



Российский рынок акций

Взгляд на 2025 год

Как рынок начинает 2025 год

Несмотря на бодрое начало, прошедший год для акций сложился непросто. Оглядываясь назад на наш прогноз, составленный в декабре 2023 года, мы должны признать, что рынок ошибся в одном, но очень важном тезисе, что и предопределило итоговый результат: а именно — в прогнозе времени начала снижения ставки ЦБ. Участники рынка рассчитывали на снижение ставки со второй половины 2024 года. Впрочем, и сам ЦБ в макропрогнозе от 16 февраля 2024 года ожидал среднегодовой ставки в диапазоне 13,5–15,5%, что при ставке 16% предполагало ее снижение в течение года.

Так или иначе, прохождение пика ставки теперь переносится на 2025 год. Кроме того, итоги выборов в США и информация в СМИ позволяют надеяться на то, что в этом году может реализоваться и второй важнейший катализатор для всех классов российских активов — геополитическая деэскалация.

При этом российский рынок по-прежнему существенно недооценен, а его ожидаемая полная доходность на горизонте двух лет оценивается более чем в 80%.

Инфляция будет оставаться повышенной с учетом возможного «компромисса ЦБ»

Мы считаем, что инфляция начнет замедляться уже в первой половине года: будет проявляться отложенный эффект от последних повышений ключевой ставки, продолжится замедление кредитования, в том числе корпоративного, и охлаждение экономической активности. Стабилизация курса на уровне около 100 руб/\$ с вероятным преодолением проблем с расчетами и увеличением импорта также окажет дезинфляционное влияние. Потенциальная геополитическая деэскалация также могла бы привести к укреплению рубля и снижению инфляционных ожиданий (за счет меньшего фискального стимула и высвобождения и репатриации рабочей силы).

В то же время смягчение риторики ЦБ по итогам декабрьского заседания (подробнее — ниже) среднесрочно может создавать проинфляционные риски, особенно в случае, если решение не повышать ставку **было продиктовано в том числе опасениями «жесткой посадки» экономики.**



С высокой степенью вероятности пик ключевой ставки уже достигнут

Мы полагаем, что ключевая ставка как минимум близка к максимальному значению в этом цикле, а вполне возможно, уже достигла пика. Согласно нашему базовому сценарию, нынешний **уровень в 21% может остаться максимальным** в этом цикле ужесточения ДКП в силу следующих причин:

- темпы **корпоративного кредитования** резко затормозились в ноябре и начале декабря 2024 года;
- начали работать **иные инструменты, кроме ставки** (норматив краткосрочной ликвидности, контрциклическая надбавка), которые дополнительно ужесточают денежно-кредитные условия;
- рынок уже **«напуган» в достаточной степени** (последние прогнозы крупных банков перед заседанием ЦБ предполагали возможность повышения ставки до 23–25% и сохранения ее на уровне 23% на протяжении всего 2025 года);
- ЦБ признает, что нынешняя жесткость ДКП соответствует **ставке 24% и выше**, что выражается в соответствующих спредах по кредитам;
- ненулевые риски рецессии создают **проблемы для наполнения бюджета** в 2025 году.

Решение ЦБ оставить ставку на уровне 21% по итогам декабря заседания стало позитивным сюрпризом для рынка — консенсус-прогноз предполагал возможность повышения до 23% и даже выше. ЦБ признал, что **ужесточение денежно-кредитных условий оказалось более существенным**, «чем предполагало октябрьское решение», и что «достигнутая жесткость денежно-кредитных условий создает предпосылки для возобновления дезинфляции и возвращения инфляции к цели». Комментарий регулятора стал менее жестким по сравнению с предыдущими заседаниями. Тем не менее пока еще нельзя с полной уверенностью утверждать, что мы уже достигли пика ставки. Скорее всего, на следующем заседании, 14 февраля, ЦБ будет рассматривать и варианты повышения ставки — в зависимости от выходящих данных.



