок, поэтому сохраняют высокую привлекательность для инвесторов: на них приходится 56% совокупной стоимости чистых активов всех фондов для «неквалов». Однако приток средств в розничные фонды денежного рынка в первые месяцы 2025 года видимо замедлился, а в марте наблюдался максимальный за всю историю чистый приток в фонды облигаций (27 млрд руб.), что отражает желание инвесторов зафиксировать более высокие доходности и готовность к большему риску.
- ⇒ По мере снижения привлекательности доходностей консервативных инструментов, уменьшения наклона кривой ОФЗ в ожидании разворота курса ДКП в сторону смягчения мы ожидаем, что аппетит инвесторов к риску и рынку акций будет расти. Даже частичный переток средств из депозитов и фондов денежного рынка окажет существенную поддержку фондовому рынку.
- ⇒ Приток средств на рынок акций ожидается в ближайшие месяцы в преддверии дивидендного сезона. Дополнительную поддержку окажет реинвестирование дивидендных выплат — с учетом количества акций в свободном обращении на рынок может попасть 743,2 млрд руб. Однако эта сумма включает в себя в том числе заблокированные средства, поэтому фактически на рынок поступит меньший объем.



Источник: данные InvestFunds

Структура СЧА рыночных фондов по типам, %



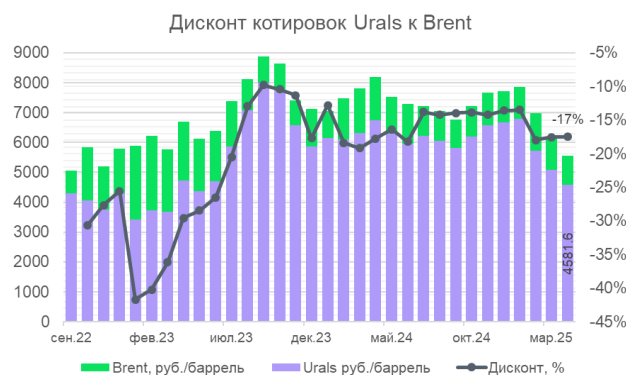
Источник: данные Банка России

Рынок акций

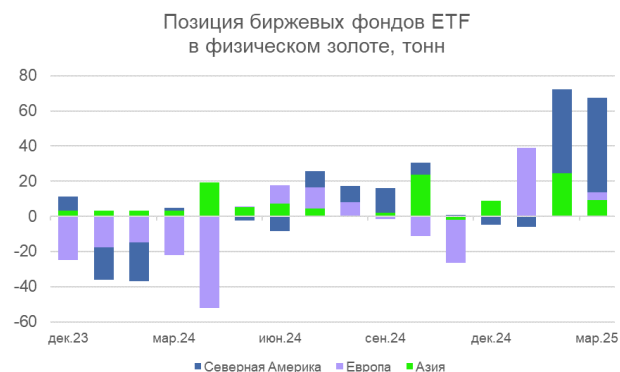
Компания	Сумма дивидендов на свободный остаток, млн руб.	DPS, руб.	Количество акций, млн шт.
БСП ао	3 706	29,72	461,9
БСП ап	0	0,22	20,1
Таттелеком	87	0,03775	20844
Т-Технологии	4 808	32	268,3
Мать и дитя	446	22	75,1
НПО Наука	19	26,76	11,8
ТГК-14	65	0,000688642	1357946
Куйбышевазот ао	155	2,5	176,6
Куйбышевазот ап	0	2,5	3,7
Пермьсвязьэнергосбыт ао	67	37	36,2
Пермьсвязьэнергосбыт ап	21	37	11,4
Лензолото ап	0	9,55	0,348
Хендерсон	97	20	40,4
Татнефть ао	30 060	43,11	2179
Татнефть ап	6 359	43,11	147,5
ЛУКОЙЛ	206 172	541	692,9
Аренадата	144	3,43	232,6
Европлан	452	29	120
ЭсЭфАй	839	83,5	111,6
ФосАгро	5 758	171	129,5
Новабев	95	25	15,8
Интер РАО	11 818	0,353756516	104400
Соллерс	114	70	32,6
ИКС5	14 080	648	271,6
Московская биржа	38 627	26,11	2276
ВТБ	23 352	25,58	5 370
Сбербанк ао	361 004	34,84	21587
Сбербанк ап	34 840	34,84	1000
ИТОГО	743 185		

