

ЦИЕРА брокер

Северный ветер

курс на IV квартал 2025 года



Бюджет России: увеличение дефицита

Бюджет на 2025 год. В конце сентября в Госдуму был внесен ряд изменений в бюджет, в том числе снижен прогноз по доходам в 2025 году, с 38,5 трлн руб. до 36,6 трлн руб. Несмотря на увеличение нефтегазовых доходов на 0,3 трлн руб. (до 8,6 трлн руб.) по сравнению с предыдущим законопроектом, нефтегазовые доходы снизятся по отношению к предыдущему показателю на 2,3 трлн руб. (до 27,9 трлн). Изменение оценки поступления нефтегазовых доходов обусловлено уточнением структуры налоговой базы и финансовых показателей проектов, а также прогнозов цен на сырье, курсом доллара и структуры объемов экспорта. Тем не менее базовые нефтегазовые доходы оцениваются в сумме 8,5 трлн руб. за 2025 год, что на 0,1 трлн руб. меньше предыдущего прогноза, что обусловлено укреплением рубля. Ненефтегазовые доходы бюджета уменьшаются в связи со снижением отдельных налоговых и неналоговых платежей, по которым мы видим замедление динамики по сравнению с заложенной в закон о бюджете: НДС, налог на прибыль, НДФЛ, ввозные и вывозные таможенные пошлины, а также снижение поступлений от утилизационного сбора.

В 2025 году средний уровень цен на нефть составляет примерно 60 долларов за баррель Urals, среднее же значение валютного курса составляет около 85 руб. за один доллар. Данные значения достаточно близки к показателям 2023 года, когда налог на добычу полезных ископаемых на нефть составлял 7,8 трлн руб. Таким образом, данный показатель в 2025 году составит приблизительно 7,4-7,6 трлн руб.

Еще один камень преткновения в бюджете 2025 года — это существенное потенциальное падение нефтегазовых доходов, связанное со снижением налоговых поступлений на фоне геополитической ситуации, снижений прибылей налогоплательщиков и курсовых разниц. При этом, даже если бы налоговые поступления не снизились в 2025 году, как говорит Минфин, то, вероятнее всего, избежать налоговой реформы (пусть и в меньших размерах) было бы невозможно, поскольку такой существенный дефицит трудно покрыть одними лишь нефтегазовыми доходами.

Если рассматривать структуру нефтегазовых доходов в предыдущие годы, то можно заметить следующую особенность: более 50% таких доходов приходится на НДС. Соответственно, главное изменение в налогах с 2026 года — увеличение НДС с 20% до 22%, которое затронет всю российскую экономику и принесет в бюджет 4,42 трлн руб. в последующие три года (1,19 трлн руб. в 2026 году, 1,56 трлн в 2027 году и 1,68 трлн в 2028 году). Помимо прочего, Минфин планирует снизить порог по выручке для плательщиков УСН, при котором возникает обязанность платить НДС, что дополнительно будет приносить в бюджет по 200 млрд руб. Не стоит забывать и о повышении утильсбора, и отмену различных послаблений для МСП и IT-компаний.

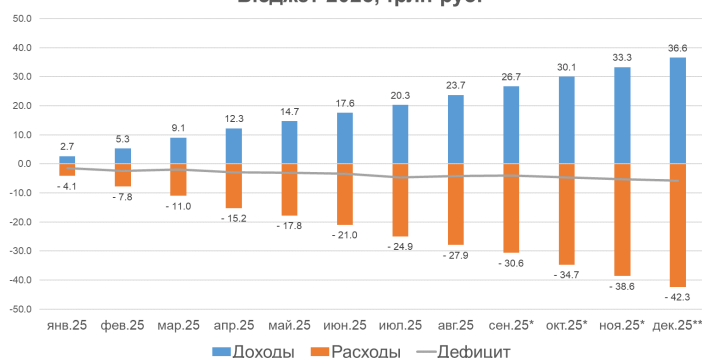
Таким образом, бюджетные меры в краткосрочной перспективе будут способствовать повышенной инфляции, что может заставить Банк России задуматься об изменении траектории ключевой ставки.

трлн руб.	До пересмотра	После пересмотра	Изменение
Доходы	38,5	36,6	-1,9
Нефтегазовые доходы	8,3	8,7	0,4
Ненефтегазовые доходы	30,2	27,9	-2,3
Расходы	42,3	42,3	0
Дефицит	-3,8	-5,7	-1,9
Источники финансирования дефицита			
ФНБ	0,4	0	-0,4
Иное	3,3	5,7	2,4
Ненефтегазовый дефицит	-12,1	-14,4	-2,2

Источник: данные Минфина России

Таким образом, если сравнивать 2025 год с предыдущим, то бюджет России недополучит примерно 2,5 трлн руб. нефтегазовых доходов, которые потенциально могли бы уменьшить дефицит в 1,8 раза. При этом основная часть нефтегазовых доходов — это налог на добычу полезных ископаемых, который в 2024 году составил 10,1 трлн руб. при расчетной цене на нефть 67,8 доллара за баррель и валютном курсе на уровне 92,4 руб. за один доллар. В 2025 году ситуация с ценами на нефть и валютным курсом складывается иначе: рубль выглядит очень крепким по отношению к доллару, курс которого на протяжении всего года колеблется вблизи 80 руб. Нефтяные котировки, в свою очередь, упали примерно на 17% с начала года, что негативно сказывается на валютной выручке экспортеров, и, как следствие, на налоговых поступлениях.

Бюджет 2025, трлн руб.



* - прогноз «Цифра брокер», ** - закон о бюджете
Источник: данные Минфина России

Ключевая ставка Банка России

Ключевая ставка. 12 сентября Банк России снизил ключевую ставку на 100 б. п. до 17%, что не совпало с ожиданиями рынка. Данное решение регулятор объяснил в том числе высокими инфляционными ожиданиями, а также сильным бюджетным импульсом. Банк России рассчитывал на проявление дезинфляционного эффекта от нормализации бюджетной политики в 2025 году. Тем не менее на текущий момент становится все более очевидным, что пересмотр дефицита бюджета в сторону повышения продолжит выступать проинфляционным фактором, что может вынудить регулятора скорректировать траекторию проводимой денежно-кредитной политики.

Инфляция. Последние недельные данные по инфляции показывают, что индекс потребительских цен начал ускоряться: если 17 сентября недельная инфляция составляла 0,04%, то спустя неделю она уже была на уровне 0,08%, а 1 октября — уже 0,13%. В годовом выражении инфляция составила 8,02%, 7,99% и 8,01% соответственно. Если замедление темпов роста потребительских цен летом было обусловлено более выраженными сезонными факторами, то на текущий момент какие-то явные дезинфляционные факторы отсутствуют. По итогам сентября мы увидим ускорение инфляции, которое будет обусловлено как эффектом низкой базы после существенного снижения в августе, так и внутренним ростом цен на различные товары: плодоовощную продукцию и другие продукты, топливо. Более того, повышение НДС на 2 п.п. приведет к повышению инфляции потребительских цен на 1% в краткосрочной перспективе, что также повлияет на инфляционные ожидания.

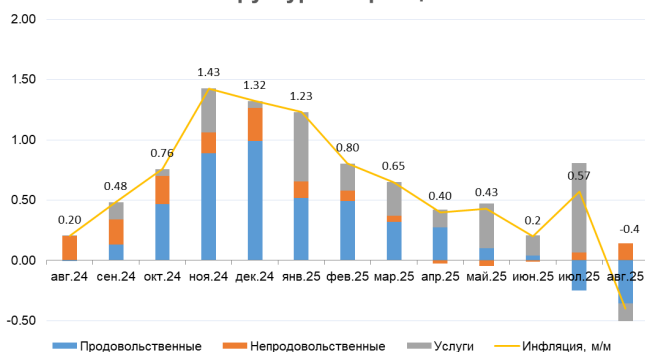
Инфляционные ожидания. В России наблюдаются адаптивные инфляционные ожидания, основанные на прошлых данных и восприятии настоящего.

Если в предыдущих периодах инфляция оставалась повышенной, то население будет ожидать такую же высокую инфляцию и в последующих периодах. Причем инфляционные ожидания могут расти еще до официального повышения НДС с января 2026 года. Это неблагоприятно отразится на показателях инфляции и ключевой ставке: если инфляционные ожидания населения высокие, то люди предполагают, что «завтра» цены будут сильно выше, чем «сегодня». Соответственно, население предпочтет потратить деньги «сегодня» и не хранить их до «завтра», что увеличит спрос на отдельные товары и услуги, и, как следствие, вызовет рост инфляции.