В отличие от прошлых периодов смягчения ДКП (2008, 2014, 2020 годы), мы не ждем, что ставка начнет снижаться бодро и быстро. Скорее всего, средняя ставка в 2025 году останется на уровне 19%, **но для переоценки рынка и разворота акций к долгосрочному росту важно именно прохождение пика.**

В базовом сценарии мы чуть более консервативно, чем рыночный консенсус и официальный прогноз ЦБ (от 25 октября), закладываем темпы снижения ставки на два года вперед.

	2024	2025	2026
Официальный прогноз ЦБ (от 25.10.2024)			
Инфляция, в среднем за год	8,3	6,1–6,8	4–4,2
Ключевая ставка, в среднем за год	17,5	17–20	12–13
Опрос рыночных аналитиков, собранный Центральным банком (9.12.2024)			
Инфляция, в среднем за год	8,4	8,2	5
Ключевая ставка, в среднем за год	17,5	21,3	14,6
Базовый сценарий дирекции по работе с акциями УК «Альфа-Капитал»			
Инфляция, в среднем за год	9	8	5
Ключевая ставка, в среднем за год	17,5	19	16

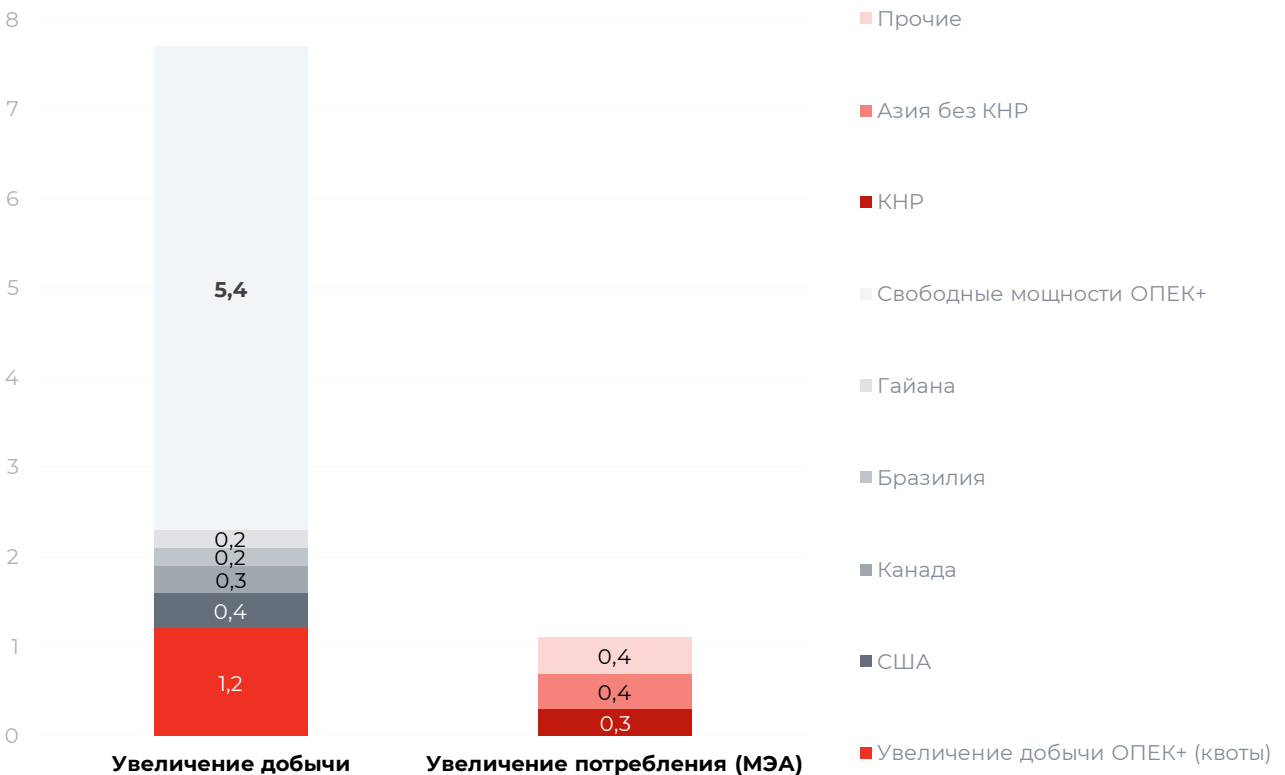
Нефть продолжит находиться под давлением