Товарные рынки

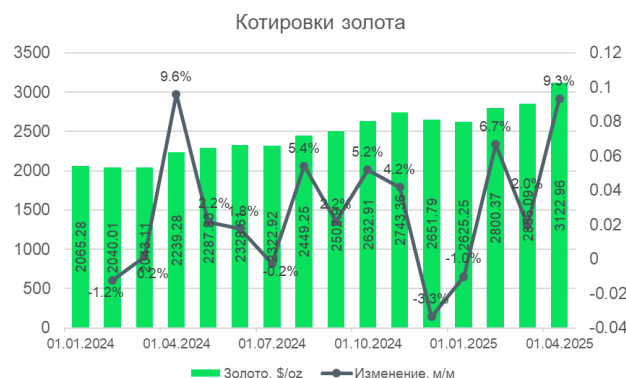
В апреле волатильность на сырьевых рынках оставалась повышенной. Торговые войны только набирают обороты, мир переживает новую фазу неопределенности, и кажется, что только золото «под подушкой» может гарантировать инвесторам крепкий сон.



Источник: данные Минэкономразвития, Tradingview



Источник: данные World Gold Council



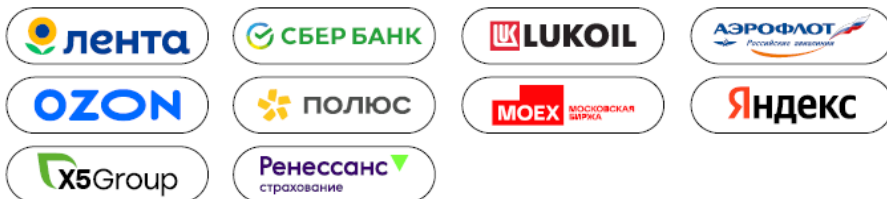
Источник: Tradingview, расчеты «Цифра брокер»

Нефть. В начале апреля цены на нефть марки Brent опускались до 58,66 доллара США за баррель (минимального уровня с февраля 2021 года) на фоне действий США и решений ОПЕК+. Увеличение добычи странами картеля, совпавшее с торговыми противостояниями США и остального мира, привело к ситуации, развитие которой угрожает дальнейшим снижением стоимости сырья. С апреля страны ОПЕК+ начали наращивать объемы добычи, а уже в мае прирост составит 411 тыс. б/с, что на 279 тыс. больше запланированного. Принятое решение о наращивании объемов добычи усиливает риски переизбытка нефти на рынке. Что касается торговых пошлин, то многие из вводимых ограничений корректируются или отменяются уже на следующий день, поэтому прогнозировать спрос на «черное золото», опираясь на пошлины и ожидания мировой рецессии, довольно сложно. Ожидаем, что в мае рынок нефти еще может лихорадить, прежде чем наступит какая-то определенность по торговым пошлинам, что позволит ОПЕК+ реагировать на изменившуюся конъюнктуру.

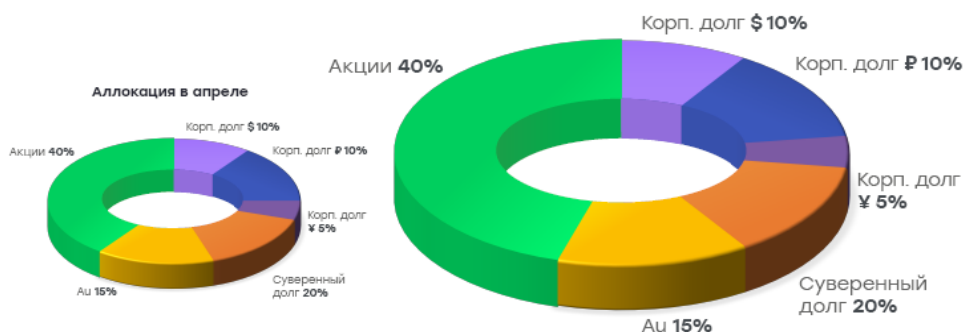
На фоне неопределенности в начале месяца стоимость российской Urals опускалась ниже 50 долларов за баррель впервые с июня 2023 года, а дисконт Urals к Brent достигал 18%. Минэкономразвития значительно снизило прогноз по средней цене на 2025 год, до 56 долларов за баррель. С другой стороны, обвальное падение Urals пробудило аппетит со стороны дружественных покупателей российской нефти — поставки в Индию по итогам апреля могут составить 2,15 млн б/с, что станет рекордным показателем с мая 2023 года. Увеличение поставок происходит на фоне восстановления после сбоев, вызванных санкциями США против энергетического сектора России, введенными в начале года.