Резюме. Во-первых, в 2025 году дефицит бюджета будет значительно выше запланированного, что, вероятно, будет воспринято регулятором как проинфляционный фактор. Во-вторых, инфляция в стране замедляется не теми темпами, которые хотел бы видеть Банк России. Кроме того, повышение НДС и прочих налогов, а также отмена части льгот в конечном итоге выльются в краткосрочный рост цен для конечного потребителя, что также в краткосрочной перспективе является проинфляционным фактором. Также повышение НДС выльется в повышение инфляционных ожиданий, что потенциально может ускорить инфляцию сильнее, чем этого ожидает Банк России, а напряженность на рынке труда, которая будет сохраняться достаточно продолжительное время, также ставит под вопрос дальнейшее снижение ключевой ставки.

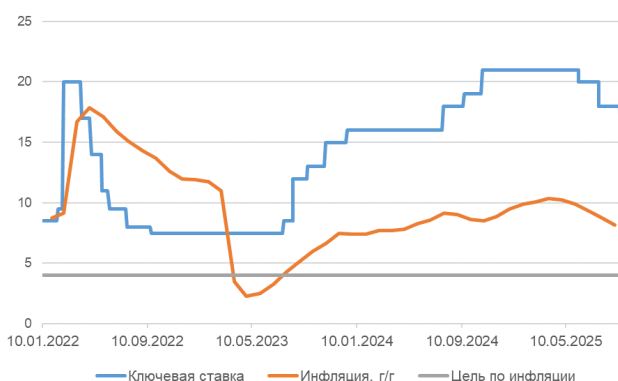
Таким образом, мы ожидаем, что Банк России на заседании 24 октября не будет принимать каких-либо действий и сохранит ключевую ставку на текущих уровнях (17% годовых).

Структура инфляции



Источник: данные Росстата, расчеты «Цифра брокер»

Ключевая ставка и инфляция



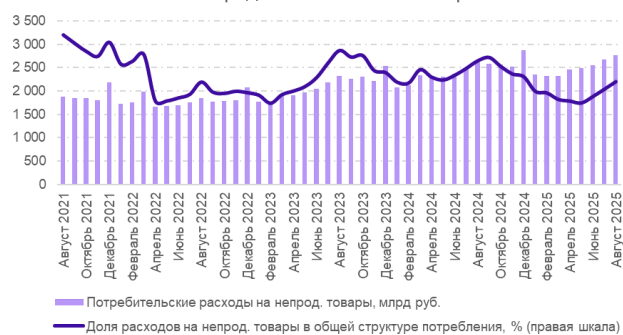
Источник: данные Банка России, Росстата

Валютный рынок

Российский рубль в сентябре ослаб по отношению к доллару США на 5,5% в III квартале 2025 года. Основной причиной возобновления тенденции к ослаблению национальной валюты после периода укрепления в первой половине текущего года выступает начало цикла смягчения денежно-кредитной политики. Снижение ключевой ставки способствует уменьшению доходности номинированных в рублях активов и постепенно приводит к смене сложившейся ранее сберегательной парадигмы в пользу восстановления потребительской активности. Мы полагаем, что рубль продолжит терять силу по отношению к иностранным валютам в перспективе до конца 2025 года. Тем не менее мы не ожидаем резкой девальвации рубля в силу того, что валютный рынок России стал узким вследствие сокращения внешнего долга и его обслуживания, закрытия зарубежных рынков капитала. По нашим оценкам, к концу 2025 года курс рубля будет находиться в диапазоне 90-95 руб. за один доллар США.

Активизация спроса на валюту. В структуре потребительских расходов летом 2025 года сформировалась тенденция на рост доли непродовольственных товаров, которая достигла 37,5% в августе после планомерного снижения с 39,3% в сентябре 2024 года до 36% в мае 2025 года. Темпы роста расходов в этой части продолжают замедляться на фоне высокой базы прошлого года, и мы не ожидаем существенного всплеска в IV квартале текущего года (за исключением сезонно высокого декабря). Тем не менее данные свидетельствуют в пользу активизации потребительского спроса.

Оценка потребительских расходов на непродовольственные товары

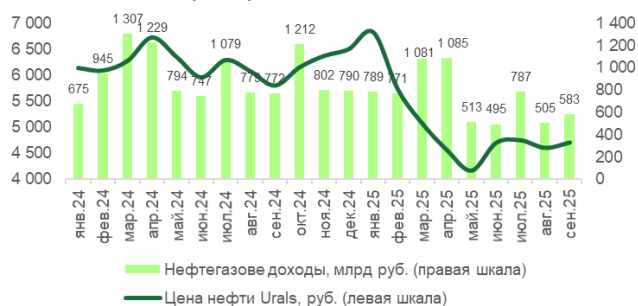


Источник: данные «Сбериндекс», расчеты «Цифра брокер»

В свою очередь, увеличение объема покупок иностранной валюты юридическими лицами (без учета банков), начавшееся в июле, подтверждает восстановление объемов импорта. Так, суммарные покупки валюты юридическими лицами в августе увеличились на 29,5% по сравнению с июлем и достигли максимума за 2025 год на уровне 2,7 трлн руб. По нашим оценкам, основной причиной активизации потребителей и импортеров выступает начавшийся цикл снижения ключевой ставки, а также неоправдавшиеся ожидания относительно улучшения геополитической обстановки на фоне предполагавшейся более дружественной позиции Дональда Трампа в отношении России по сравнению с предыдущей администрацией США. Таким образом, тренд на дальнейшее смягчение денежно-кредитных условий продолжит снижать стоимость денег в экономике, способствуя реализации отложенного ранее спроса, в том числе отложенного в ожидании улучшения условий по мере потенциального возвращения зарубежных брендов в Россию, которые так и не вернулись. На этом фоне темпы роста импорта будут постепенно ускоряться вместе со спросом на иностранную валюту.

Сокращение предложения валюты на рынке. Одновременно с тенденцией на повышение спроса на валюту наблюдается снижение объемов предложения валюты. Прежде всего, приток валюты в страну сокращается в части экспорта минеральных продуктов — в I полугодии 2025 года в данной категории экспорт снизился на 16,2% по сравнению с 2024 годом и составил 110,1 млрд долларов США, следует из данных ФТС. При этом удельный вес минеральных продуктов в товарной структуре экспорта остается внушительным, достигая 56,1% (62,9% в I полугодии 2025 года). Товарная структура категории не раскрывается, но мы полагаем, что ощутимый вес приходится на нефтегазовый сектор, доходы которого снижаются ввиду сочетания факторов: неблагоприятной ценовой конъюнктуры на рынке нефти, крепкого рубля и санкционного давления. Как следствие, снижаются нефтегазовые доходы бюджета (НГД), за девять месяцев 2025 года они просели на 20,2% до 6,6 трлн руб.

Динамика нефтегазовых доходов федерального бюджета



Источник: данные Минфина, Минэкономразвития, Банка России, расчеты «Цифра брокер»

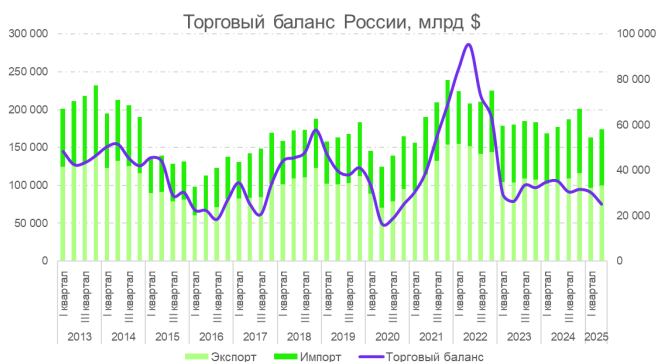
Отрицательная динамика в данном ключе способствует расширению дефицита бюджета. Первоначально планировался дефицит на сумму 1,17 трлн руб., летом показатель был скорректирован до 3,79 трлн руб., а сегодня в законопроекте значится сумма в 5,7 трлн руб. (за восемь месяцев года накопленный дефицит составил 4,2 трлн руб.). Закрывать дефицит предполагается, прежде всего, наращиванием заимствований, при этом рассматривается возможность снизить использование средств ФНБ за счет постепенного снижения цены отсечения на один доллар ежегодно с текущих 60 долларов США за баррель до 55 долларов в 2030 году. Потенциальное уменьшение цены отсечения в бюджетном правиле приведет к сокращению объема продаж валюты из ФНБ и сокра-

Валютный рынок

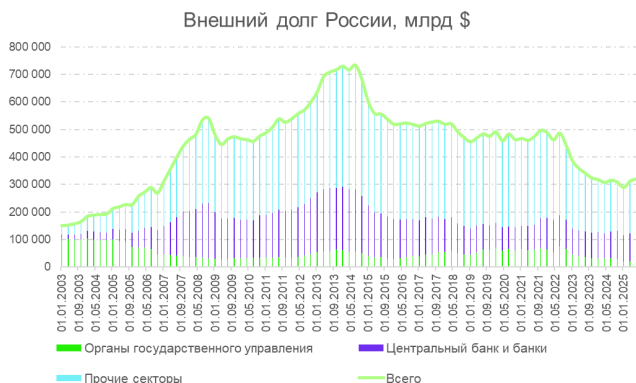
щению дополнительного предложения валюты на внутреннем рынке. Тем не менее пока это опция на перспективу будущих лет, а на данный момент мы имеем обнуление норматива обязательной продажи валютной выручки экспортерами, что можно интерпретировать, как отсутствие необходимости в поддержании крепкого курса рубля.

