

Инвестиционная стратегия

Первое полугодие 2026 года





Не дивидендом единым

Приближаемся к точке разворота

Содержание

- | | | | |
|-----------|------------------------------------|--------|------------------------------|
| 01 | Инвестиционное резюме | 4 стр | Перейти > |
| 02 | Макроэкономика. Россия | 7 стр | Перейти > |
| 03 | Процентная ставка и валютный рынок | 13 стр | Перейти > |
| 04 | Долговой рынок | 17 стр | Перейти > |
| 05 | Рынок акций | 24 стр | Перейти > |
| 06 | Прогноз цен на сырьевые товары | 34 стр | Перейти > |

Раздел 01

Инвестиционное резюме





Мы ожидаем, что рост ВВП России замедлится до 0,7% в 2025 г. и будет оставаться достаточно низким в 2026 г. (1,0%) под влиянием произошедшего ранее ужесточения денежно-кредитных условий и сокращения бюджетного стимула. Охлаждение деловой активности приведёт к нормализации темпов роста трудовых компенсаций и, в свою очередь, более скромной динамике потребления (2,7% в 2025 г. и 1,5% в 2026 г.). В результате инфляция замедлится до 7% и 4,8% на конец 2025 и 2026 гг., несмотря на повышение НДС и, как мы ожидаем, ослабление рубля. Это позволит Банку России, после вероятной паузы, возобновить цикл смягчения политики в марте-апреле 2026 г. и снизить ставку до 12% к 4К26, что будет близко к нашей оценке уровня нейтральной ставки (11,0-11,5%). Снижение ставки и сокращение продаж валюты Банком России на рынке приведут к ослаблению рубля ближе к уровню, соответствующему нефтяным ценам (94,3 руб./долл. в среднем в 2026 г.).

Мы ожидаем сохранения неопределенности на рынке облигаций как минимум в 1П26 г. Длинные ОФЗ в 2026г. рискуют, как и в 2025 г., разочаровать инвесторов, ожидающих быстрого снижения их доходности. Фактором поддержки долгового рынка может стать существенное улучшение геополитического контекста (если оно произойдет). Однако, учитывая пример 2025 г., мы не рассматриваем это в виде базового сценария. В то же время мы принимаем во внимание риск эскалации конфликта. Данный риск окажет более значительное негативное влияние на длинные ОФЗ, в то время как корпоративные облигации выглядят более устойчиво к данному риску.

В 2026 г. российскому долговому рынку предстоит тест на масштабное рефинансирование корпоративных облигаций. Плановый объем к погашению/оферте

в 2026 г. составляет, по нашим расчетам, 4,9 трлн руб. Высокая концентрация заявок на рефинансирование в моменте может потребовать от эмитентов дополнительной премии на фоне роста конкуренции за средства инвесторов. В условиях сохраняющейся неопределенности в области геополитики флоутеры будут оставаться актуальным защитным инструментом и в 2026 г.

2025 г. выдался непростым для российского рынка акций, что обусловлено сочетанием таких факторов как высокая ставка ЦБ, укрепление рубля, санкции и геополитическая неопределенность. Все сектора показывают негативную динамику как с начала года, так и по итогам 12 месяцев.

Мы полагаем, что 1П26 также будет непростым для российского рынка акций – на него продолжат давить геополитическая неопределенность и санкционные риски (особенно вторичные), а также высокая стоимость заимствований. Исходим из того, что ставка ЦБ по меньшей мере до июня продержится на уровне 15%, негативно влияя на привлекательность рынка акций.

На наш взгляд, низкий уровень котировок и перепроданность рынка обеспечивают ему фундаментальный потенциал роста на 40-48% в 2026 г.; целевой диапазон для IMOEX – 3 550-3 750 пунктов. В основном этот потенциал должен реализоваться во 2П26, с учетом ожидаемого снижения ставки ЦБ до 12% к концу года.

Ослабление рубля, на наш взгляд, также должно оказать поддержку рынку акций, особенно экспортерам. Цены на нефть, по нашим оценкам, должны удержаться вблизи текущих уровней: по нашим оценкам, Brent в среднем составит \$62,25 за баррель по итогам 2026 г., а Urals – \$50,45 за баррель.



Ключевые прогнозы на 1П26

ВВП

+1,0%

Мы ожидаем, что рост будет оставаться достаточно низким в 2026 г.

Ключевая ставка

12%

Ждём ставку на таком уровне к 4К26.

USDRUB

94,3

Ожидаем такой средний курс USDRUB в 2026 г.

Ставка ФРС

3,25%

Ждём еще три снижения ставки до конца 2026 г.

Brent

\$62,25

За баррель в среднем за 2026 г.
Ждём умеренного снижения цен в 1П26.

IMOEX

40-48%*

В 2026 г. ждём роста индекса до 3 550-3 750 пунктов.
(*от уровня закрытия 13.11.2025 г.)



Раздел 02

Макроэкономика. Россия





Общая картина: жестковатая посадка...

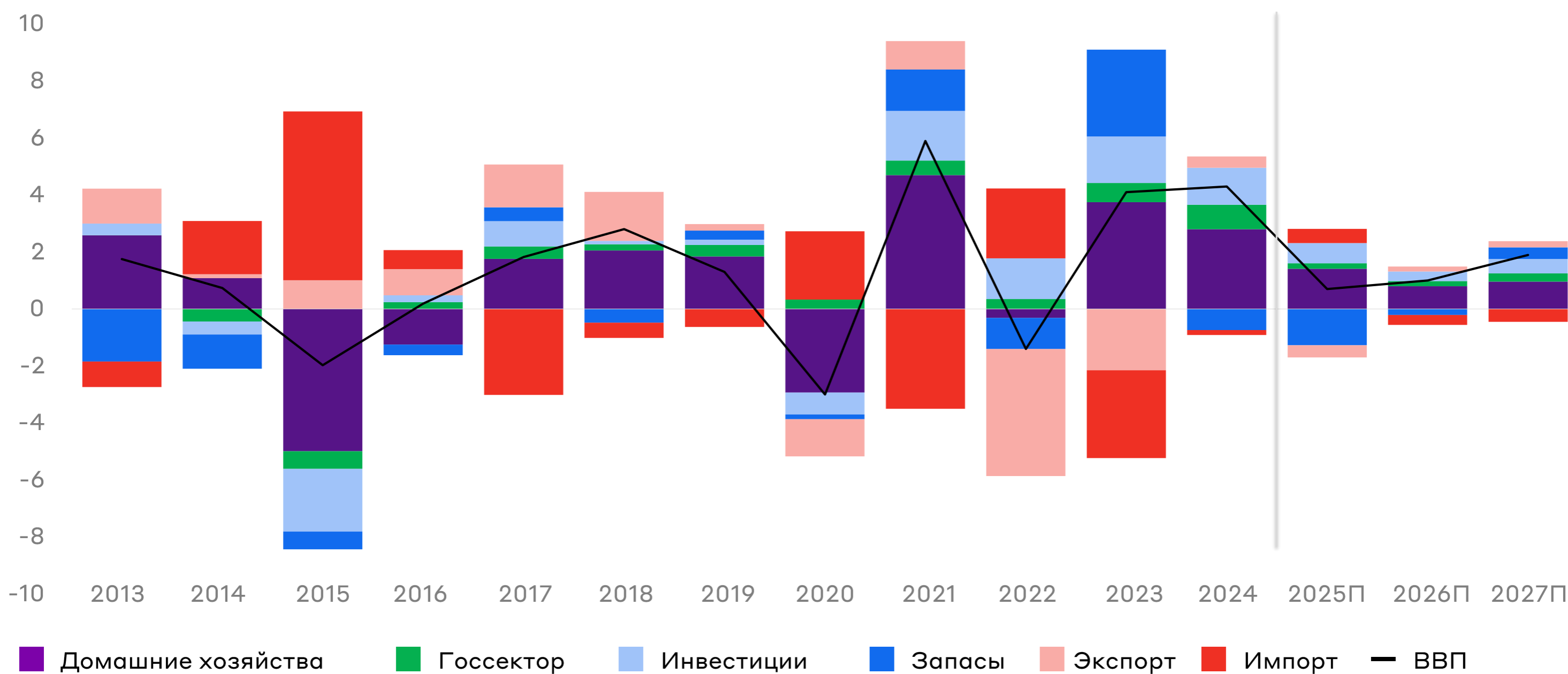
По итогам 9M25 рост ВВП замедлился до 1,0% г/г, с 4,1-4,3% в 2023-2024 гг. Охлаждение экономики, связанное с жесткой денежно-кредитной политикой и сокращением бюджетного стимула, продолжится.

По нашим оценкам, в 4K25 рост ВВП будет отрицательным (-0,4% г/г), несмотря на некоторую поддержку со стороны потребления, которое может немного ускориться перед повышением НДС с 1 января. По итогам 2025 г. рост ВВП, по нашим оценкам, составит 0,7%.

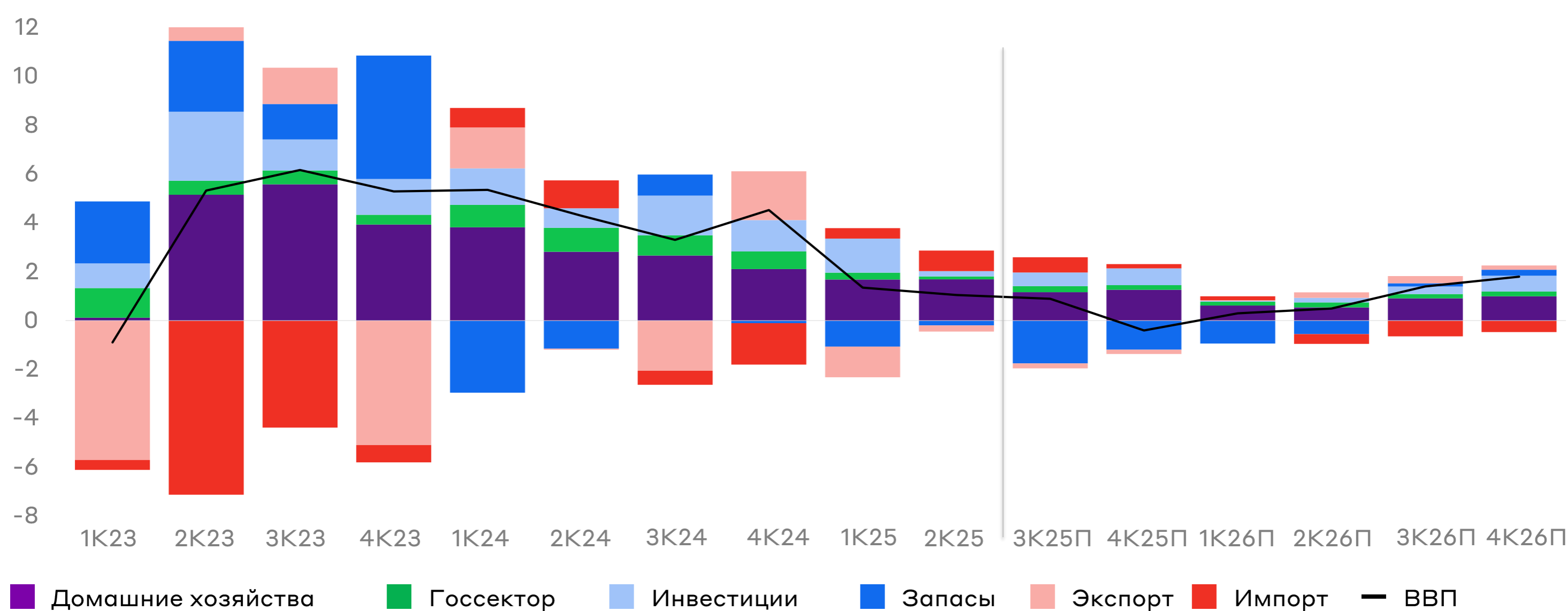
Восстановление деловой активности начнется со 2K26, однако будет плавным: рост ВВП в 2026 г., по нашим оценкам, составит 1,0%. Более уверенный рост (+1,9%) мы рассчитываем увидеть только в 2027 г.