Золото. Для золота апрель стал очередным месяцем, когда исторические максимумы переплывались практически ежедневно. Как уже отмечалось, опасения по поводу непредсказуемой тарифной политики США подняли уровень мировой экономической неопределенности до самого высокого уровня за последние годы и в то же время обвалили доллар США по отношению к корзине мировых валют. Это привело к новому притоку инвесторов в активы-убежища, такие как золото. В I квартале 2025 года приток средств в золотые ETF составил 21 млрд долларов США, что стало вторым по величине квартальным притоком за всю историю. Только за одну неделю апреля чистый приток средств в золотые фонды составил рекордные 8 млрд долларов, что превысило предыдущий максимум в два раза. По регионам наибольший приток пришелся на Северную Америку (около 61%), европейские биржевые фонды ETF, ориентированные на инвестиции в золото, в марте сумели привлечь 4,6 млрд долларов, даже несмотря на повышение доходности гособлигаций Германии. Наблюдаемые притоки в крупнейшие золотые фонды — это новый фактор, который в купе с продолжающимися покупками со стороны центральных банков двинул цены на золото к новым вершинам. Тем временем из-за укрепившейся национальной валюты стоимость золота в рублях все еще не обновляла максимумы конца 2024 года. Предпосылкой для коррекции цен на золото в краткосрочной перспективе может послужить возобновление диалога между США и Китаем и снижение взаимных пошлин.

Дивидендный сезон

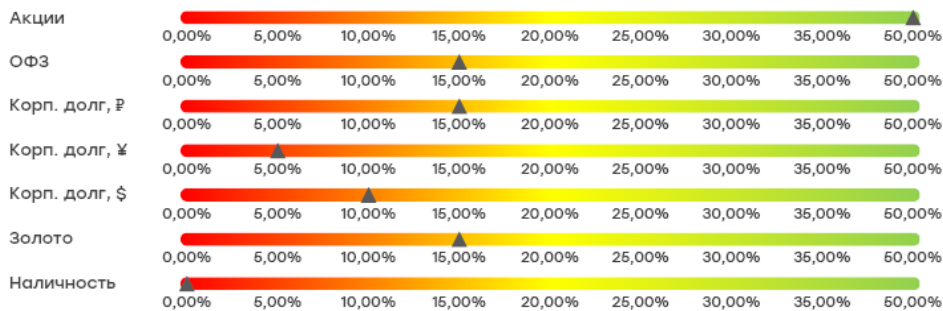


Аллокация в мае



ТОП-10 акций на май:

- Лента
- Сбербанк
- ЛУКОЙЛ
- Аэрофлот
- Озон
- Полюс золото
- Московская биржа
- Яндекс
- КЦ ИКС 5
- Ренессанс страхование



Предпосылки для роста:

- Замедление инфляции и благоприятная сезонность
- Выравнивание кривой доходности облигаций



Масштаб укрепления рубля в I квартале года представляется избыточным. Исторически рубль был склонен к ослаблению во втором полугодии



Котировки золота могут быть вблизи \$3300 за унцию в краткосрочной перспективе и обновить рекорды позже в этом году



Котировки Brent могут восстановиться из-за ослабления торговых войн, если страны начнут заключать соглашения

Риски:

- Резкое укрепление рубля и падение цен на нефть
- Рост геополитической напряженности

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.