Несмотря на продление квот по добыче и добровольные сокращения со стороны ОПЕК+ и ряда других нефтедобывающих стран, цены на нефть средне- и долгосрочно будут оставаться под давлением:

- приход Дональда Трампа на пост президента США, вероятно, приведет к большему стимулированию добычи в США;
- импортные пошлины могут привести к снижению темпов роста развивающихся экономик, в первую очередь КНР — крупнейшего импортера нефти;
- ряд стран могут выйти из добровольных ограничений по добыче нефти;
- последние договоренности ОПЕК+ предполагают увеличение добычи на 1,2 млн баррелей в сутки уже в 2025 году, а это больше ожидаемого роста спроса на нефть.

Увеличение добычи в рамках согласованного в декабре плана ОПЕК+ само по себе полностью перекроет ожидаемый рост спроса на нефть в мире. Дополнительный навес предложения может прийти от американской добычи. **Но главным риском остается выход ряда стран из сделки ОПЕК+, где свободные мощности по добыче превышают 5 млн баррелей в сутки.**

Возможное изменение баланса нефти в мире в 2025, млн б/сут



Тем не менее мы не исключаем и возможности роста цен — в случае геополитической эскалации на Ближнем Востоке или между Китаем и Тайванем. Кроме того, и ОПЕК+ вполне может пересмотреть свои планы по увеличению добычи. Но здесь следует учесть, что для того, чтобы бюджеты Саудовской Аравии, Ирака и России (а это 75% добычи картеля) оставались в профиците, цены на нефть должны находиться на уровне около 80 долларов за баррель. Затяжное снижение нефти Brent ниже 70 долларов может подтолкнуть страны увеличить добычу нефти, пусть и по меньшей цене.

В итоге мы видим **больше рисков для нефти, причем носящих долгосрочный структурный характер** (в отличие от кратковременных геополитических триггеров для роста). Что касается российских нефтяных компаний, в случае геополитической разрядки можно ожидать сокращения дисконта российской нефти Urals к сорту Brent с нынешних 12 долларов за баррель **до 7–8 долларов за баррель**, что компенсирует возможное снижение глобальных цен на нефть. Пока что в оценку компаний мы закладываем стоимость нефти Brent на уровне 75 долларов за баррель на 2025 год и дисконт в 12 долларов за баррель.

Цены на нефть уже ниже, чем в бюджете. Влияние на курс

Нынешние цены на нефть уже складываются ниже «бюджетных» (61 доллар за баррель Urals против 69,7 доллара в бюджете на 2025 год), что даже при текущем курсе 104 руб/долл (выше, чем заложено в бюджете) дает рублевую стоимость нефти 6 300 руб/барр, то есть ниже «бюджетных» 6 700 руб/барр.

Следуя этой логике, можно заключить, что при стоимости Urals 61 долл/барр курс доллара в среднем должен составлять 110 рублей, но, вероятно, снижение цен на нефть все-таки не будет полностью компенсировано через ослабление рубля.

Наиболее вероятным в 2025 году выглядит **средний курс в 105 руб/долл** (но с рисками дальнейшего ослабления к концу года). На наш взгляд, при планируемом дефиците бюджета в 1,2 трлн рублей его расширение до 3–4 трлн рублей может быть закрыто за счет средств ФНБ и потому не будет требовать ослабления рубля и/или поиска дополнительных доходов (в том числе через налоги). Однако, если стоимость Urals упадет до 55 долл/барр и ниже, **бюджетный дефицит приблизится к 6 трлн рублей, что уже потребует определенных действий по его компенсации**, в том числе через дополнительные налоги.

	Бюджет	Сейчас	Сценарии снижения цен на нефть		
Нефть Brent, долл/барр	81,7	73	70	65	60
Нефть Ural, долл/барр	69,7	61	58	53	48
Курс доллара, руб.	96,5	104	104	104	104
Дефицит бюджета, трлн руб.	-1,2	-2,9	-4,3	-6	-9,1
Курс доллара для балансировки бюджета, руб.		110	116	125	140

Экономика — негативный сценарий может стать базовым?