Умеренный баланс. Вопреки текущему и ожидаемому снижению сальдо торгового баланса, мы не ожидаем стремительного ослабления рубля. Основной причиной сохранения умеренной стабильности в динамике курса национальной будет выступать тот факт, что валютный рынок России стал узким вследствие сокращения внешнего долга и его обслуживания, закрытия зарубежных рынков капитала. Оценка совокупного внешнего долга России на 1 июля 2025 года составляет 320,8 млрд долларов по сравнению с уровнями свыше 450 млрд долларов США в 2008-2022 годах.

Вместе с тем, начало цикла смягчения денежно-кредитной политики не означает быстрого снижения ключевой ставки до однозначного значения, поэтому в сравнении с историческими метриками текущие доходности по рублевым активам остаются довольно высокими, оказывая поддержку национальной валюте.



Источник: данные Банка России



Источник: данные Банка России

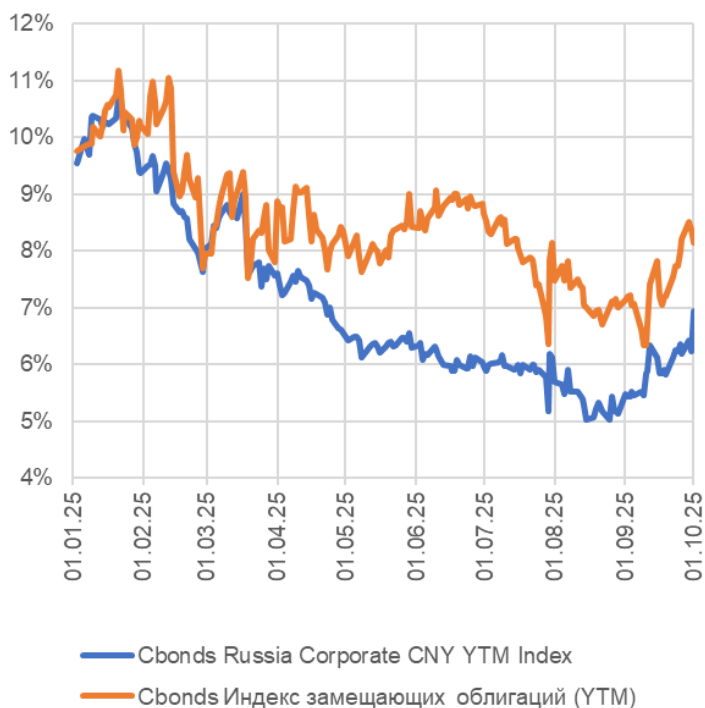
Бивалютные облигации

Наметившаяся в сентябре текущего года тенденция к ослаблению рубля вновь поднимает перед инвесторами вопрос хеджирования валютных рисков. Одним из вариантов защиты от девальвации рубля могут стать бивалютные облигации. Если в течение ближайших месяцев рубль заметно ослабнет, инвесторы смогут получить прибыль даже в случае отсутствия роста котировок в данном сегменте.

Общая ситуация. Динамика рынка бивалютных облигаций в текущем году в целом соответствовала общим рыночным тенденциям. С начала года доходности снизились почти вдвое. К началу сентября большая часть бумаг эмитентов с рейтингом AAA торговалась с доходностями 5,5-6,5% для замещающих облигаций и 5-5,5% — для юаневых. В сентябре на облигационном рынке наметилась коррекция, поводом для которой стали довольно медленные, относительно ожиданий рынка, темпы снижения ключевой ставки Банка России. Коррекция затронула все сегменты облигационного рынка, и бивалютные облигации не стали исключением. К началу октября доходности подросли: у замещающих бумаг эмитентов с рейтингом AAA — до 7-8% и 5-6% — для юаневых. Спреды между юаневыми и замещающими бумагами аналогичного кредитного качества в сентябре заметно подросли.

Сложившаяся ситуация делает бивалютные облигации более привлекательными для консервативных инвесторов, и мы ожидаем, что в этом сегменте спрос в ближайшие месяцы будет достаточно стабильным. Помимо перетока средств с сегмента рублевых бумаг, можно ожидать притока средств с вкладов, предпосылками для чего могут стать снизившиеся ставки по депозитам. Для консервативных инвесторов мы рекомендуем к покупке относительно короткие выпуски с дюрацией до года. Как правило, ценовая волатильность у коротких выпусков существенно меньше, чем у длинных. Кроме того, небольшая дюрация позволит инвесторам держать такие бумаги до погашения, обезопасив себя от рыночных колебаний.

Идеи для покупки. Облигации эмитентов с рейтингами AAA. К таковым можно отнести прежде всего выпуски крупнейших компаний ТЭК и горнодобывающей отрасли: «Газпром», НОВАТЭК, ЛУКОЙЛ, «Норникель» и др. Кредитное качество этих эмитентов позволяет держать их выпуски до погашения, не опасаясь неисполнения ими обязательств. Замещающие и долларовые бивалютные бумаги этих эмитентов, особенно «Газпром Капитал», наиболее ликвидны и подойдут большинству инвесторов. Их высокая ликвидность позволит инвесторам оперативно и без потерь закрыть имеющиеся позиции в случае изменения рыночной конъюнктуры.



Источник: Cbonds

Бивалютные облигации

Идеи для покупки, ГТЛК. АО «ГТЛК» является системно значимой лизинговой компанией, реализующей государственную политику и программы развития транспортной отрасли и транспортного машиностроения. АО «ГТЛК» имеет рейтинг на уровне ruAA-от.«Эксперт РА». Финансовые показатели компании нельзя назвать блестящими. АО «ГТЛК» не демонстрирует высокого уровня рентабельности, задача реализации госполитики в отрасли этому не способствует. По итогам шести месяцев 2025 года был получен чистый убыток. Обеспеченность собственными средствами находится на умеренном уровне. При этом компания всегда может рассчитывать на помощь государства, которое регулярно предоставляет субсидии и иные формы бюджетной поддержки. Так, в 2022 году была произведена докапитализация на 58 млрд руб. Регулярно проводится выкуп облигаций компании Минфином России за счет средств Фонда национального благосостояния. Облигации выкупались и в 2023 году (в объеме 50 млрд) и в 2024-м (30 млрд). Мы считаем уровень надежности АО «ГТЛК» как эмитента сравнимым с таковым у компаний с рейтингом AAA, благодаря господдержке. При этом бивалютные облигации АО «ГТЛК» торгуются с небольшой премией в доходности относительно бумаг эмитентов с наивысшим рейтингом, порядка 0,5-1%, и практически не уступают им по ликвидности. В связи с этим бумаги АО «ГТЛК» можно считать довольно привлекательными по соотношению риск/доходность.

Идеи для покупки, «Полипласт». Группа «Полипласт» - вертикально-интегрированный холдинг, специализирующийся на выпуске наукоемких химических продуктов для различных отраслей промышленности. Компания имеет кредитный рейтинг A-.ru от НКР. В последние годы «Полипласт» активно наращивает размеры долга, этого требует реализация обширной инвестпрограммы, проводимой группой. По этой причине консервативные инвесторы достаточно осторожно относятся к облигациям данной компании, доходность которых имеет существенный спред относительно бумаг с рейтингом AAA, порядка 5-6 п.п. В то же время время опубликованная отчетность за I полугодие 2025 года отражает отдачу на произведенные инвестиции. Компания демонстрирует хорошие темпы роста выручки и прибыли, чем в текущих экономических реалиях может похвастать далеко не каждое крупное предприятие. Долговая нагрузка постепенно увеличивается, хотя находится в приемлемых рамках. Очевидно, группа в состоянии благополучно пережить текущий период повышенных ставок в экономике. Облигации компании мы считаем привлекательным вариантом для инвесторов, заинтересованных в более высокой доходности.