Основной положительный вклад в рост ВВП в текущем и следующем годах продолжат вносить финансовый сектор, платные услуги населению и ряд отраслей обрабатывающей промышленности. Вклад экспортирующих секторов и ряда отраслей, ориентированных на внутренний спрос, будет отрицательным.

Вклад в рост ВВП по компонентам спроса по годам, %



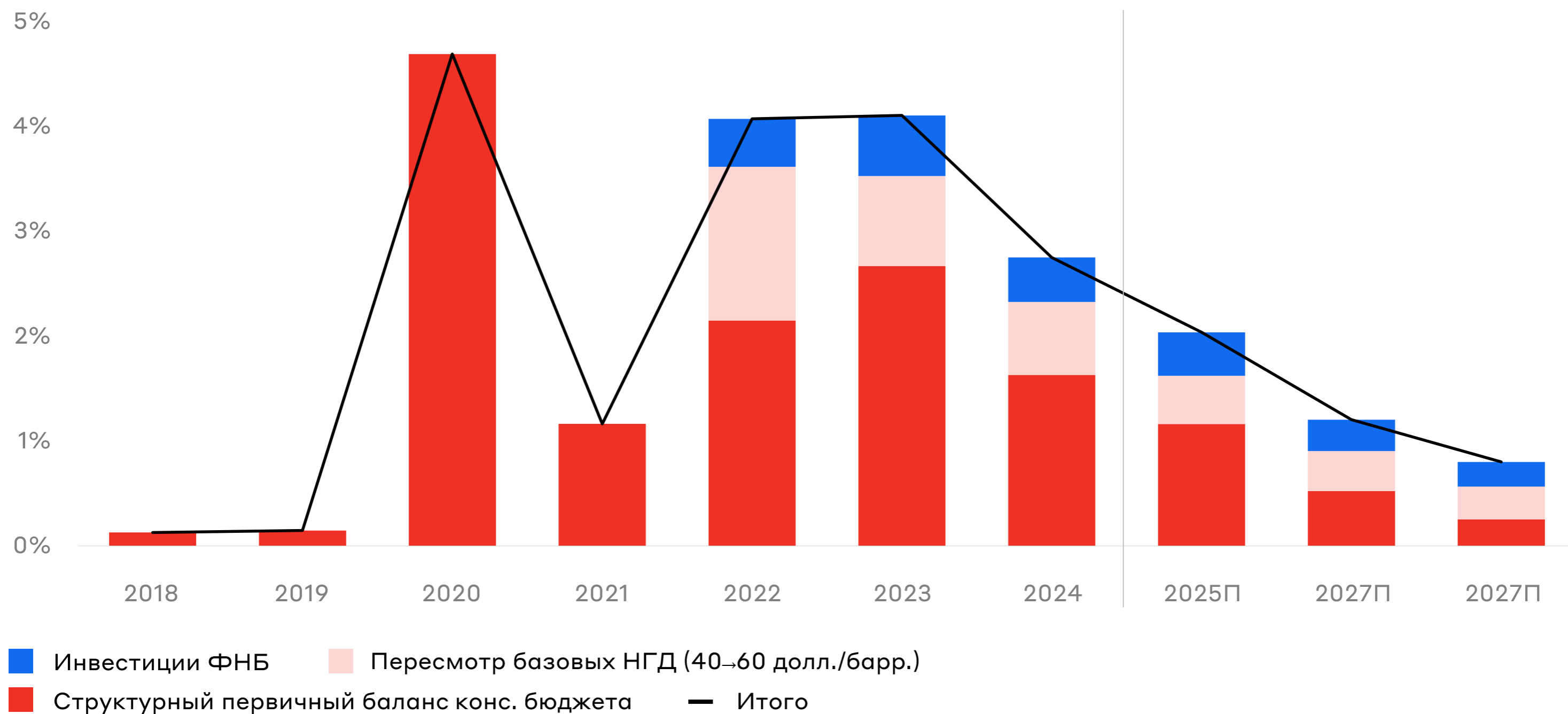
Вклад в рост ВВП по компонентам спроса по кварталам, % г/г



Источник: Росстат, Аналитика Альфа-КИБ

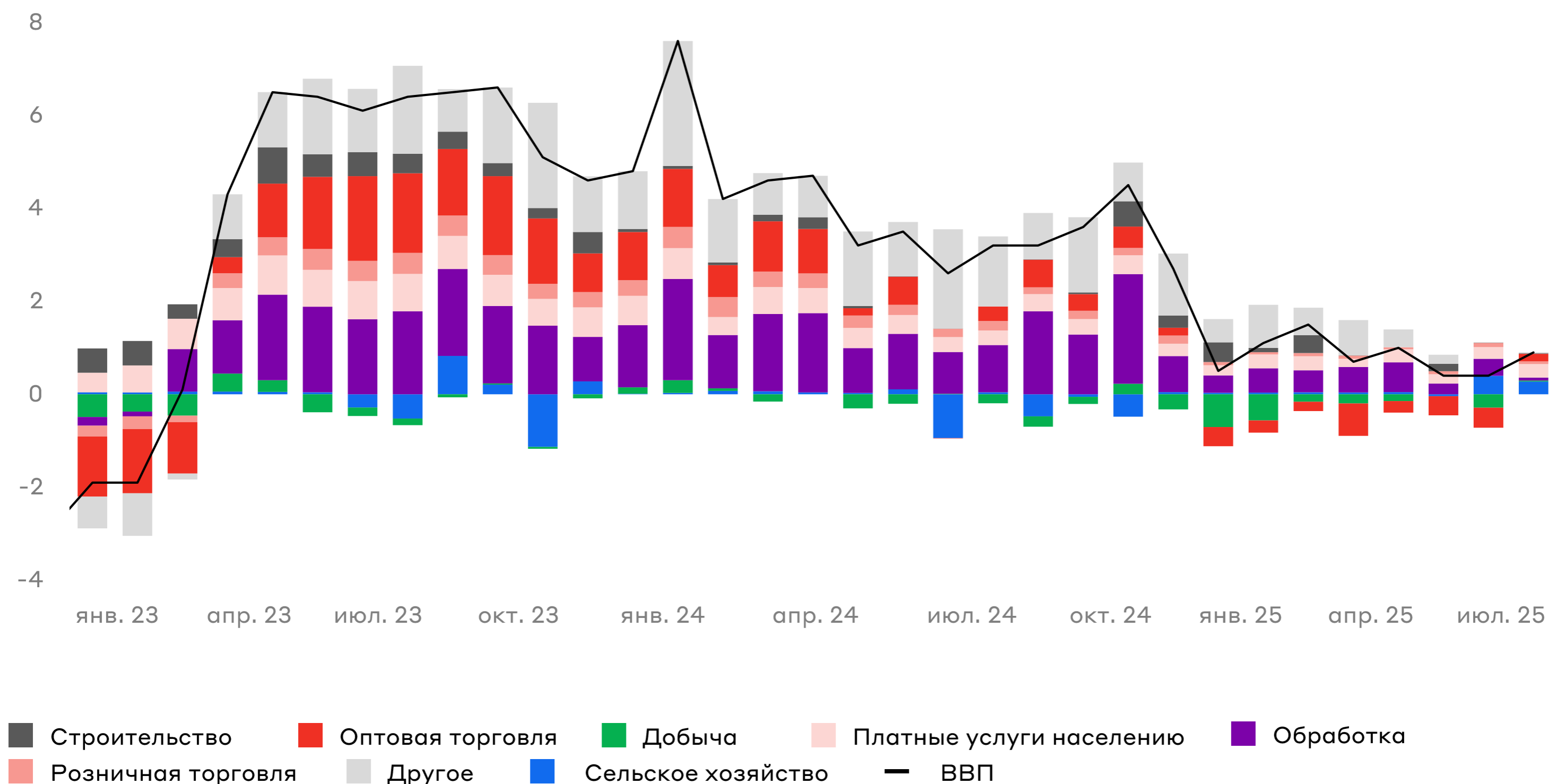


Бюджетный стимул, % ВВП



Примечание: «структурный первичный баланс конс. бюджета» — баланс консолидированного бюджета при базовых нефтегазовых доходах с ценой нефти более 40 \$ и без учёта расходов на обслуживание госдолга.

Вклад в рост ВВП по компонентам производства, п. п.



Источник: Росстат, Минфин России, Аналитика Альфа-КИБ

...на фоне охлаждения потребительского спроса

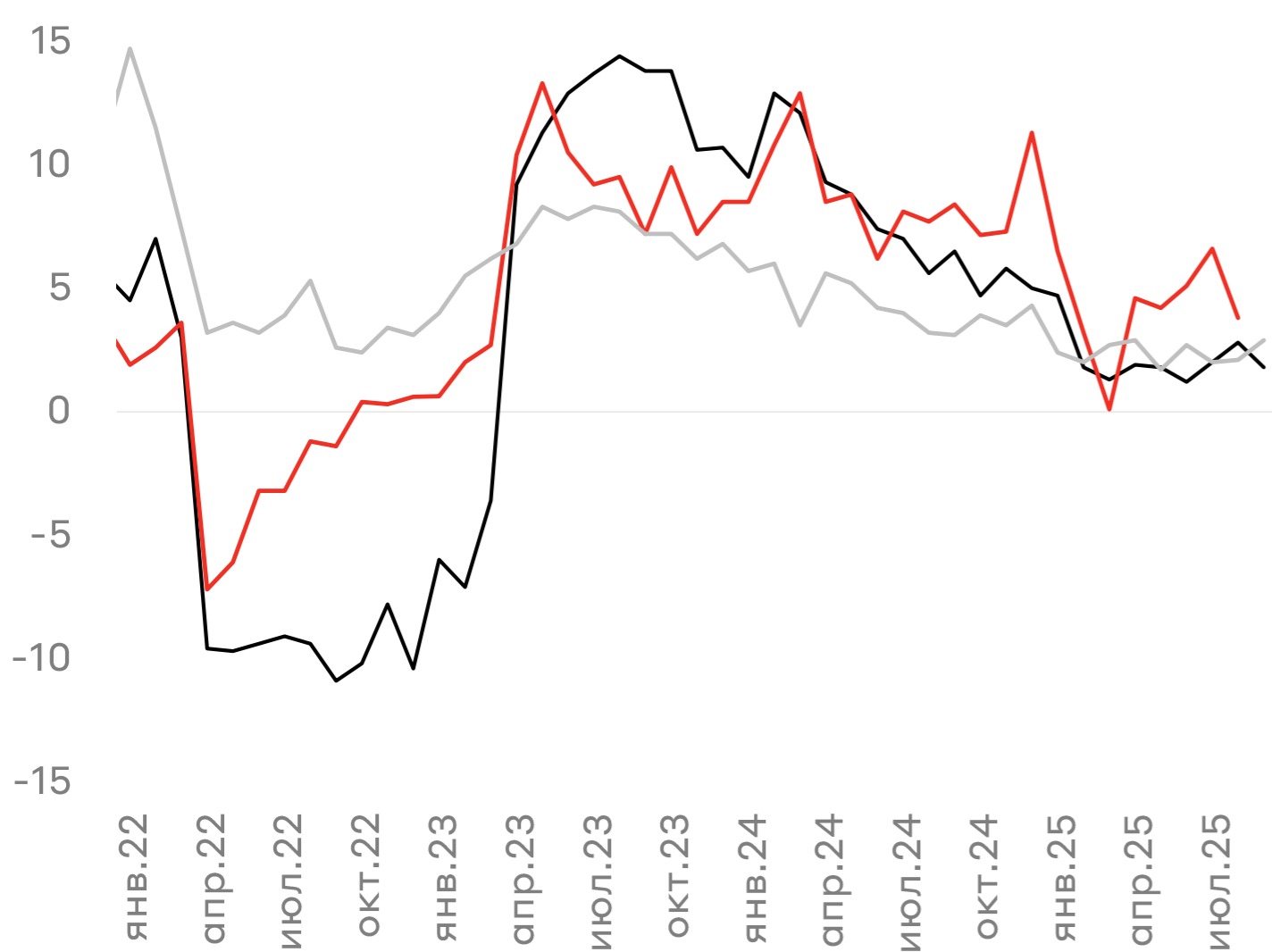
Темпы роста оборота розничной торговли и объёма платных услуг населению по итогам 9M25 снизились соответственно до 2,1 и 2,4% г/г по сравнению с 8,6 и 4,5% г/г за 9M24. Мы ожидаем, что потребительский спрос продолжит охлаждаться, несмотря на по-прежнему рекордно низкую безработицу (чуть более 2%).