Мы ждем, что высокая ставка ЦБ (+ ужесточение кредита) вместе с дефицитом свободных трудовых ресурсов и производственных мощностей серьезно ограничат возможности роста экономики в целом. В частном бизнесе из внутренних секторов экономики мы даже можем увидеть серьезное снижение, что может транслироваться **в околонулевой рост реального ВВП** в следующем году (или даже небольшое снижение ВВП).

Однако стагфляция с падением ВВП более чем на 1% г/г кажется нам маловероятным сценарием. Если статистика начнет указывать на растущую вероятность такого сценария, **ЦБ постарается не допустить жесткой посадки экономики** — последнее решение оставить ставку без изменений служит тому доказательством.

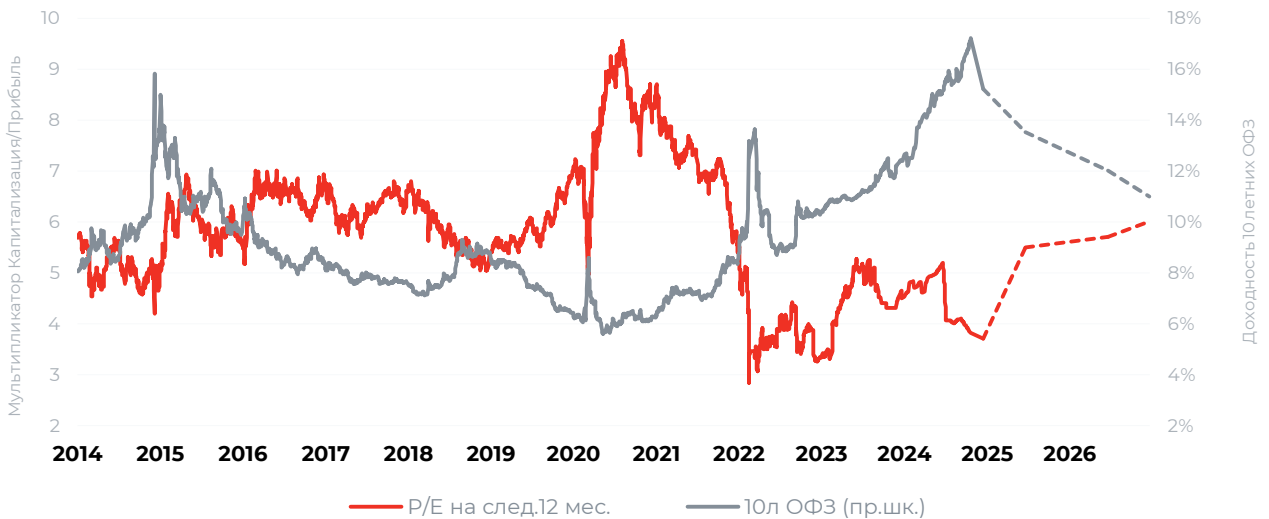
Потенциал роста российского рынка превышает 80%

Сейчас российский рынок стоит **х3,7 по соотношению цен на акции к прибыли** компаний (мультипликатор P/E исходя из результатов 2024 года), что дает ожидаемую доходность в размере 27%. Если брать за безрисковую меру доходности доходность по 5-летним ОФЗ (16,6%), то вмененная премия за риск в акциях составляет **10,4%**, что, на наш взгляд, помимо прочего, включает в себя и премию за геополитическую неопределенность. По мере того как будут формироваться ожидания деэскалации, премия за риск в акции может упасть до 7% на конец 2025 года и до 5% в конце 2026 года. Способствовать снижению риск-премии будет и рост привлекательности акций относительно других активов (антиинфляционный актив, снижение привлекательности безрисковых инструментов).