ГТЛК, общие показатели, млрд руб.	2023	2024	6м 2025
Объем лизингового портфеля*	1557,7	2692,5	2918,5
Объем нового бизнеса*	203,1	354,2	69,3
Сумма новых лизинговых договоров*	506,5	1219,9	356,1
Активы	1145,0	1355,7	1309,0
Собственный капитал	173,1	205,3	213,5
Обязательства	971,6	1150,4	1095,5
Чистый долг	764,8	874,7	875,5
Доходы	97,4	133,4	75,8
Чистая прибыль	0,7	1,8	-6,0

* данные Эксперт РА

Кредитный профиль:	2023	2024	6м 2025
Собственный капитал/активы	0,15	0,15	0,16
Рентабельность по чистой прибыли, %	0,7%	1,4%	-7,9%
Рентабельность активов, %	0,1%	0,1%	-0,9%
Рентабельность собственного капитала, %	0,5%	1,0%	-5,7%
Лизинговый портфель/чистый долг	2,04	3,08	3,33
Цена привлеченных ресурсов, % год.	8,4%	12,7%	14,8%

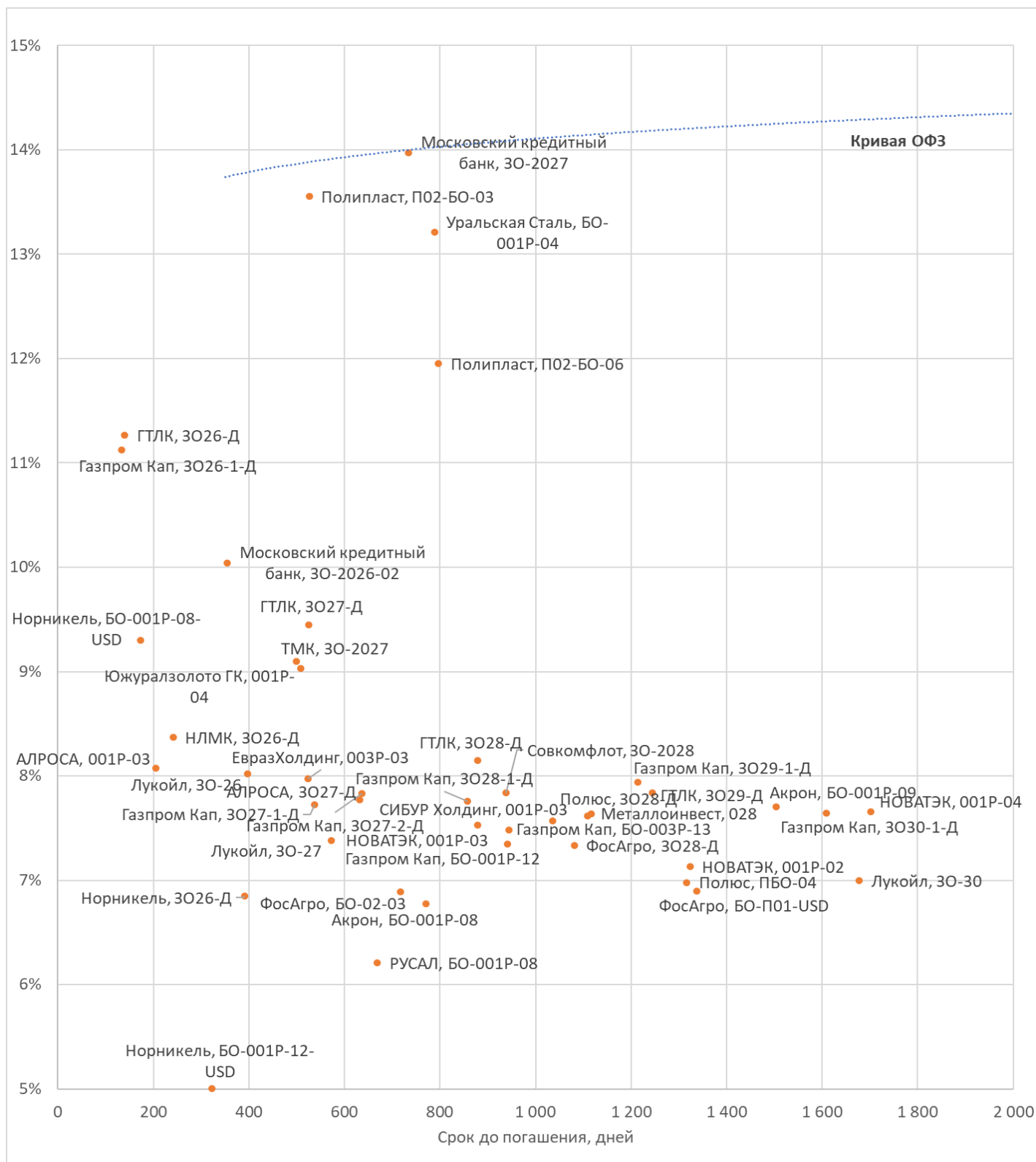
Источник: ГТЛК, Эксперт РА, расчеты «Цифра брокер»

«Полипласт», общие показатели, млрд руб.	2023	2024	6м 2025
Активы	101,0	224,4	288,9
в т. ч. основные средства	39,8	106,8	140,2
Собственный капитал	17,8	29,6	37,4
Долгосрочные обязательства	37,6	80,7	107,6
Краткосрочные обязательства	45,6	114,1	144,0
Чистый долг	58,3	127,5	172,1
Доходы	64,8	139,5	95,1
Чистая прибыль	9,6	11,9	7,8
EBITDA (данные эмитента)	19,8	41,1	23,6
EBITDA (LTM)			50,7

Кредитный профиль:	2023	2024	6м 2025
Собственный капитал/активы	0,18	0,13	0,13
Рентабельность по EBITDA, %	30,6%	29,5%	24,8%
Рентабельность по чистой прибыли, %	14,8%	8,5%	8,2%
Чистый долг/EBITDA (LTM)	2,94	3,10	3,39
Чистый долг/выручка	0,90	0,91	0,90
Оборотные активы/краткосрочные обязательства	1,01	0,78	0,80

Источник: «Полипласт», расчеты «Цифра брокер»

Бивалютные облигации



Бенефициары девальвации

Российская экономика исторически зависит от выручки, полученной от продаж сырья на внешних рынках. В этих условиях курс национальной валюты становится не просто индикатором, а основным фактором конкурентоспособности для крупных компаний-поставщиков. Девальвация рубля, искусственная или рыночная, напрямую влияет на ключевой показатель — доходы экспортеров.

Девальвация российского рубля представляет собой один из наиболее значимых макроэкономических факторов, влияющих на финансовую устойчивость и прибыльность ориентированных на экспорт российских компаний. В I полугодии 2025 года средний курс доллара США составил 87 руб., во многом благодаря более высоким значениям в I квартале. Во II квартале российский рубль продолжил укрепляться, что отразилось на результатах компаний-экспортеров в первом полугодии. Это важно учитывать для понимания влияния курса рубля на финансовые показатели компаний, поскольку сейчас курс доллара США находится еще ниже, в диапазоне 81-83 руб. за один доллар. При прочих равных, если брать за основу результаты первого полугодия, положительный эффект от валютной переоценки возникает только при курсе доллара выше 87 руб.

Ослабление рубля оказывает двойное влияние на компанию с экспортной составляющей в продажах. Положительный эффект заключается в том, что рублевый эквивалент валютной выручки растет; отрицательный эффект — рублевый эквивалент валютных затрат также растет. Соответственно, чистый эффект на EBITDA будет зависеть от того, какая доля затрат компании номинирована в валюте. Зачастую бывает так, что компания с высокой маржой, но большой долей валютных расходов может получить меньший чистый эффект, так как рост рублевой выручки частично «съедают» валютные издержки.

Поскольку российская экономика остается преимущественно экспортной, дефицит бюджета растет от месяца к месяцу — девальвация рубля кажется логичным и ожидаемым благом и для крупных игроков, и для правительства. Поэтому важно понимать, какие сектора и компании могут стать главными бенефициарами этого процесса.