Ужесточение ДКП влияет на потребление как напрямую, так и с более длинным лагом – через корпоративный сектор. Прямое влияние более характерно для стран, где размер финансовых активов

домохозяйств значительно превосходит их текущие доходы.

В странах со средним уровнем доходов, таких как Россия, замедление деловой активности приводит к снижению прибыли компаний (-8,3% г/г за 8M25). Это, в свою очередь, будет сдерживать расширение фондов оплаты труда и, в конечном итоге, рост потребления. По нашим оценкам, после роста на 5–7% в 2023–2024 гг., темп роста потребления домохозяйств снизится до 2,7 и 1,5% в 2025 и 2026 гг. соответственно.

Индикаторы потребления, % г/г



— Оборот розничной торговли — Платные услуги
— Реальные заработные платы

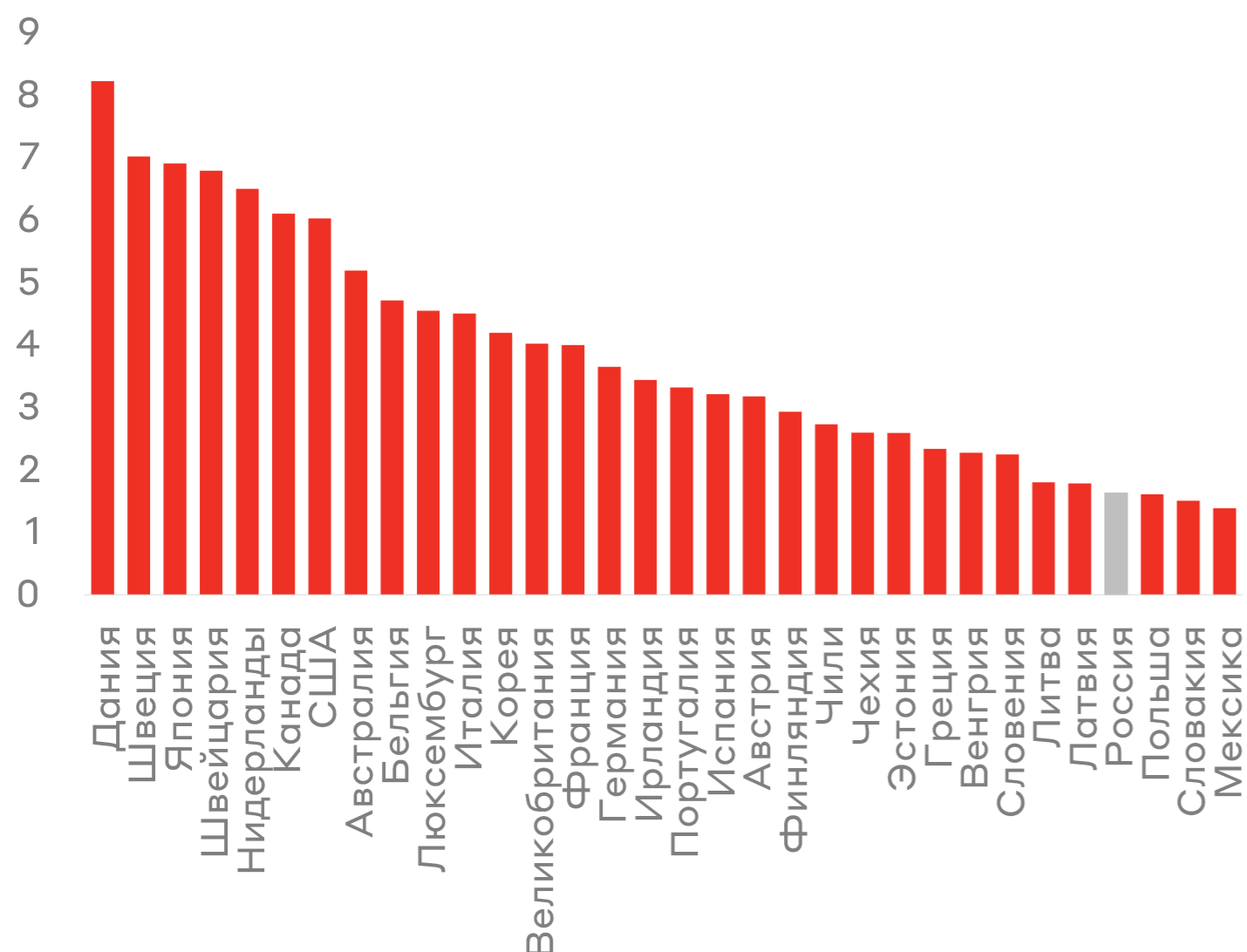
Мониторинг предприятий Банка России



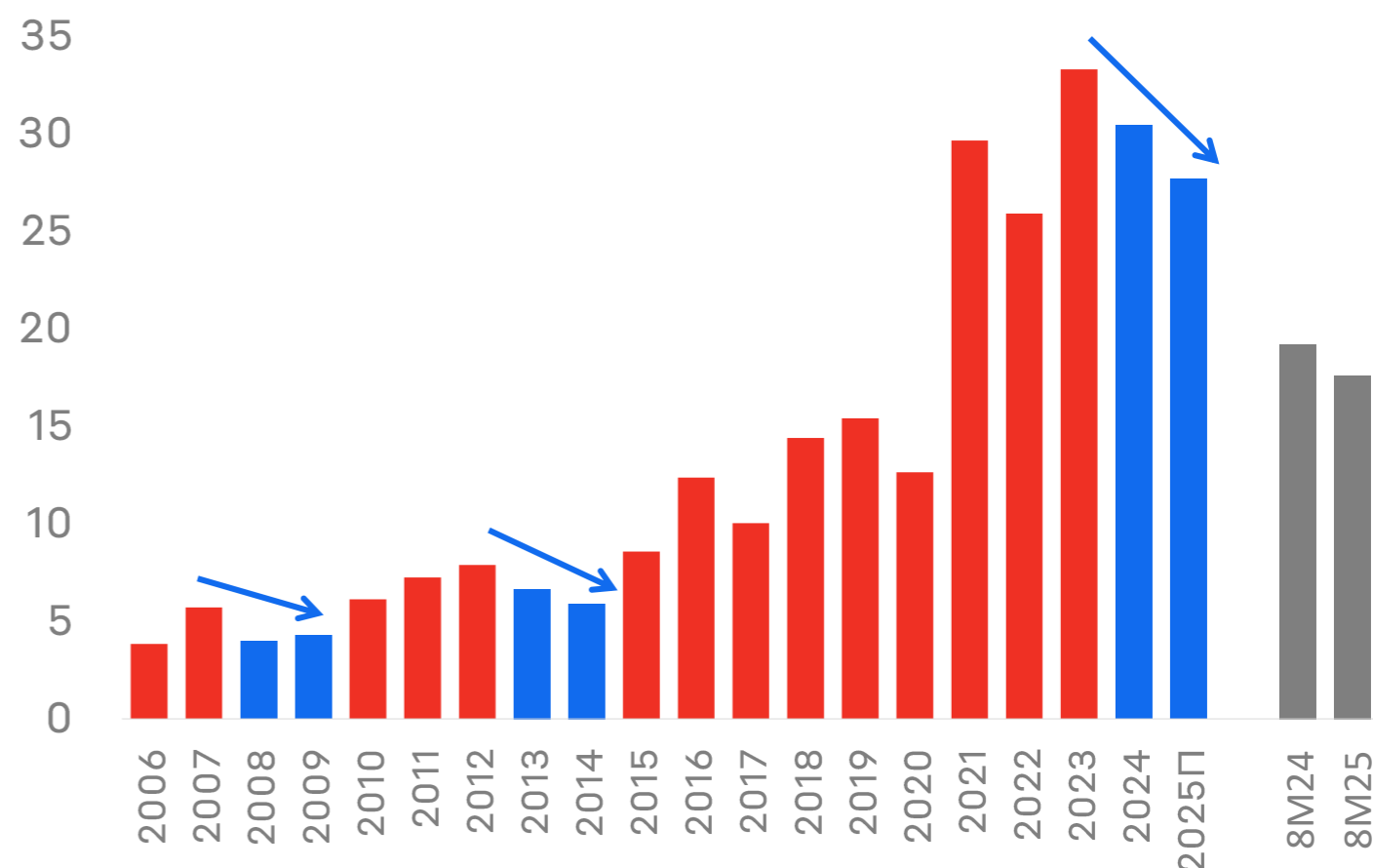
— Ожидания спроса — Текущий спрос
— Сводный индикатор

Примечание: баланс ответов, п. п., с сезонной корректировкой

Отношение финансовых активов к располагаемому доходу домохозяйств в 2023 г.



Динамика сальдированного финансового результата компаний, трлн руб.



Источник: Росстат, ОЭСР, МВФ, Банк России, Аналитика Альфа-КИБ

Банк России: пространство для снижения ставки

Банк России начал цикл смягчения денежно-кредитной политики в июне 2025 г., снизив ставку с 21% до 16,5% по состоянию на начало ноября. Инфляционный эффект от повышения НДС, по нашим оценкам, составит порядка 1,0-1,2 п.п., при этом часть этого эффекта реализуется в 4К25. В результате инфляция будет замедляться медленнее, чем предполагалось ранее, и составит 7% к концу 2025 г. и 4,8% по итогам 2026 г.