Даже при нулевом росте прибыли компаний индекса потенциал роста рынка на год вперед при таком сценарии может составить 25%, что с учетом 10%-ной дивидендной доходности **предполагает рост на 35%**. А к концу 2026 года капитализация рынка с учетом дивидендов может вырасти **более чем на 80%**, если ключевая ставка к тому времени снизится до 14%, а доходность 5-летних ОФЗ — до 12%.

	2024	2025	2026
Капитализация (без дивидендов)	100%	125%	159%
Капитализация к прибыли компаний (P/E)	х3,7	х4,7	х5,9
Доходность рынка	27%	22%	17%
Доходность 5-летних ОФЗ на конец года	16,6%	15%	12%
Премия за риск в акциях (equity risk-premium)	10,4%	7%	5%
Ключевая ставка на конец года	21%	17%	14%
Дивидендная доходность		10%	10%
Капитализация (с учетом дивидендов)	100%	135%	182%

Для рынка важен не столько факт начала снижения ставки, сколько прохождение ее пика — и, скорее всего, мы уже в этой точке.

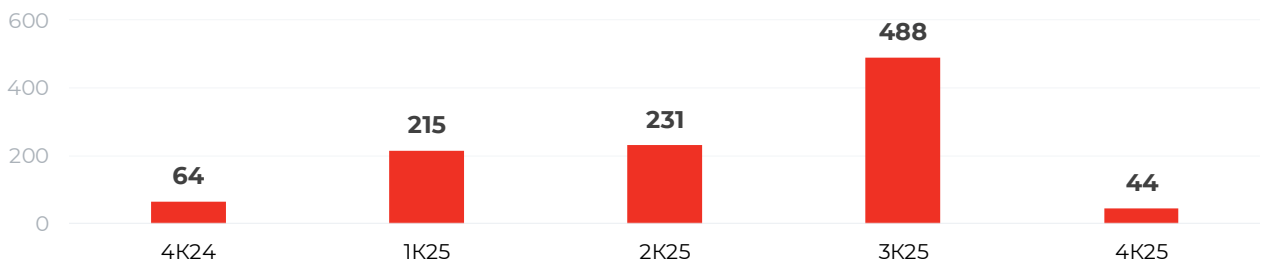


На графике пунктирными линиями — ожидания по изменению доходности 10-летних ОФЗ (10-летние бумаги — это более наглядный инструмент для долгосрочного графика) относительно темпов снижения ключевой ставки, заложенных в последнем прогнозе ЦБ, и оценке рынка по показателю P/E

По мере того как у рынка появится уверенность в достижении пикового уровня ставки, оценка рынка начнет восстанавливаться, но этот процесс будет идти нелинейно. **Наибольший рост мы, скорее всего, увидим в начале, т. к. рынок будет заранее закладывать ожидания будущего снижения ключевой ставки** (по примеру событий 20 декабря, когда рынок вырос на 10% только на смягчении сигнала ЦБ).

У рынка остается много топлива для роста

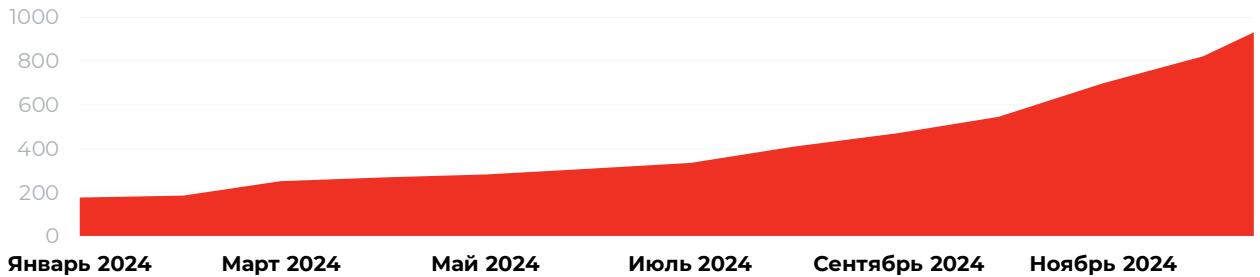
В течение года на акции в свободном обращении может поступить **около 1 трлн рублей дивидендов**. Пока, поскольку рынок очень инертный и уровень страха все еще высок, ближайшие выплаты могут не задерживаться на фондовом рынке. Но по мере снижения рисков все больше дивидендов, вероятно, будет оставаться в акциях.