Нефтяной сектор. Российские нефтяные компании являются системообразующими экспортерами, их доходы тесно связаны с мировыми ценами на углеводороды, номинированными в долларах США. В I полугодии чистая прибыль у компаний сектора снизилась на 50% и более в связи с низкими ценами на нефть и укреплением курса рубля. Девальвация может привести к немедленному увеличению рублевой выручки, но вот влияние курса на EBITDA весьма ограничено. Хотя определенная часть операционных расходов (прежде всего, оплата труда) выражена в рублях, все, что связано с поставкой оборудования и техническим обслуживанием, сильно зависит от импорта и влечет за собой валютные расходы.

Также курс рубля оказывает отрицательное воздействие на финансовый результат через фискальную систему, прежде всего, через НДС. Налоговый кодекс России использует коэффициент, привязанный к рублевому эквиваленту мировой цены на нефть марки Urals, что приводит к автоматическому росту НДС при ослаблении рубля. И это главная причина, которая нивелирует рост валютной выручки.

В силу слабой раскрываемости финансовой отчетности точно подсчитать долю валютной и рублевой выручки невозможно, поэтому приходится опираться на прошлые данные с небольшими корректировками. Компании в большей степени ориентированные на внутренний рынок, такие как «Газпром нефть» и «Татнефть», имеют более сложную структуру доходов, которая включает выручку от переработки и реализации нефтепродуктов внутри страны. «Татнефть» является единственной из нефтегазовых компаний, которая в раскрываемой отчетности дает возможность посчитать долю экспортной выручки и явно разграничивает основные налоги на добычу. Тот факт, что более 78% налоговой нагрузки «Татнефти» приходится на НДС и НДС, подчеркивает, что именно эти налоги в основном нивелируют выгоды от валютной переоценки для всего сектора. Отсюда чувствительность показателя EBITDA в секторе к изменению курса доллара на 5 руб. не такая явная, в диапазоне 4-5%. Если к нефтяникам добавить газовые компании, то наибольший эффект курс рубля оказывает на результаты НОВАТЭКа.



Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

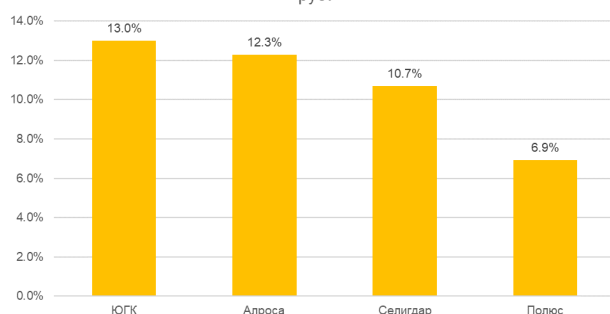
Бенефициары девальвации

Добыча полезных ископаемых. Компании золотодобывающего сектора, такие как «Полюс», ЮГК и «Селигдар», являются одними из основных бенефициаров потенциальной девальвации рубля, поскольку их выручка практически полностью номинирована в долларах США (через мировые цены на золото). Поэтому ключевым фактором, влияющим на их чистую валютную позицию, является структура их рублевых и валютных операционных расходов.

Отдельного упоминания заслуживает НДС, поскольку с 2025 года рентабельные сектора экономики подверглись увеличению налоговой нагрузки. В частности, добыча алмазов и других драгоценных и полудрагоценных минералов теперь облагается по ставке 8,4% вместо прежних 8%. Кроме того, введен дополнительный сбор к НДС на золото в размере 10% от разницы между мировой ценой и пороговым значением 1,9 тыс. долларов США за тройскую унцию.

Стоит отметить, что в отличие от нефтяных компаний, эффект от НДС здесь не такой значительный, а вот эффект от девальвации может быть даже более значимым, чем от дальнейшего роста цен на золото. В этом секторе мы по-прежнему выделяем только акции «Полюса». Кейс ЮГК мог бы также быть интересным, если компания представила бы новые планы по производству.

Влияние на EBITDA от изменения курса доллара на 5 руб.



Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

Наименьший эффект. Сектор металлургии в прошлом был одним из главных бенефициаров девальвации, но сейчас ситуация в корне изменилась. Например, доля экспорта у «Северстали» снизилась до 8%, тогда как до февраля 2022 года она составляла 48%. Ранее экспортная деятельность НЛМК поддерживалась производственными активами в Европе

и США, что обеспечивало более высокий валютный доход. Можно предположить, что и сейчас наибольшая доля валютной выручки сохраняется именно у этой компании, но из-за слабой финансовой раскрываемости точно назвать ее сложно. Также стоит отметить, что из-за падения спроса на сталь и прохождения сектором через дно цикла, все компании наращивают капитальные расходы. Соответственно растут и расходы на импортное оборудование для модернизации и поддержания производства, что переносится на операционные расходы через амортизацию.

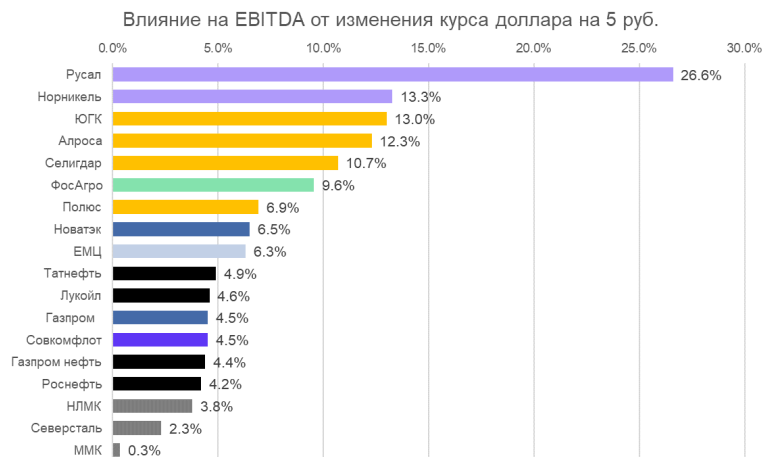
Главные бенефициары. «Норникель» сохраняет высокую долю продаж в валюте, на уровне 90% от общей выручки. Компания является мировым лидером в производстве палладия и крупным производителем никеля, платины и меди, сохраняет высокий спрос на ее продукцию, несмотря на санкционное давление. При росте курса доллара на 5 руб., рублевая выручка увеличится примерно на 5,2%. Поскольку выручка «Норникеля» почти полностью формируется в долларах США, а значительная часть операционных расходов (зарплаты, электроэнергия, местные налоги) номинирована в рублях, эффект ослабления российской валюты является классическим и резко положительным для рублевой EBITDA. Например, номинированные в рублях расходы на персонал занимают наибольшую долю, равную 43% в денежных затратах компании. Что, в конечном итоге, конвертируется в рост маржинальности и, соответственно, изменение курса доллара США к рублю всего на 5 руб., способно привести к значительному росту EBITDA в рублях, на 13,3%.

Отдельно стоит сказать про структуру долга, хотя она не имеет прямого влияния на EBITDA, но важна для показателя чистой прибыли. У большинства экспортеров доля обязательств, номинированных в рублях, сильно увеличилась после 2022 года. По состоянию на 30 июня 2025 года, порядка 62% общего долга «Норникеля» номинировано в рублях. В отличие от нефтегазовых компаний, чей рублевый долг не переоценивается в рублевой отчетности, у компании результаты отражаются в долларах США и, соответственно, укрепление рубля в I полугодии 2025 года привело к увеличению чистого долга компании на 22% и повышению процентных расходов. При ослаблении рубля будет обратная картина, что позитивно для «Норникеля» и таких компаний, как «Полюс», «Совкомфлот» и РУСАЛ.