Временное ускорение роста цен на рубеже 2025–2026 гг., вероятнее всего, приведёт к паузе в цикле снижения ключевой ставки. Мы полагаем, что Банк России возобновит смягчение ДКП в марте-апреле 2026 г., прогнозируя возвращение инфляции к цели на фоне охлаждения спроса и сохранения умеренной динамики кредитования, и снизит ставку до 12% к 4К26. При этом значимая вероятность снижения ставки на 50 б.п. на заседании 19 декабря всё же

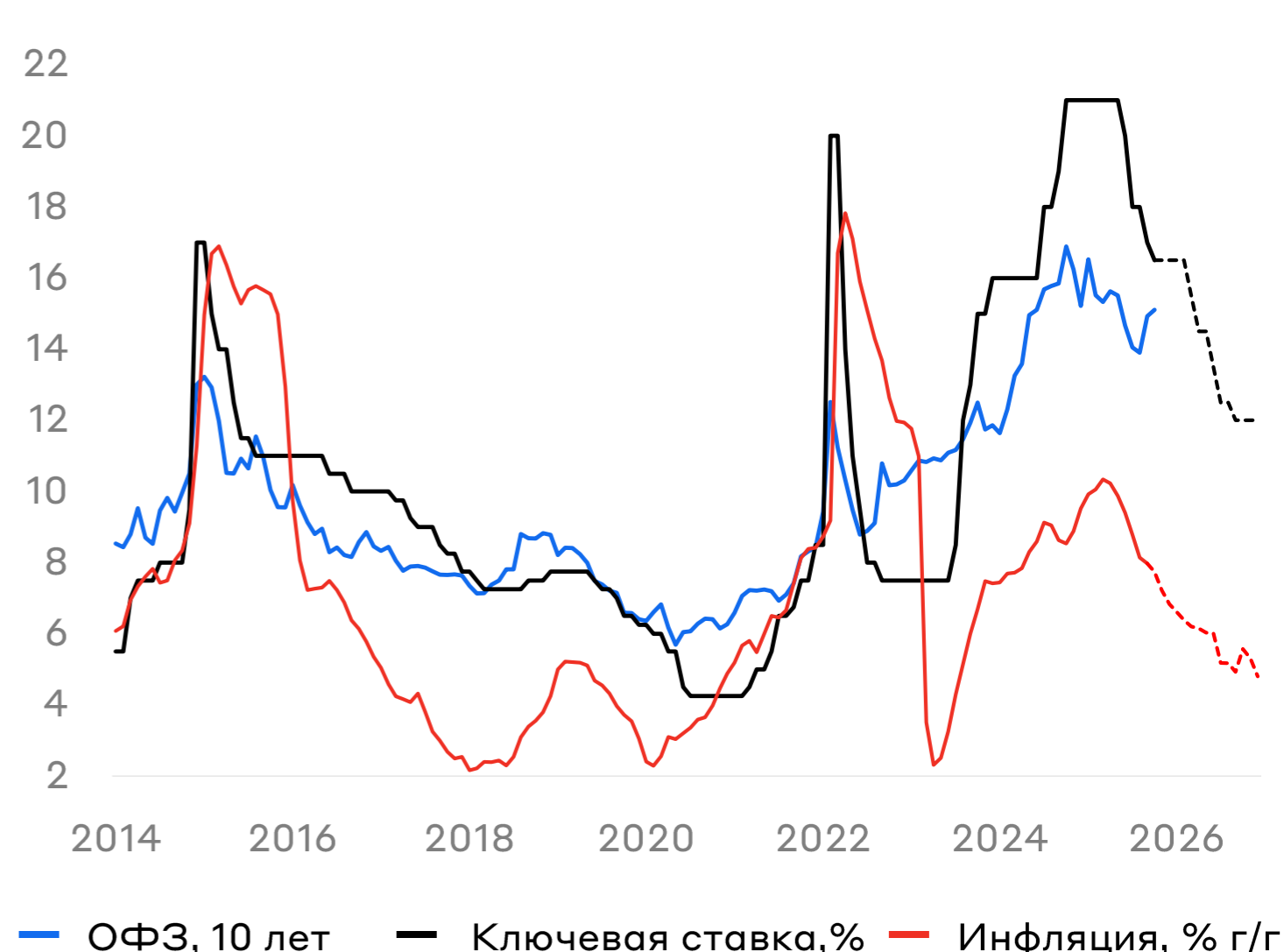
сохраняется. Основными вводными для решения по ставке станут: (1) динамика инфляции, (2) динамика корпоративного кредитования, после ускорения в октябре, (3) картина охлаждения экономики и (4) уверенность в достижимости параметров бюджета на 2025 г. (расходы федерального бюджета на уровне 42,8 трлн руб. и дефицит в 5,7 трлн руб.).

Уровень ключевой ставки в конце цикла смягчения политики в 12% близок к нашей оценке нейтральной процентной ставки (11,0-11,5%), который мы видим выше Банка России и консенсуса среди экономистов (8%). Мы полагаем, что нейтральная ставка в новой реальности значительно выросла из-за изменения структуры экономики и бюджета, масштабов льготного кредитования, превышающих темпы целевой инфляции темпов индексации тарифов, роста премии за риск и уровня внешней ставки.

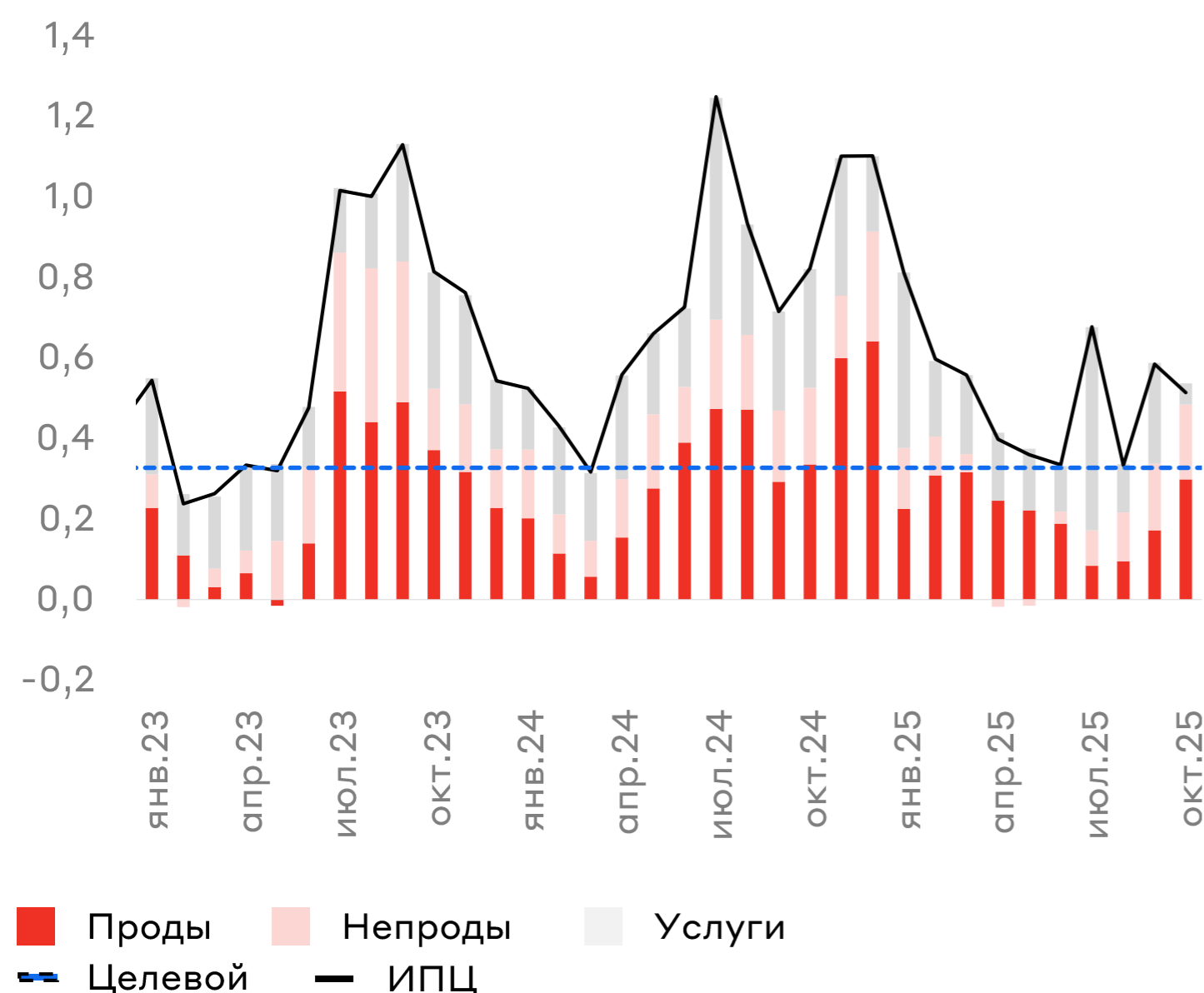
Уровень ключевой ставки Банка России, %



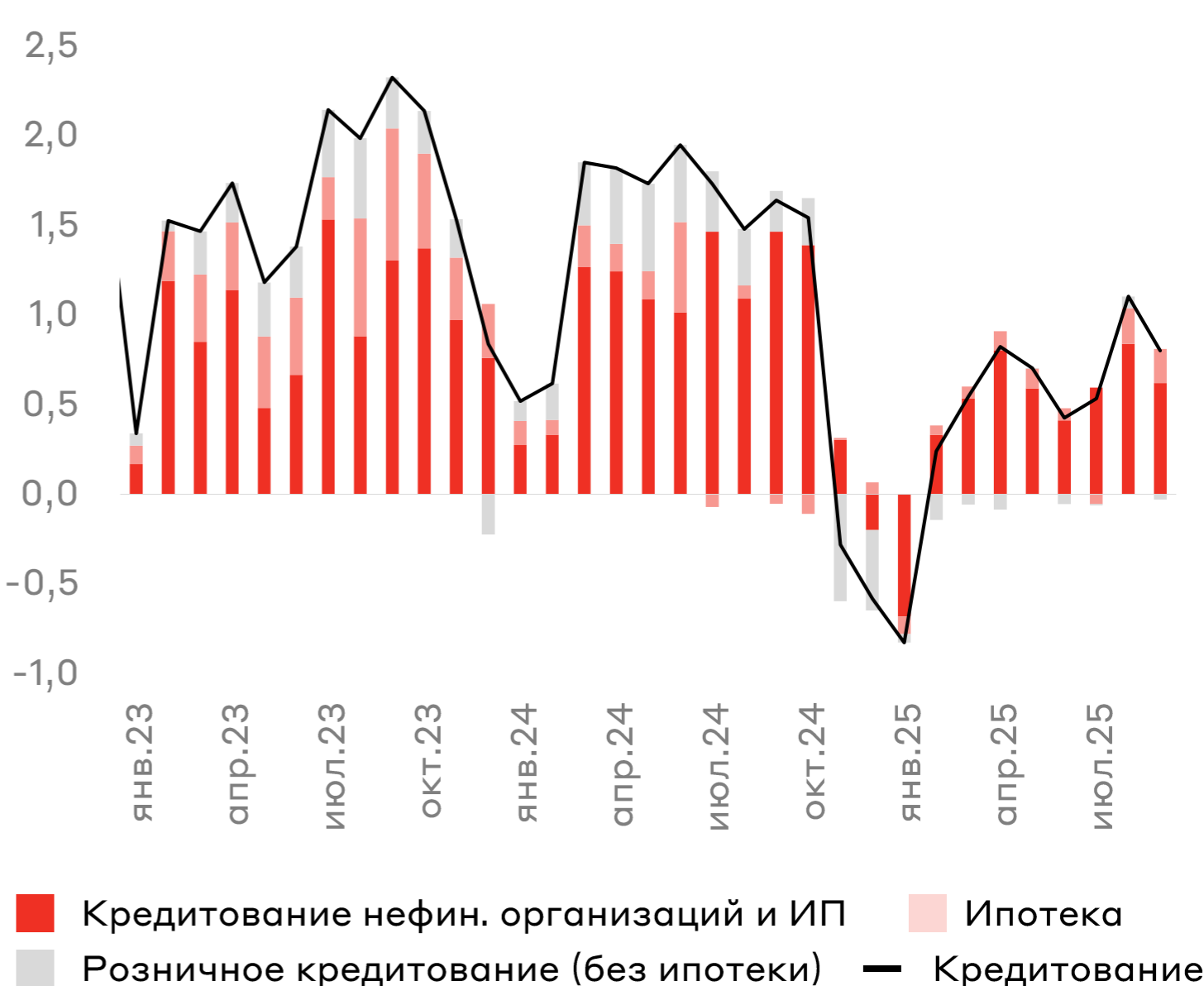
Процентные ставки и инфляция, %



Рост цен (с поправкой на сезонность), % м/м



Структура роста кредитного портфеля, % м/м



Источник: Росстат, Банк России, Sbonds, Аналитика Альфа-КИБ

Рубль: продолжатся ли сюрпризы?