Ожидаемые дивидендные выплаты на акции в свободном обращении, млрд руб.

Кроме того, в акции могут переместиться и средства из менее рискованных инструментов. На конец 2024 года в фондах денежного рынка находился 1 трлн рублей. **Это быстрые деньги, которые могут быть в любой момент инвестированы в рынок** хотя бы частично.

Совокупный объем фондов денежного рынка, млрд руб

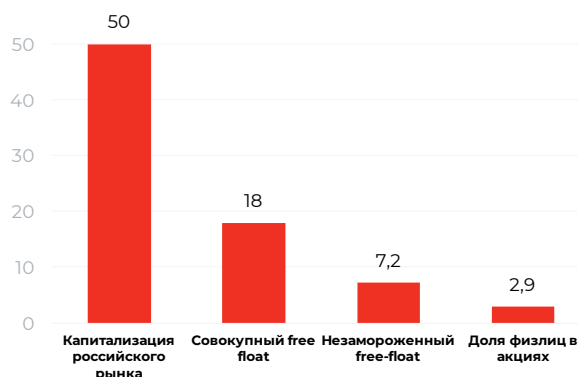


Дополнительными источниками ликвидности могут быть **выплаты по указу № 665 и выкуп акций компаниями**. «Роснефть» уже заявила о возобновлении программы выкупа — тема байбэков может становиться более актуальной со снижением цен на акции.

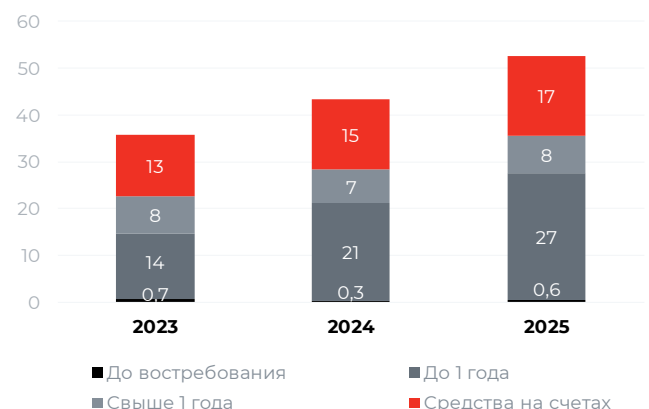
Отдельно следует остановиться на депозитах — **в коротких (сроком до 1 года) депозитах и на расчетных счетах размещено уже примерно 44 трлн рублей**. Конечно, вряд ли значительная часть этой суммы сразу переместится на рынок акций — все-таки по степени риска к депозитам ближе облигации. Но если хотя бы часть депозитов «переедет» на рынок облигаций, то рост стоимости и, как следствие, снижение доходности облигаций опосредованно будут влиять и на рынок акций, увеличивая их привлекательность относительно других классов активов.

Вложения физлиц в акции составляют чуть более 5% суммы средств на депозитах и банковских счетах — крайне консервативное позиционирование