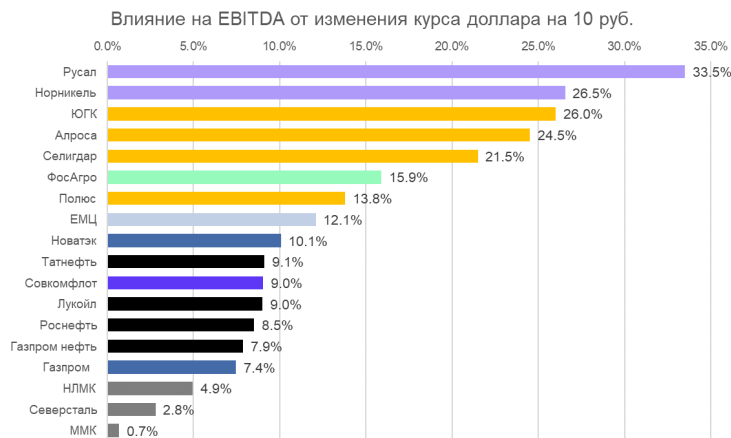
Бенефициары девальвации

Девальвация рубля сильно отражается на результатах РУСАЛа, в первую очередь, из-за практически полной экспортной ориентации компании. Это влияние преимущественно сглаживается только с высокой долей валютных затрат на ключевое для компании сырье — глинозем. Компания вынуждена закупать более трети необходимого глинозема за рубежом по рыночным ценам, выраженным в долларах США. В первом полугодии 2025 года себестоимость продаж в долларовом выражении выросла на 40% (до 6,11 млрд долларов США), что стало основной причиной финансового спада. В результате доля глинозема в денежной себестоимости алюминия превысила 50%, в то время как нормальным считался уровень 30-35%. Но ситуация меняется и покупка 26-процентной доли в индийском заводе Pioneer мощностью 1,5 млн тонн глинозема в год, в дополнение к ранее приобретенной 30-процентной доле в китайском заводе Hebei Wenfeng, позволит РУСАЛ закупать сырье с этих предприятий, что должно дать положительный эффект на себестоимость. В любом случае компанию, по нашему мнению, сейчас можно смело назвать главным бенефициаром девальвации рубля на российском рынке.

Также изменение курса рубля оказывает большое влияние на результаты «ФосАгро», АЛРОСА, ЕМС. Последняя компания, «Европейский медицинский центр», не является экспортером, но предоставляет медицинские услуги, цены на которые полностью номинированы в евро. По сути ЕМС работает на внутреннем рынке, что позволяет получать выгоду от изменения курса и при этом не нести геополитические или санкционные риски. С другой стороны, мы видим большие валютные расходы на медицинские препараты и оборудование.



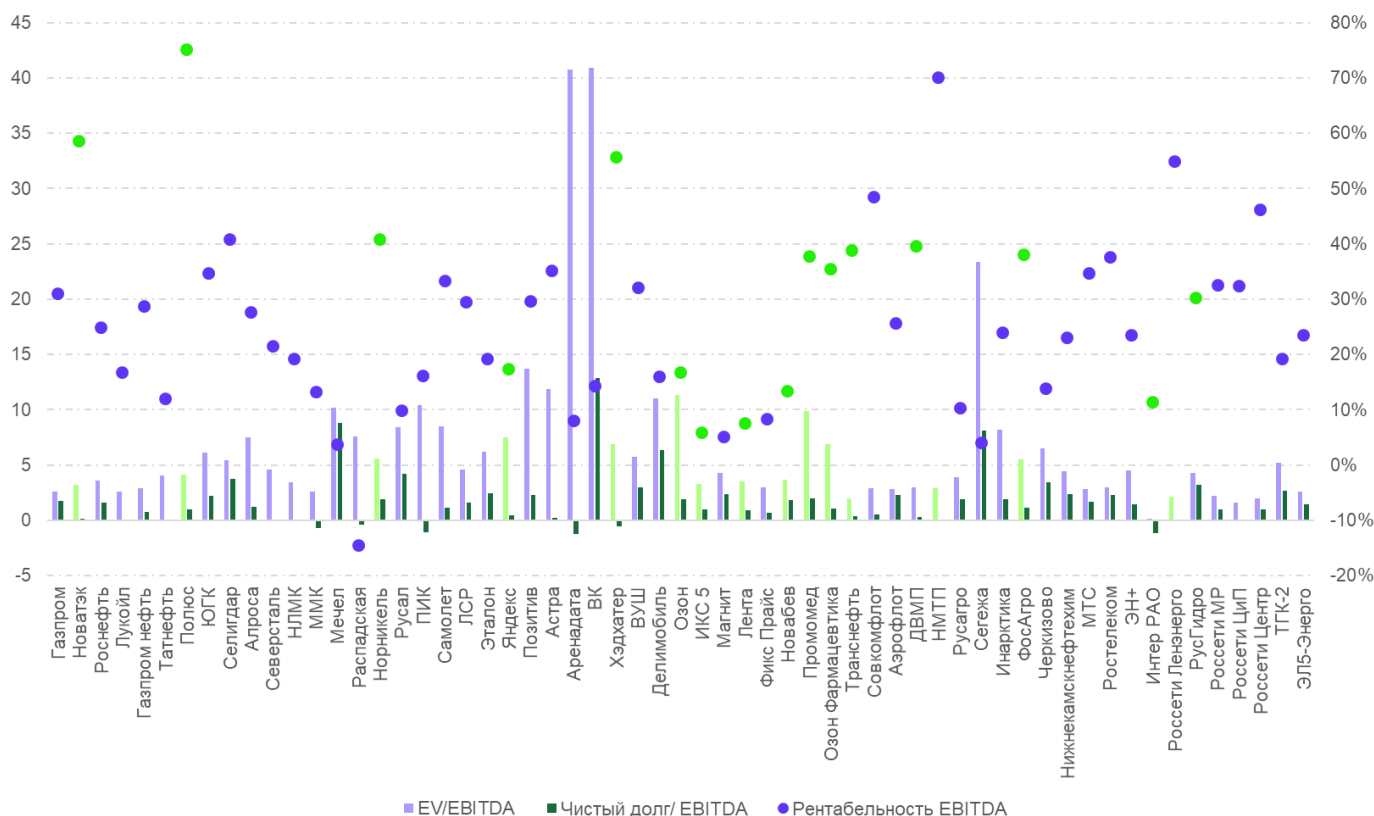
Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»



Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

Рынок акций: кто выстоит в эпоху перемен?

- ⇒ Российский фондовый рынок демонстрирует неоднозначную динамику на фоне геополитической неопределенности, инфляционного давления, жесткой денежно-кредитной политики Банка России. Последние годы стали настоящим стресс-тестом для всех отраслей экономики, заставившим инвесторов пересмотреть традиционные взгляды на некоторые «защитные» активы. Отдельные сектора сохраняют свой «защитный» статус, другие, включая ранее стабильные отрасли, испытывают серьезное давление, ведущее к снижению рентабельности и росту долговой нагрузки. Сегодня успех определяется не столько сектором, сколько финансовой устойчивостью и способностью бизнеса адаптироваться.
- ⇒ Мы провели оценку финансового положения 67 российских эмитентов акций, которые представляют различные сектора экономики, на горизонте с начала 2023 года и до конца I полугодия 2025 года.
- ⇒ Современный рынок требует от инвесторов максимальной избирательности. Успех приносят не ставки на целые секторы, а тщательный отбор финансово здоровых компаний, способных генерировать стабильный денежный поток даже в самых сложных макроэкономических условиях.
- ⇒ На основе проведенной оценки мы делаем вывод, что наши основные фавориты оправдали ожидания, продемонстрировав устойчивость к экономическим и геополитическим вызовам благодаря эффективному управлению расходами и долгом, что позволило как минимум сохранить, а в отдельных случаях — заметно повысить рентабельность бизнеса.
- ⇒ **Наши фавориты на рынке акций в перспективе IV квартала 2025 года:** НОВАТЭК, «Полюс», «Норникель», «Яндекс», «Хэдхантер», Ozon, «Корп. центр ИКС 5», «Лента», «Новабев», ПРОМОМЕД, «Озон Фармацевтика», «Транснефть», НМТП, «ФосАгро», «Интер РАО», «Россети Ленэнерго».



Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

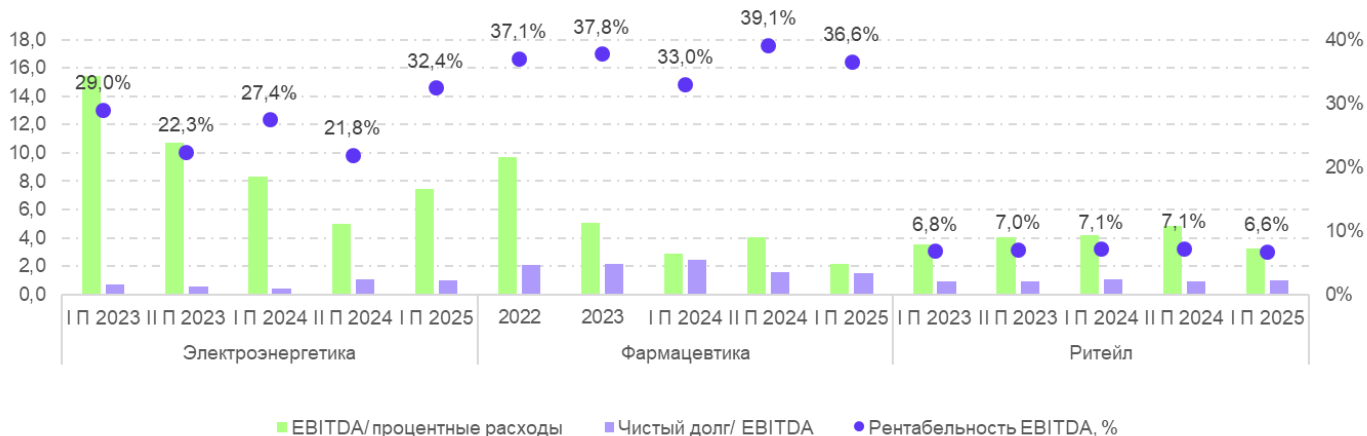
Рынок акций: кто выстоит в эпоху перемен?