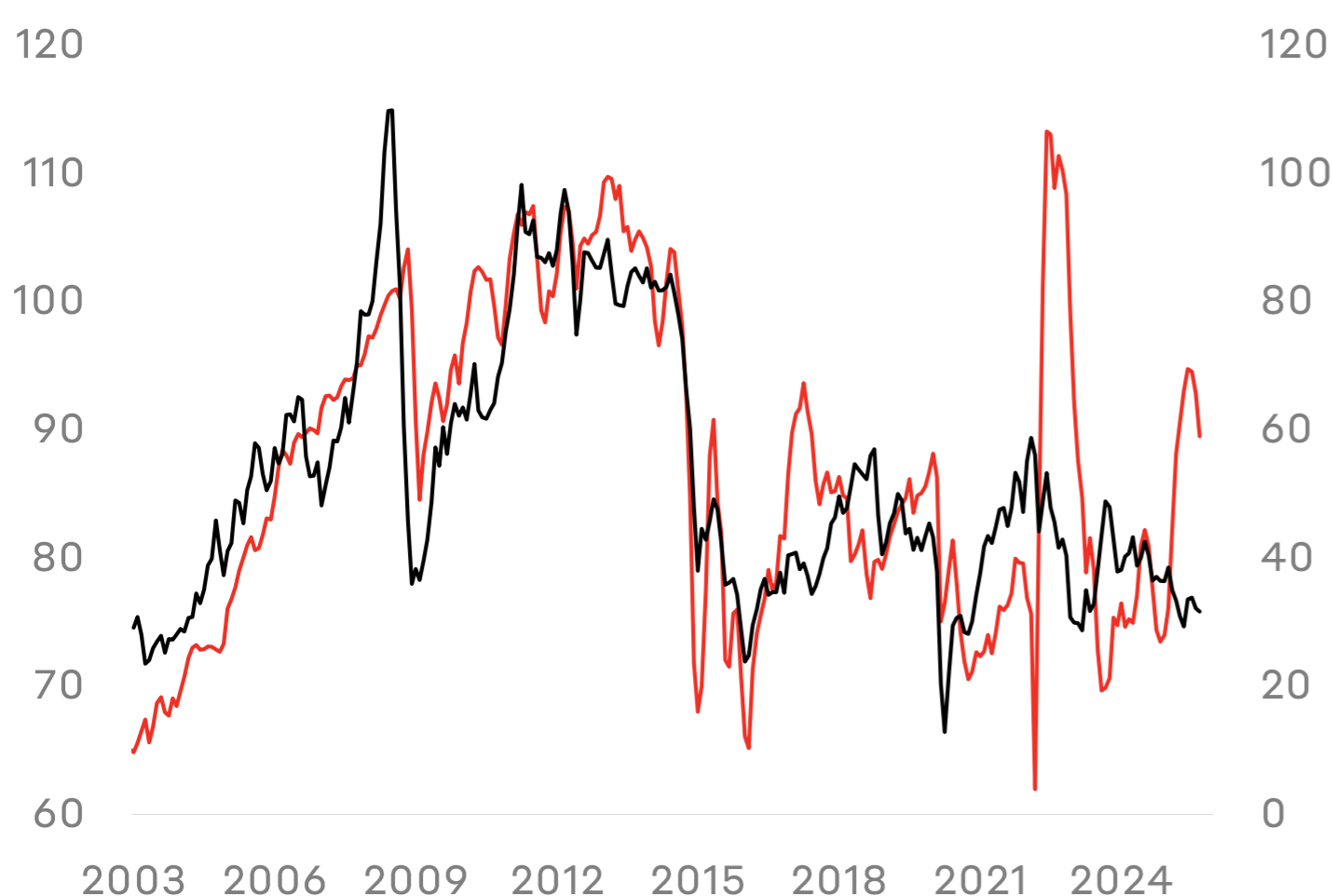
Сохранение крепкого курса рубля стало основным макроэкономическим сюрпризом 2025 г. По нашему мнению, две основные причины крепкого курса – эффекты высоких процентных ставок и значительные продажи валюты Банком России. В последние месяцы Банк России продаёт юани в эквиваленте более \$100 млн в день. Из этого объема лишь незначительная часть (операции в рамках бюджетного правила с учётом отклонения фактической цены на нефть от базовой) является нейтральной для конъюнктуры валютного рынка. Итоговая сумма продаж за год (\$26 млрд) будет сопоставима с профицитом текущего счёта платёжного баланса (\$36 млрд).

Мы полагаем, что на данный момент рубль по-прежнему «переоценён» относительно уровня нефтяных

цен приблизительно на 15-17%. Однако с января 2026 г. объём продаж валюты Банком России, при прочих равных условиях, сократится более чем вдвое за счёт прекращения продаж, связанных со сверхнормативным расходом средств ФНБ в 2024 г. – в текущем году такие операции уже не проводились. Также сократится поддержка курса со стороны уровня ставки – по мере смягчения денежно-кредитной политики.

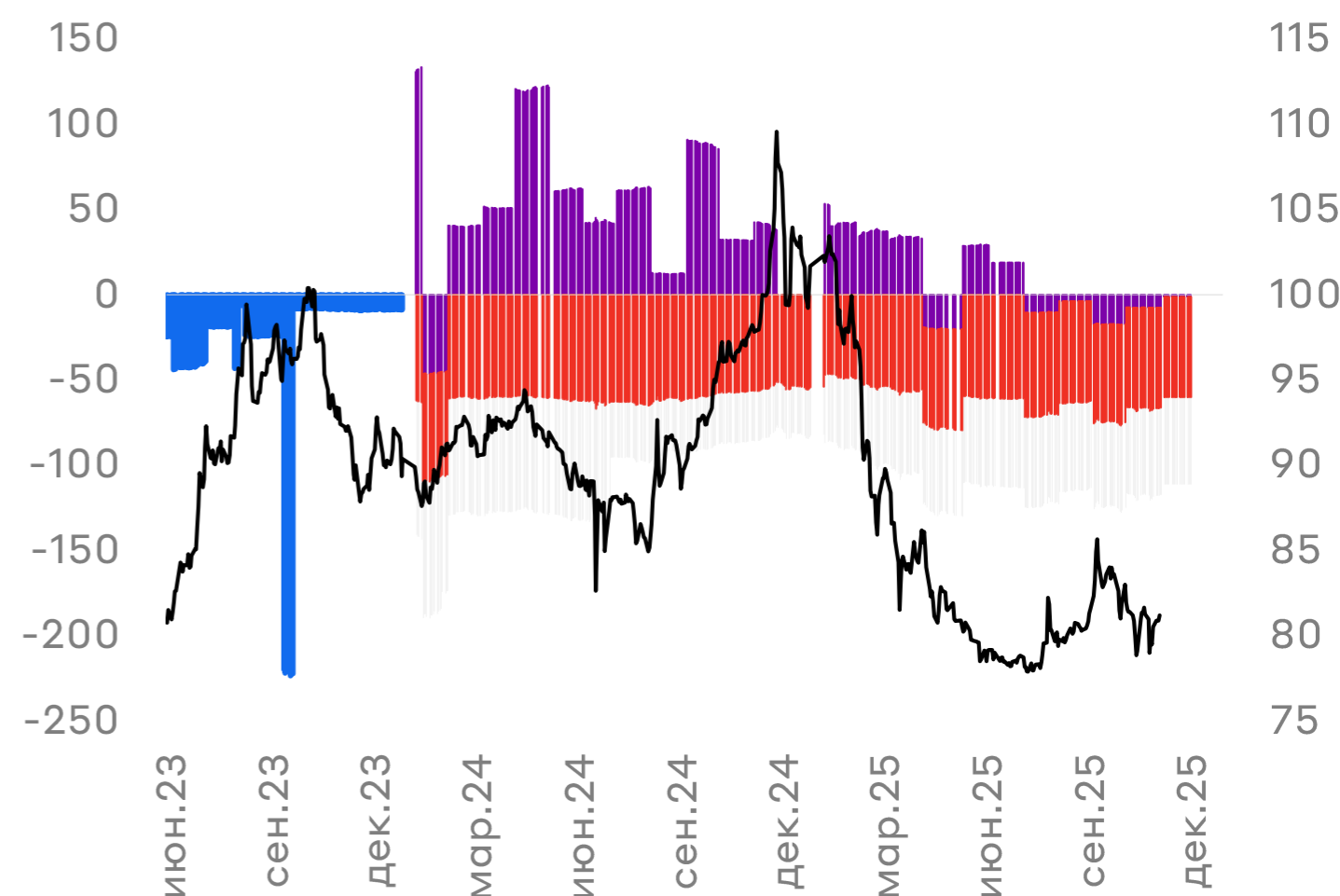
Мы ожидаем, что в этих условиях среднегодовой курс в 2026 г. составит 94,3 руб. за доллар и 13,4 руб. за юань (при среднегодовой цене российской нефти на уровне \$55/барр.). Для сравнения, мы ожидаем, что по итогам 2025 г. он составит 84,5 руб. за доллар и 11,7 руб. за юань.