Около 3 трлн руб. физлиц вложено в рынок

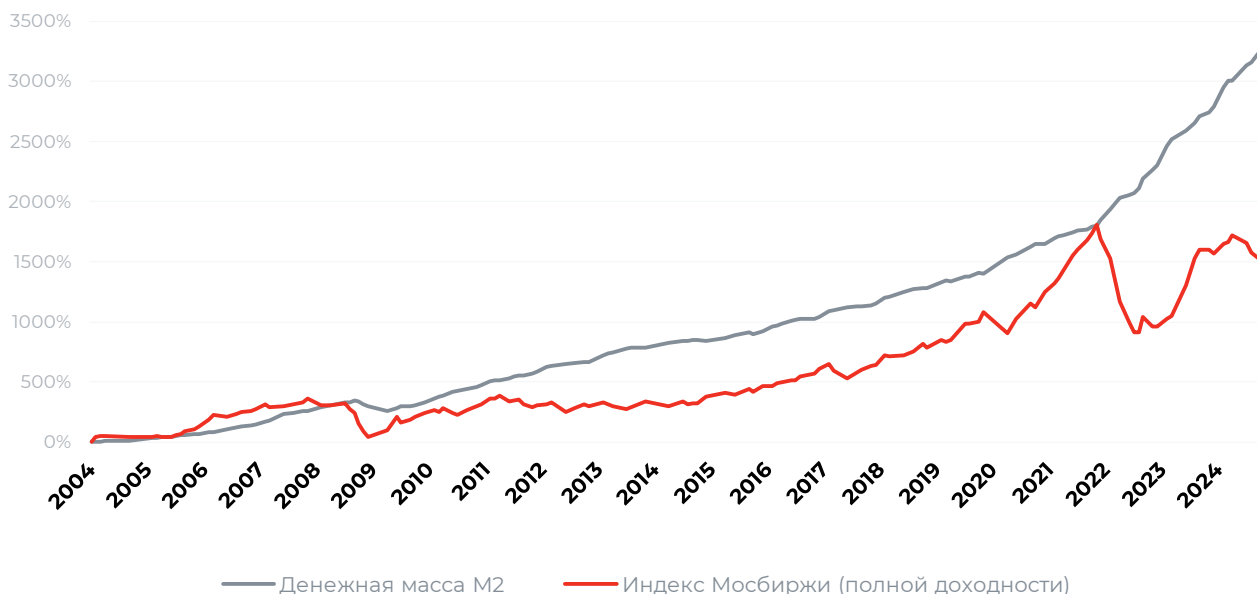


Сроки по депозитам физлиц, трлн руб.



Оценить долгосрочные перспективы рынка можно с помощью графика с расхождением динамики акций и денежной массы в России (наличные деньги в обращении и безналичные средства резидентов РФ, как организаций, так и физлиц), хотя обычно между ними наблюдается высокая корреляция. В условиях ограниченных внешних потоков капитала фактор внутренней ликвидности играет ключевую роль в долгосрочной оценке активов.

Значительный гэп должен закрыться через опережающий рост рынка, но на это может уйти не один год



Возможные риски

- Снижение цен на нефть **ниже 65 долларов за баррель Brent** (и ниже 55 долларов за баррель Urals) может привести к очередным «налоговым» донастройкам в отношении отдельных отраслей или компаний. В то же время в случае геополитической дээскалации дисконт российской нефти может сократиться с 12 долларов до 7–8 долларов за баррель, что компенсирует часть снижения мировых цен на нефть.
- Если реализуется **стагфляционный сценарий** с серьезным (более чем на 1%) падением ВВП, у ЦБ будет мало маневра для снижения ставки, чтобы помочь экономике (т. к. инфляция будет оставаться высокой), что может затянуть кризисное состояние.
- Дополнительная **геополитическая эскалация** до двадцатых чисел января.
- **Выпуск средств нерезидентов со счетов «С»** в обмен на снятие санкций / разблокировку ЗВР, если не будет предложен адекватный механизм выкупа без влияния на рынок (мы полагаем, что будет: инициативы отдельных «стаканов» для нерезидентов обсуждались еще в 2022 году).

На что делаем ставку в 2025 году

- банковский сектор («Сбер» и «Т-Технологии»);
- быстрорастущие IT-компании (Ozon, «Яндекс», «Хэдхантер»);
- «Норникель» — как ставка на ослабление рубля и дальнейшее восстановление цен на корзину металлов (никель, медь, платина, палладий), сокращение капитальных затрат компании в 2025 году;
- X5 — на случай сохранения инфляционных рисков (исторически у ретейлеров получалось переключать реальный рост цен на потребителя, сохраняя тем самым маржинальность бизнеса). После завершения процедуры выкупа нераспределенных акций у голландского юрлица ожидаем выплаты накопленных дивидендов (вероятно, летом) в размере около 400–450 рублей на акцию.