Бастионы стабильности: электроэнергетика, фармацевтика, ритейл

В текущих условиях настоящими «тихими гаванями» для инвесторов выступают отдельные эмитенты из секторов электроэнергетики, фармацевтики и ритейла. Энергетики доказывают свою устойчивость к инфляционному давлению и высоким ставкам в экономике, среди компаний в выборке наиболее сильную позицию занимает «Россети Ленэнерго».

Фармацевтические компании смогли даже улучшить показатели долговой нагрузки, что подтверждает высокую финансовую дисциплину. Вместе с тем, «Озон Фармацевтика» и ПРОМОМЕД демонстрируют высокую маржинальность по EBITDA — свыше 36% в 2025 году.

Продуктовые ритейлеры в среднем устойчивы, но каждый по-разному в разрезе. Наибольший вклад в позитивную картину сектора вносит «Лента», результаты которой улучшаются от полугодия к полугодию.



Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

Металлургии: между спадом и надеждой

Металлургии переживают период разнонаправленных тенденций. Черная металлургия столкнулась со сжатием спроса на металлопродукцию на фоне охлаждения активности на рынке недвижимости, что привело к падению рентабельности по EBITDA в секторе с 29% до 19%. Несмотря на финансовую устойчивость за счет исторически солидного запаса денежных средств на балансе, возможности для выплаты дивидендов ограничены, так как свободный денежный поток уходит на капитальные ремонты.

В цветной металлургии ситуация сложнее: алмазодобывающая компания АПРОСА испытывает трудности из-за падения спроса на бриллианты на фоне появления синтетических аналогов (рентабельность упала с 45% до 28%). В то же время золотодобытчики, а преимущественно лидер в этой отрасли, «Полюс», выигрывает от высоких цен на золото, тогда как у «Селигдара» долговая нагрузка выросла до 3,75х. Потенциал роста в металлургическом секторе также сохраняется у «Норникеля», для которо-

го снижение ключевой ставки может улучшить долговую нагрузку, а стабилизация цен на металлы и ослабление рубля – нарастить доходы и возобновить дивидендные выплаты.

Нефть, газ и химия: с потенциалом к восстановлению

Компании нефтегазового сектора находятся под давлением слабой конъюнктуры на рынке нефти, крепкого рубля и санкций, что снизило их медианную рентабельность с 35% до 27%. Однако сильная денежная позиция и долг ниже 1х по коэффициенту чистый долг/ EBITDA позволяют сохранять финансовую устойчивость. В положительном ключе выделяется НОВАТЭК с низкой оценкой, высокой рентабельностью и потенциалом роста за счет проекта «Арктик СПГ-2».

Сектор химии и нефтехимии показывает признаки улучшения финансового положения с ростом рентабельности по EBITDA до 38% и снижением долга до 1,3х в I полугодии 2025 года, что делает представителей сектора бенефициарами дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики.

Рынок акций: кто выстоит в эпоху перемен?



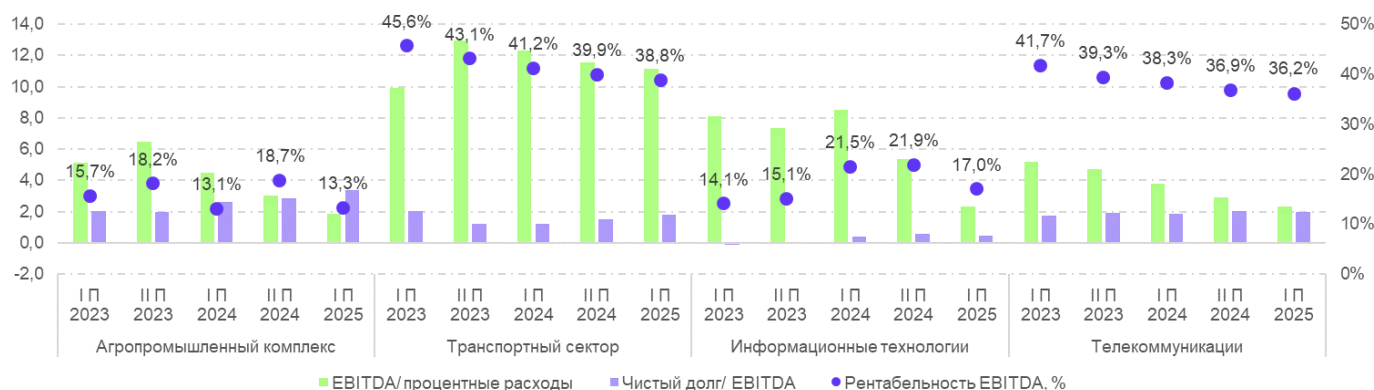
Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

Под давлением: IT и телекомы

Вопреки ожиданиям, технологические секторы, ранее считавшиеся драйверами роста рынка, столкнулись с трудностями преимущественно из-за пересмотра планов по расходам на продукты и услуги со стороны заказчиков. Тем не менее, положение дел у «Яндекса» и Ozon даже улучшилось, и обе компании в I полугодии достигли рекордных показателей по рентабельности EBITDA в 17,4% и 16,7% соответственно. Крайне сильную позицию сохраняет «Хэдхантер» — у компании в 2023-2025 годах маржинальность EBITDA превышает 55%. Компании сектора телекоммуникаций оказались под ударом инфляционного давления, которое привело к опережающему росту расходов над доходами и снижению рентабельности по EBITDA примерно с 40% в 2023 году до 36% в 2025 году. Жесткая денежно-кредитная политика Банка России отразилась на росте расходов на обслуживание внушительных долгов компаний.

Аутсайдеры и зоны риска

Наиболее пострадавшей оказалась угольная отрасль, где снижение экспортных поставок и цен привело к тому, что рентабельность стремится к нулю, а медианная долговая нагрузка взлетела до 4,2х. Агропромышленный сектор также демонстрирует ухудшение финансовых показателей со снижением рентабельности до 9%. В транспортном секторе обращают на себя внимание каршеринговые компании: долговая нагрузка «Делимобиля» выросла до 3,2х, а EBITDA покрывает лишь 60% процентных расходов. В то же время инфраструктурные компании, такие как НМТП и «Транснефть», сохраняют максимальную устойчивость.

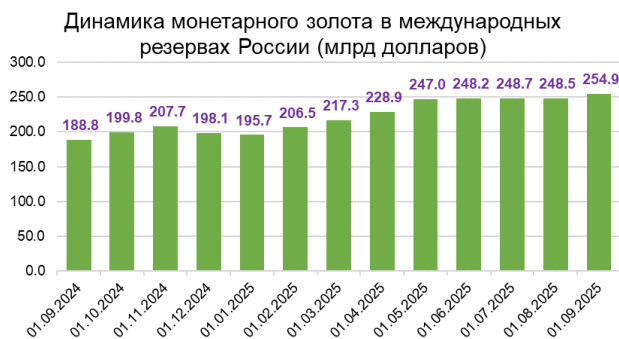


Источник: данные компаний, расчеты «Цифра брокер»

Золото — страховка от неопределенности

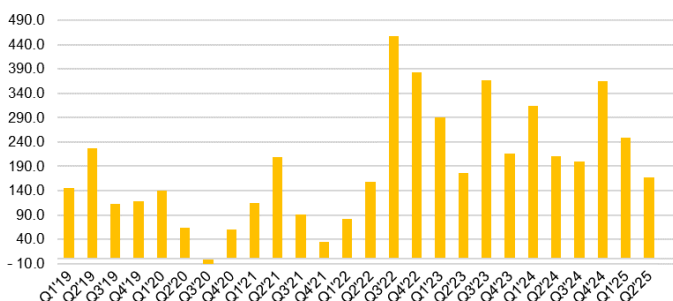
Котировки золота не перестают обновлять рекордные максимумы, оправдывая защитные качества этого драгоценного металла в условиях повышенной неопределенности. Рост спроса на золото поддерживается как повышением геополитической напряженности, так и активными покупками центральных банков, что формирует прочный фундамент для сохранения восходящей тенденции.