Курс рубля и цены на нефть (с поправкой на инфляцию)



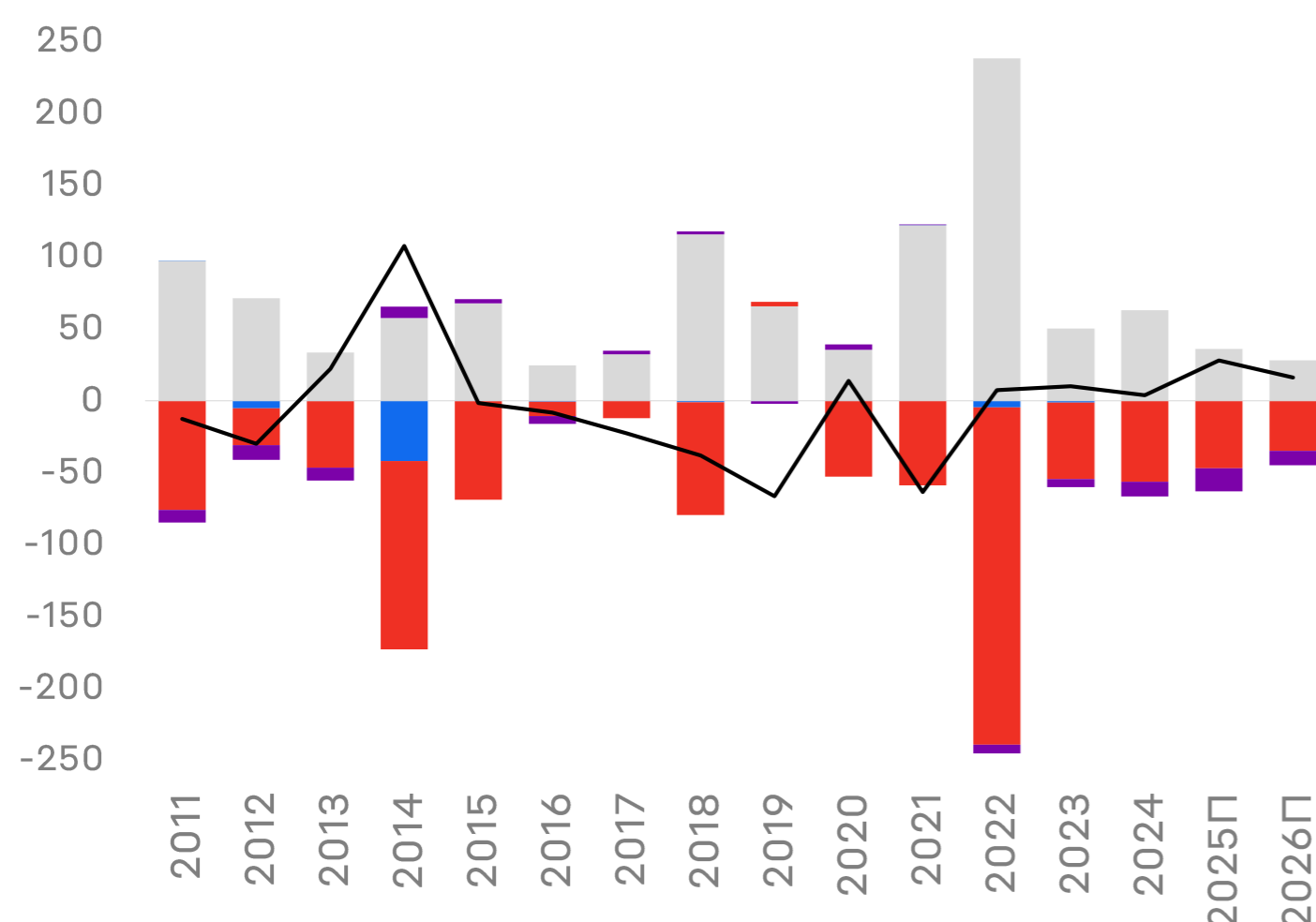
— Реальный эффективный обменный курс рубля, индекс
— Нефть с поправкой на инфляцию, долл./барр. (пр. шкала)

Операции ЦБ на валютном рынке, \$ млн/день («-» — продажа валюты)



■ Всего (до 2024 г.) ■ Бюджетное правило
■ Дефицит бюджета 23–24 ■ Инвестиции ФНБ
— USDRUB (правая шкала)

Платёжный баланс, \$ млрд



■ Финансовый счёт ■ Текущий счёт
■ Счёт капитала ■ Чистые ошибки
— Изменение резервов (с обр. знаком)

Индексы внешней торговли, 3-мес. скользящее среднее, дек-19 = 100



— Экспорт — Импорт

Источник: Банк России, Cbonds, Аналитика Альфа-КИБ

Раздел 03

Процентная ставка и валютный рынок



Глобальный валютный рынок

Текущую ситуацию на глобальном валютном рынке определяет то, что основные мировые экономики находятся на разных стадиях бизнес-цикла.

Для ФРС США основной задачей в настоящее время является борьба с проинфляционными шоками на стороне предложения (включая инфляционные последствия тарифных войн) и сохраняющимся перегревом экономики. При этом ключевая ставка Федрезерва остается высокой, за что нынешнего председателя критикуют чиновники из администрации президента США. Текущие ожидания участников рынка предполагают, что к концу 2026 г. ставка постепенно снизится до 3,0-3,25%.

ЕЦБ, в отличие от США, проводит нейтральную ДКП – его процентная ставка находится на уровне 2%. Поскольку инфляция в еврозоне близка к 2%, рынок в основном исходит из того, что в дальнейшем ставка ЕЦБ будет держаться на текущем уровне, но с учетом ожидаемого смягчения бюджетной политики в Германии риски смещаются в сторону её повышения.

В базовом сценарии постепенное снижение ставки ФРС приведет к снижению доходностей казначейских облигаций США (UST), что будет способствовать ослаблению доллара.

Основные риски с точки зрения глобального валютного рынка лежат в политической плоскости. Среди них мы выделяем следующие:

- Переход к ускоренному снижению процентной ставки в связи с политическим давлением
- Неожиданные решения в области тарифной политики, связанные с новыми тарифами или судебной отменой действующих мер
- Ускоренное охлаждение деловой активности в США

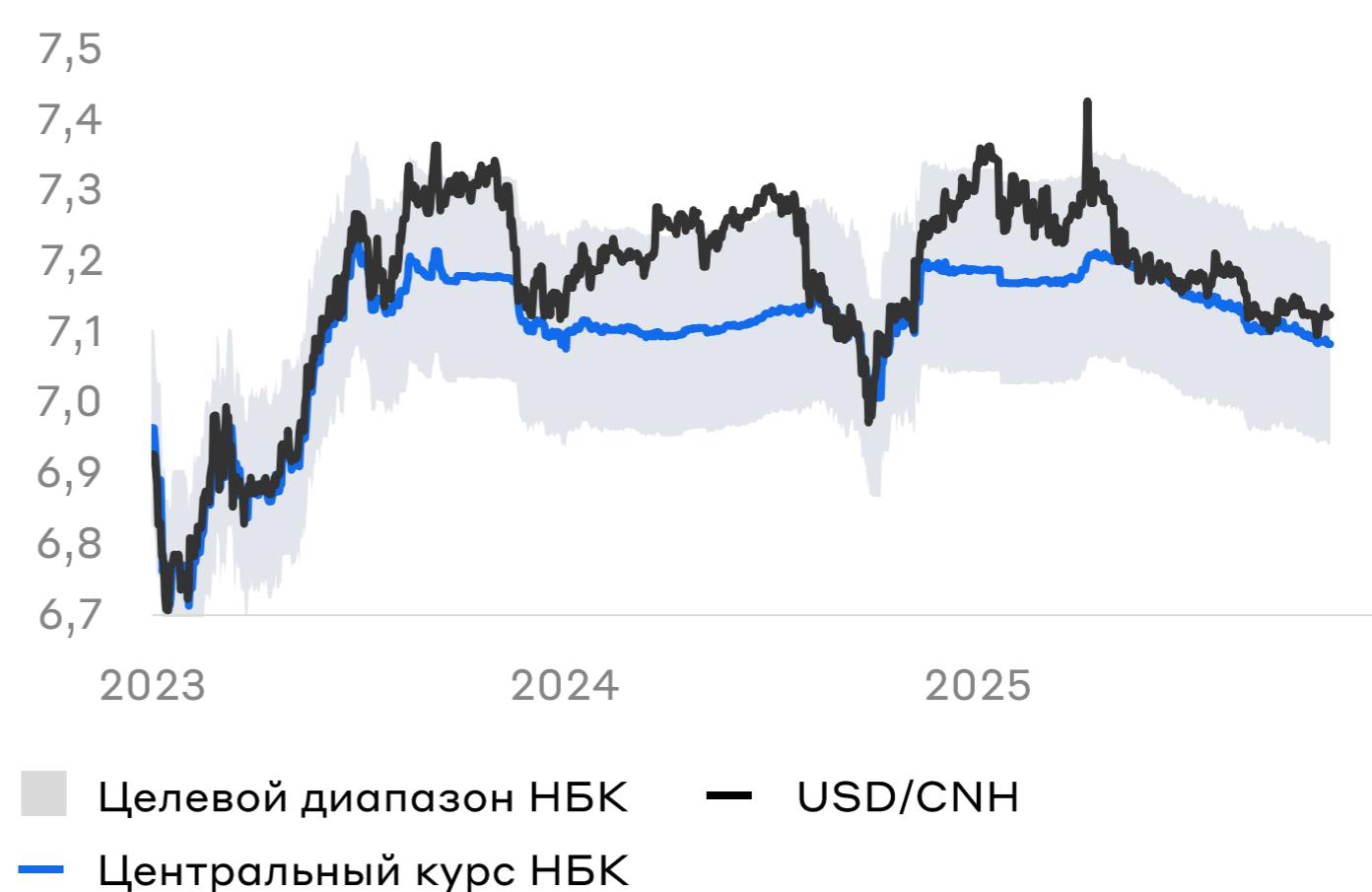
Любой из этих сценариев предполагает ослабление доллара – либо в силу быстрого снижения ставки, либо на фоне повышения премии за неопределенность. Перепроданность доллара под влиянием политических рисков может составить 5-10%, как это было во время весенней тарифной эскалации и активной критики Джерома Пауэлла со стороны Белого дома.

С учетом перспектив ставки ФРС США и по-прежнему низкой инфляции в Китае наш базовый сценарий предполагает умеренное укрепление юаня, причем риски его ослабления связаны только с эскалацией торговых войн, которая представляется нам маловероятной.

EUR/USD и процентный дифференциал



USD/CNY и валютная политика Китая



Ожидания рынка по ставке ФРС США (слева) и по ставке ЕЦБ (справа),%



Источник: CME, CBonds,, CFETS, Аналитика Альфа-КИБ



Российский денежный рынок – процентные свопы

Рынок процентных свопов сбалансирован. Ожидаемая траектория ключевой ставки, заложенная в свопы на ближайший год, примерно совпадает с интервалом Банка России из среднесрочного прогноза. Единого мнения по поводу решения в декабре у участников рынка нет – большинство считает, что ЦБ снизит ставку до 16%, но есть и те, кто допускает, что ставка останется на текущем уровне (наш базовый сценарий предполагает именно такой вариант). «Рыночный» сценарий предполагает, что к концу 2026 г. ставка будет близка к 13% (это не сильно отличается от наших ожиданий – с учетом того, что форвардная кривая несколько завышена на величину форвардной премии за риск, мы моделируем на конец 2026 г. 12%).

По сути, такое состояние рынка означает, что при развитии ситуации по сценарию, близкому к нашему (12% на конец 2026 г.), стоимость хеджирования процентного риска будет невысокой, так как примерно этот сценарий и заложен в кривую процентных свопов.

Баланс рисков с точки зрения альтернативных сценариев также несколько смещен в сторону проинфляционных, поскольку основными препятствиями для снижения ставки являются перегретый рынок труда, бюджетные риски и внешние риски. Такой набор обуславливает долгий период

умеренно-жесткой ДКП на прогнозном горизонте. К тому же появляются признаки того, что текущий уровень доходностей больше не приводит к снижению деловой активности.