Компания	Сектор	Рыночная капитализация, млрд руб.	P/E 2025*	EV/ EBITDA 2025*	FCF yield 2025*	Дивидендная доходность за 12 мес.	Комментарий
Т-Технологии	Банки	507	3,2x	0,8x**	-	6%	Основным драйвером роста акций служит продолжение интеграции Росбанка.
OZON	Потребительский/ IT	612	-	19,6x	7%	-	Высокие темпы роста бизнеса со ставкой на потребительский сектор, опережающий рост финтех-направления. Потенциальная редомициляция может быть триггером.
Сбербанк	Финансы	5 818	2,7x	0,6x**	-	12%	По нашим оценкам, за 2024 г. чистая прибыль по МСФО может вырасти на 10–15%, до 1,7 млрд рублей, что предполагает дивиденды в размере 35 руб/акц.
МКПАО Яндекс	IT	1 398	13,1x	6,2x	7%	1%	Бизнес показывает высокие темпы роста (выручка >50% г/г, EBITDA >30% г/г), компания начала выплачивать дивиденды.
ЛУКОЙЛ	Нефть и газ	4 660	4,3x	1,6x	17%	15%	Дивиденды традиционно выше по сравнению с госкомпаниями (100% FCF), 1 трлн кеша на балансе (20% капитализации) — может быть распределен или инвестирован в M&A.
МКПАО «Хэдхантер»	IT	164	6,8x	6,0x	17%	11%	Лидирующие позиции на российском рынке рекрутинговых платформ и значительный дефицит рабочей силы вместе с продолжающейся автоматизацией HR-процессов могут привести к среднегодовому росту выручки на 25%.
Аэрофлот	Транспорт	218	5,6x	3,7x	7%	7%	За 2024 год компания могла перевезти около 55 млн человек при рекордной загрузке кресел на 91,2%. EBITDA по итогам года может составить 236 млрд рублей. Компания потенциально сможет вернуться к выплате дивидендов.
X5 Retail Group	Потребительский сектор	760	6,2x	3,3x	12%	15%	Бенефициар индексаций и стимулов доходов населения. Активно развивает востребованный формат дискаунтеров. После редомициляции будут выплачены дивиденды.
ГМК Норильский Никель	Цветная металлургия	1 606	4,6x	4,0x	12%	-	Возможный разворот в ценах на медь, палладий, никель (в том числе за счет восстановления экономики КНР) и снижение капзатрат могут привести к переоценке перспектив компании.
АФК Система	Холдинговая компания	132	-	-	-	-	Много потенциальных триггеров для роста (например, планы IPO «дочек»), история МТС будет транслироваться в рост акций АФК «Система» как материнской компании, как и оценка рынком ожидаемой редомициляции Ozon.

* Прогноз результатов по итогам 2025 года. ** P/BV для банков.

Обязательная информация

Информация, изложенная в данном документе, актуальна на 30 декабря 2024 года.

ООО УК «Альфа-Капитал» осуществляет инвестиционную деятельность на основании лицензии на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 года, без ограничения срока действия.

Информация, содержащаяся в данном документе, предназначена исключительно для определенного круга лиц и не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение ценных бумаг, продуктов или услуг или приглашение к подаче заявок на покупку ценных бумаг, продуктов или услуг. ООО УК «Альфа-Капитал» не намеревается предоставлять услуги инвестиционного консультанта через настоящий документ и не делает заверений в том, что ценные бумаги или услуги, описываемые в нем, удовлетворяют требованиям кого-либо из клиентов.

ООО УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная информация или мнения верны или приведены полностью, хотя и базируются на данных, полученных из достоверных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует использовать данный документ в качестве единственного руководства для принятия самостоятельных инвестиционных решений. ООО УК «Альфа-Капитал» не дает гарантий или заверений и не принимает на себя какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования информации, содержащейся в настоящем документе. Информация, данная в настоящем документе, не является исчерпывающей и может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» рекомендует не полагаться на какую-либо содержащуюся в настоящей презентации информацию в процессе принятия инвестиционного решения, которое должно быть основано на исчерпывающей информации. ООО УК «Альфа-Капитал» не несет ответственности за использование данной информации.

Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783-47-83, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в Сети интернет по адресу www.alfacapital.ru.