Международные резервы России по состоянию на середину сентября 2025 года достигли исторического максимума в размере 712,6 млрд долларов США, увеличившись более чем на 100 млрд долларов с начала года. Значительную роль в этом росте сыграла рекордно высокая оценка запасов монетарного золота, которая впервые превысила отметку в 250 млрд долларов, достигнув 255 млрд долларов США. В результате структурных изменений доля золота в резервах продолжила повышаться, увеличившись до 37%, что является максимальным показателем с 1999 года. Эта сознательная политика Банка России по накоплению суверенного нефинансового актива создает фундаментальную поддержку для рубля, усиливая доверие к финансовой системе страны и выступая буфером против внешних шоков. Нарращивание золотого запаса носит устойчивый характер: с января 2025 года стоимость запасов в золоте увеличилась на 59,3 млрд долларов, демонстрируя одну из самых высоких динамик среди всех компонентов резервов. При этом в абсолютном выражении объем монетарного золота на 1 сентября составил 254,97 млрд долларов, что эквивалентно 36,9% от общих резервов на эту дату. Такой структурный сдвиг в сторону физического золота снижает зависимость российской финансовой системы от валютных активов, номинированных в «недружественных» валютах. Прямым следствием этой политики является формирование устойчивого внутреннего спроса на рубли со стороны регулятора для закупок металла, что служит дополнительным фактором поддержки курса национальной валюты в условиях сохраняющихся внешних рисков.



Источник: данные Банка России

Спрос со стороны центральных банков, т



Источник: данные WGC

Данная стратегия России полностью согласуется с глобальной переориентацией центральных банков на золото в качестве резервного актива. Согласно данным World Gold Council (WGC), ежегодные нетто-покупки золота мировыми центральными банками превышают 1000 тонн с 2022 года, оставаясь в период с 2021 по 2023 годы на рекордно высоком уровне. Ожидается, что в текущем году объем покупок составит около 900 тонн, что вдвое превышает средний ежегодный показатель 2016-2021 годов. Такой устойчивый спрос превратил центральные банки в структурно значимых покупателей на рынке золота.

Вклад официального сектора в общий спрос стал определяющим. По оценкам World Gold Council, на долю центральных банков 2022-2025 годах приходится 23% от общего годового спроса на золото, что вдвое больше средней доли за предыдущее десятилетие. Географически инициатива исходит в основном от развивающихся экономик, среди которых лидерами по накоплению резервов являются Китай, Турция и Индия.

В то время как институциональный спрос растет, традиционно ключевой сегмент рынка — ювелирная отрасль — демонстрирует спад. По данным WGC, спрос на золото для ювелирных изделий упал на 14% во втором квартале 2025 года, достигнув самого низкого уровня со времени пандемии COVID-19. Metals Focus ожидает, что объем производства ювелирных изделий в 2025 году сократится, поскольку высокие цены на металл, а также тарифы со стороны США, отпугивают покупателей на ключевых рынках, таких как Китай и Индия. Это контрастирует с устойчивым спросом на инвестиционные золотые слитки, который, по прогнозам, вырастет в текущем году.

Золото — страховка от неопределенности

Котировки золота в 2025 году демонстрируют исключительную динамику, достигнув к концу сентября около 3850 долларов США за унцию. С начала года цены на золото повысились на 45%, опередив в доходности даже акции т. н. «Великолепной семерки» и биткоин. В номинальном выражении цены достигли абсолютного исторического максимума, а с учетом инфляции котировки золота превысили пик 1980 года. Ключевыми предпосылками для такой динамики стали покупки центральных банков и эскалация торговых войн после введения США новых тарифов.

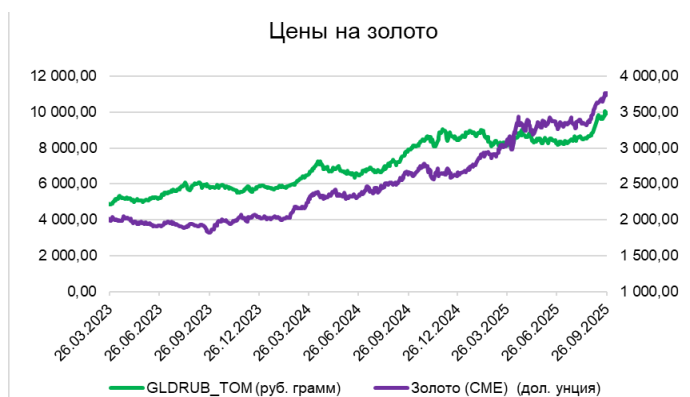
Структурный восходящий тренд подкрепляется устойчивым институциональным спросом, при этом аналитики J.P. Morgan подтверждают обоснованность дальнейшего роста. Банк ожидает, что средняя цена золота в IV квартале 2025 года составит 3675 долларов за унцию, однако риски смещены в сторону более раннего и стремительного превышения прогнозов. Учитывая текущий ценовой импульс и сохраняющиеся геополитические риски, мы считаем реалистичным сценарий, при котором цены на золото закрепятся выше 3900 долларов до конца 2025 года.

Помимо центральных банков, значительный вклад в ценовое давление вносят инвесторы через биржевые фонды (ETF). С начала года нетто-позиция глобальных ETF, ориентированных на инвестиции в физическое золото, увеличилась более чем на 450 тонн, при этом потенциал для наращивания позиций институциональными инвесторами остается значительным, так как доля ETF в общей рыночной капитализации металла пока мала. Ожидания дальнейшего снижения ставок и уменьшения привлекательности инвестиций в американские активы продолжают формировать идеальную среду для продолжения восходящего тренда по золоту. При этом инфляционные риски в США могут обусловить выжидательную позицию ФРС и коррекцию на рынке золота, что откроет возможность для увеличения позиций в этом активе.

В условиях волатильности российского рубля золото сохраняет высокую инвестиционную привлекательность для российских инвесторов. В 2024 году рублевая стоимость золота выросла на 44,6%, тогда как в долларах — на 27%, что демонстрирует эффект защиты от девальвации рубля. За десять лет с 2015 по 2024 год доходность в рублях превысила 250% (в среднем 25% годовых), существенно опережая большинство традиционных инструментов на российском рынке. Тренд сохраняется и в 2025 году, когда золото продолжает укреплять позиции как актив с характеристиками роста.

Для получения экспозиции на золото российские инвесторы могут воспользоваться несколькими способами. Наиболее популярным инструментом остается GLDRUB_TOM на Московской бирже — это аналог обезличенного металлического счета с полным обеспечением физическим золотом в хранилищах НКЦ. Для консервативных инвесторов оптимальным решением может стать покупка физического золота в виде мерных слитков или инвестиционных монет через крупные банки. Более агрессивные инвесторы могут рассмотреть акции золотодобывающих компаний, таких как «Полюс», которые позволяют получить дополнительный эффект от операционного рычага компаний. Каждый из этих инструментов имеет свои особенности с точки зрения ликвидности, минимального порога входа и налогового режима.

На текущий момент ценовая динамика золота формируется под влиянием нескольких мощных фундаментальных факторов. Ожидания по процентным ставкам ФРС США и статистика по инфляции в США продолжают оставаться ключевыми краткосрочными драйверами рынка. Геополитическая неопределенность и торговая политика администрации Трампа поддерживают устойчивый спрос на защитные активы. Сохраняется структурно высокий спрос со стороны центральных банков. С учетом этих факторов мы ожидаем продолжения восходящей динамики котировок золота в направлении 4000 долларов США за унцию и, возможно, выше в среднесрочной перспективе. Российским инвесторам стоит рассматривать коррекции цены золота как возможность для увеличения экспозиции на этот актив. При этом рост стоимости золота в долларах вместе с ожидаемым ослаблением рубля создает дополнительную выгоду для российских инвесторов: поскольку цена золота в рублях отражает как изменение его стоимости в долларах, так и колебания валютного курса, удорожание доллара по отношению к рублю ведет к более значительному росту рублевой стоимости золота, что повышает доходность инвестиций в этом активе в национальной валюте. Это особенно актуально в условиях волатильности валютного рынка и может служить эффективным инструментом защиты капитала и диверсификации портфеля.



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

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.