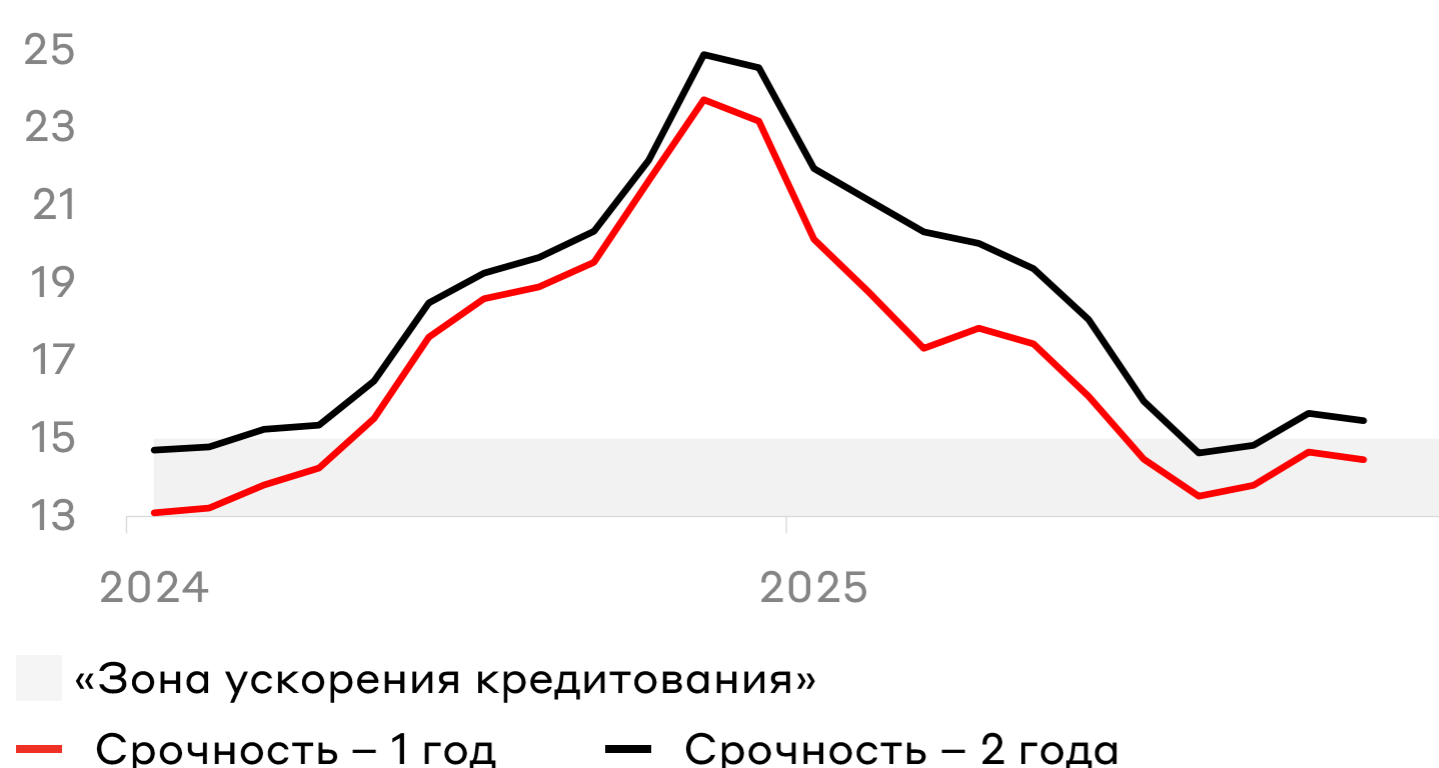
В моменте динамика кредитования в октябре – важный фактор риска. Если в сентябре динамика кредитования несколько охладилась (в том числе благодаря разовым факторам, см. раздел про валютный рынок), то в октябре намечилось довольно сильное ускорение – был зафиксирован рекордный с начала прошлого года прирост корпоративных кредитов (см. график).

Такое ускорение кредитования может быть обусловлено снижением рублевых ставок после пересмотра вниз ожиданий по ключевой ставке. Доходности процентных свопов сроками на 1–2 года значительно снизились минувшим летом (до 13–15%).

Напомним, что при таком уровне доходностей в начале прошлого года кредитование также ускорилось, а перегрев экономики усилился, что вынудило Банк России возобновить ужесточение ДКП.

Если Банк России придет к выводу, что ускорение кредитования последние месяцы вызвано уровнем ставок, это может оказаться одним из поводов скорректировать рыночные ожидания вверх.

Динамика процентных свопов (fix и ключевая ставка), %



Изменение объема кредитов нефинансовым компаниям, млрд руб.



Динамика ключевой ставки и рынок свопов, %



Источник: Банк России, CBonds, Аналитика Альфа-КИБ

Валютный рынок в России

Баланс рисков для рубля на перспективу ближайших нескольких месяцев, с нашей точки зрения, явно смещен в сторону его дальнейшего ослабления.

В сентябре—октябре курс рубля сложился крепче ожиданий, во многом благодаря разовому навесу экспортных поступлений и последующей продажи этих поступлений в рынок с целью погашения рублевых кредитов. На это указывал целый ряд косвенных признаков, в том числе динамика широкой денежной массы, динамика курса, объем продаж валюты крупнейшими экспортерами (в сентябре было техническое занижение), низкая динамика кредитования в сентябре и отмена норматива обязательной продажи валютной выручки в августе.

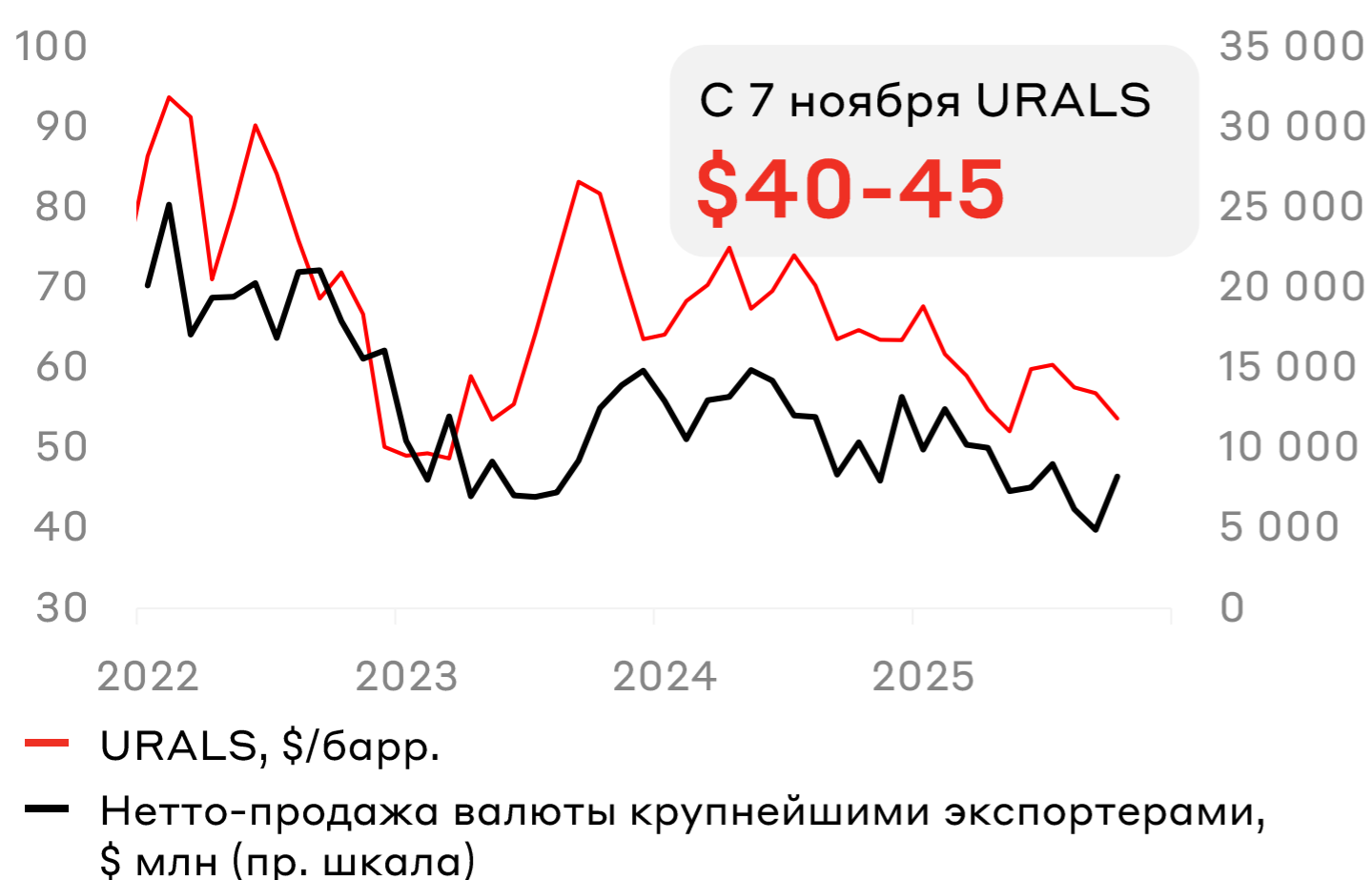
Несмотря на то, что навес экспортных доходов носил разовый характер, он повлиял как на курсовые ожидания, так и на дальнейшую динамику курса. С учетом этого в базовом сценарии мы ожидаем ослабления рубля – к концу года курс должен уйти в диапазон 85-90, это более высокие значения, чем предполагает котировка декабрьского фьючерса (т.е. хеджирование валютного риска оправдано).

При этом среди альтернативных сценариев более вероятными можно считать те, которые предполагают более слабый рубль.

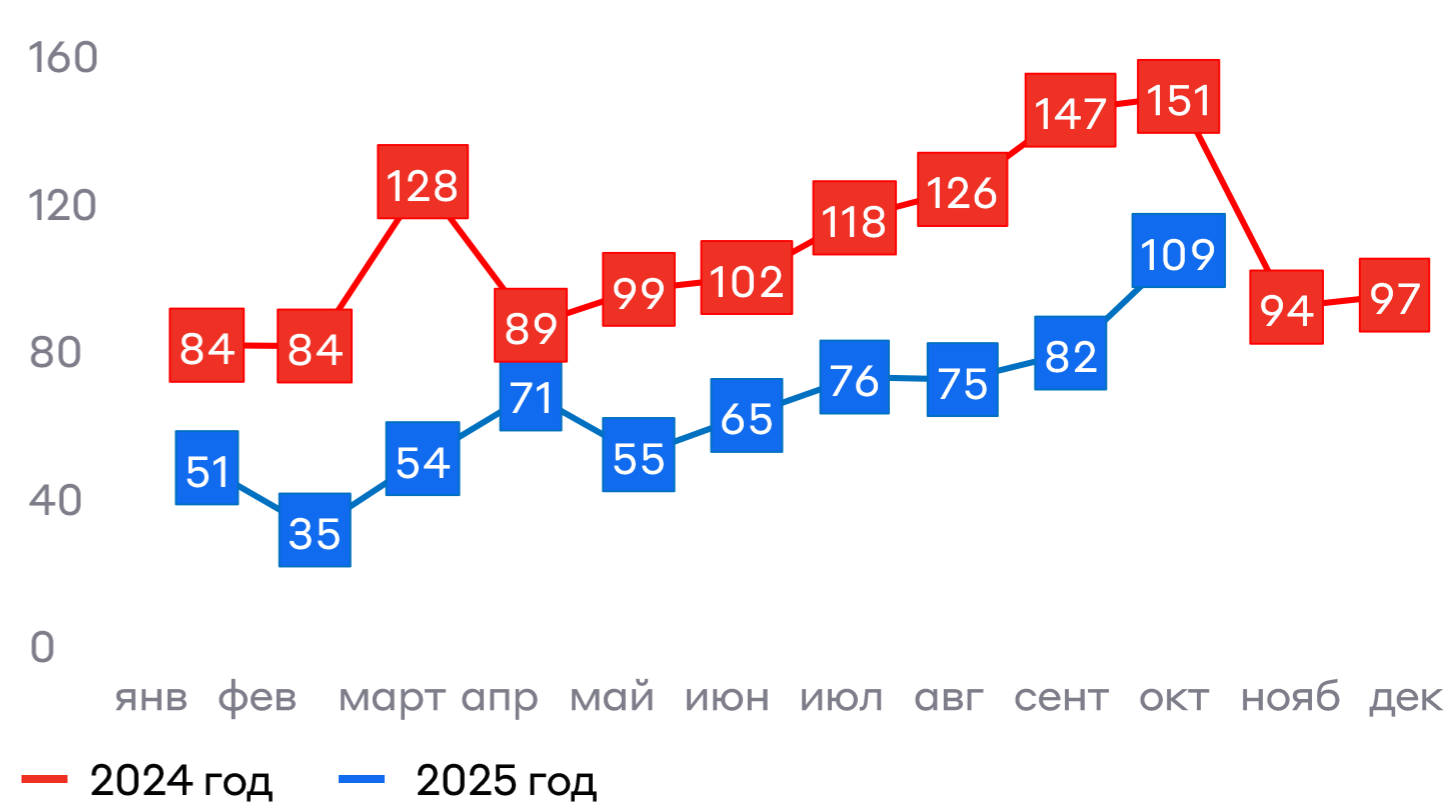
Среди факторов, смещающих баланс рисков в сторону более слабого рубля, следует выделить следующие:

- Риски для экспортных доходов. URALS в октябре оставался в диапазоне \$50–55, что окажет негативное влияние на валютный оффер уже в конце года. При этом 7 ноября URALS опустился ниже \$45 из-за новых санкций. Если это снижение окажется устойчивым — давление на рубль усилится;
- Рост импорта. Среди факторов роста импорта — сезонность (в конце года спрос на импорт растёт), а также восстановление доли импорта в общих потребительских расходах (сейчас она ниже средних значений);
- Уменьшение объёма продаж иностранной валюты Банком России с января. Это связано с прекращением использования Минфином ФНБ в 2025 г.;
- В декабре спрос на валюту может вырасти в преддверии погашения валютных корпоративных облигаций;
- Сдерживать ослабление рубля будет закрытие спекулятивных позиций по мере движения курса вверх.

URALS и продажа валюты крупнейшими экспортерами



Импорт автомобилей в Россию, тыс. шт.



Курс рубля к юаню и фьючерсная кривая



Источник: Банк России, ММВБ, CBonds, Автостат, Аналитика Альфа-КИБ

Раздел 04

Долговой рынок



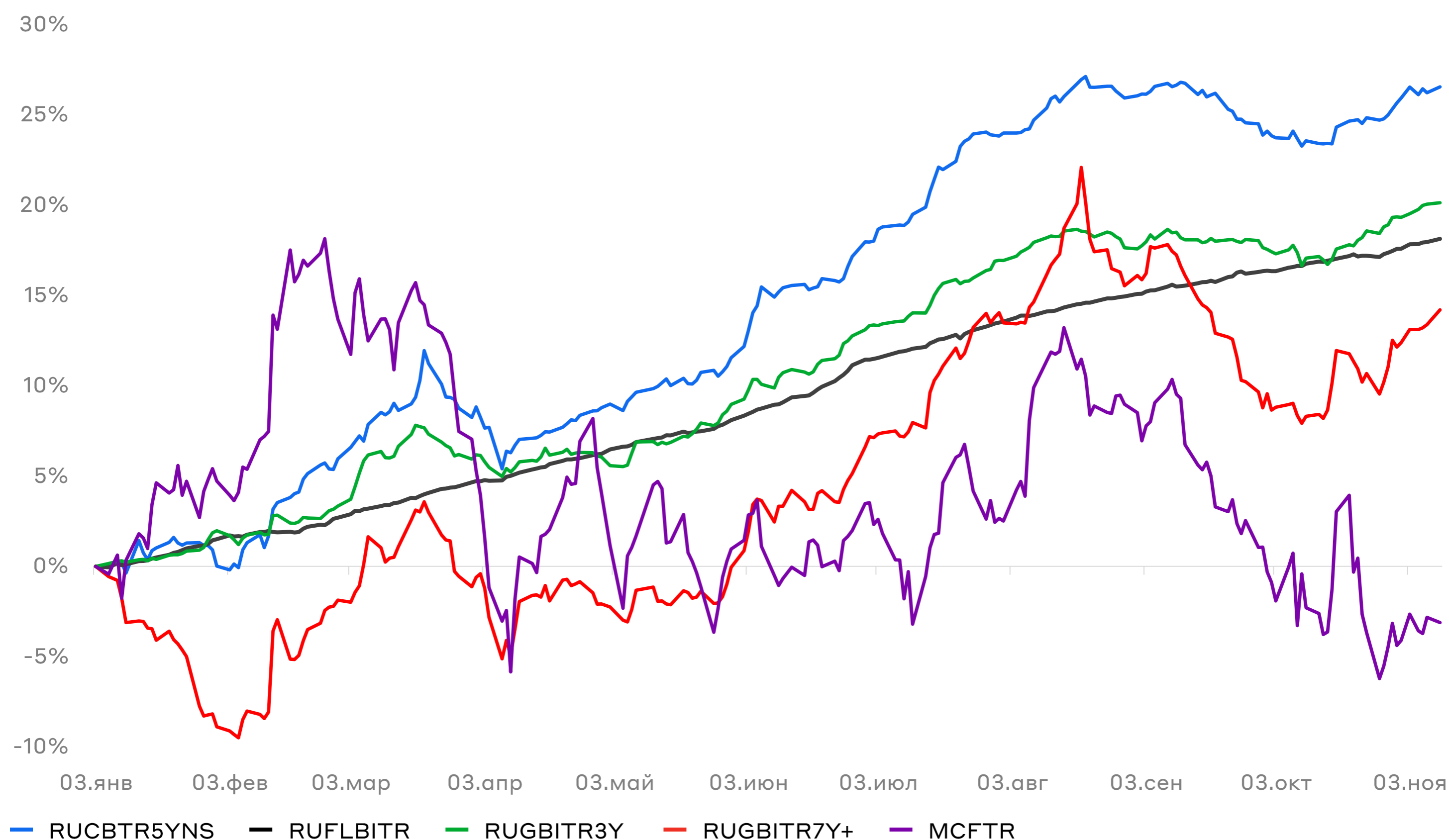
2026 – год корпоративных облигаций

Длинные корпоративные облигации – наиболее доходный актив в 2025 г. Текущий 2025 г. стал непросто для финансовых рынков. Тем не менее, облигации показали положительную доходность за 10 месяцев 2025 г. Самую высокую доходность принесли вложения в корпоративные облигации с фиксированным купоном со сроком погашения 3-5 лет (Индекс RUCBTR5YNS). За 10 месяцев 2025 г. доходность индекса составила 26%. В нашей предыдущей стратегии в мае мы называли среднесрочные облигации РЖД, Атомэнергопрома, Россетей наиболее привлекательными среди корпоративных облигаций с потенциалом доходности не ниже долгосрочных ОФЗ. В итоге среднесрочные корпоративные облигации оказались лидером по доходности. Мы сохраняем позитивный взгляд на среднесрочные корпоративные облигации и считаем, что в 2026 г. именно корпоративные облигации с фиксированным купоном и срочностью более 3-х лет вновь продемонстрируют самый высокий уровень доходности среди корпоративных облигаций. Длинные ОФЗ рискуют, как и в 2025 г., разочаровать инвесторов, ожидающих быстрого снижения их доходности. Фактором поддержки долгового рынка может стать существенное улучшение геополитического контекста (если оно произойдет).

Однако, учитывая пример 2025 г., мы не рассматриваем это в виде базового сценария. В то же время мы принимаем во внимание риск эскалации конфликта. Данный риск окажет более значительное негативное влияние на длинные ОФЗ, в то время как корпоративные облигации выглядят более устойчиво к данному риску.

Флоутеры не теряют актуальности. За 10 месяцев 2025 г. доходность индекса облигаций с плавающим купоном (RUFLBITR) составила 18%, что лишь немногим ниже доходности коротких ОФЗ срочностью 1-3 года (RUGBITR3Y). В условиях сохраняющейся неопределенности в области геополитики флоутеры будут оставаться актуальным защитным инструментом и в 2026 г. Доходность длинных ОФЗ (RUGBITR7Y+) составила 12%, что стало следствием медленного смягчения ДКП. Ключевая ставка в 2025 г. была снижена с 21% в январе до 16,5% в октябре. На данный момент мы считаем низкой вероятностью снижения ключевой ставки в декабре. Заметим, что разочарование в геополитическом прогрессе обусловило снижение индекса МосБиржи полной доходности акций (MCFTR) в зону отрицательных значений.

Динамика доходности активов в 2025 г. (индексы полной доходности)



Источник: Мосбиржа, Аналитика Альфа-КИБ



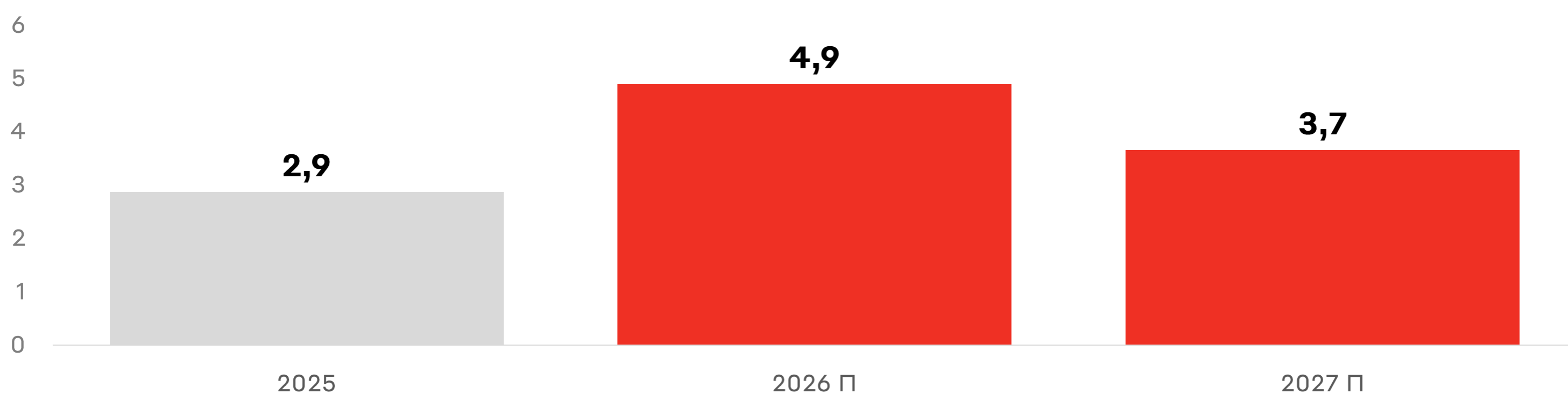
В 2026 году ожидаем всплеск рефинансирования корпоративных облигаций

Существенный навес рефинансирования. В 2026 г. российскому долговому рынку предстоит тест на масштабное рефинансирование корпоративных облигаций. Плановый объем к погашению/оферте в 2026 г. составляет, по нашим расчетам, 4,9 трлн руб. (рублевые и валютные облигации), что на 70% превышает значение 2025 г. (2,9 трлн руб.). При расчете мы не учитывали структурные облигации, секьюритизации, ипотечные облигации, а также нерыночные выпуски. Существенный «навес» рефинансирования, по нашему мнению, приведет к значительному росту спроса на ликвидность со стороны компаний, и соответственно, к росту конкуренции за средства инвесторов. Кроме того, инфраструктура долгового рынка должна будет продемонстрировать способность функционировать в условиях высокой активности эмитентов. Мы полагаем, что эмитентам важно учесть фактор существенного роста потребности в рефинансировании в 2026 г. при принятии решений о выходе на рынок облигаций. Высокая концентрация заявок на рефинансирование в моменте может потребовать от эмитентов дополнительной премии на фоне роста

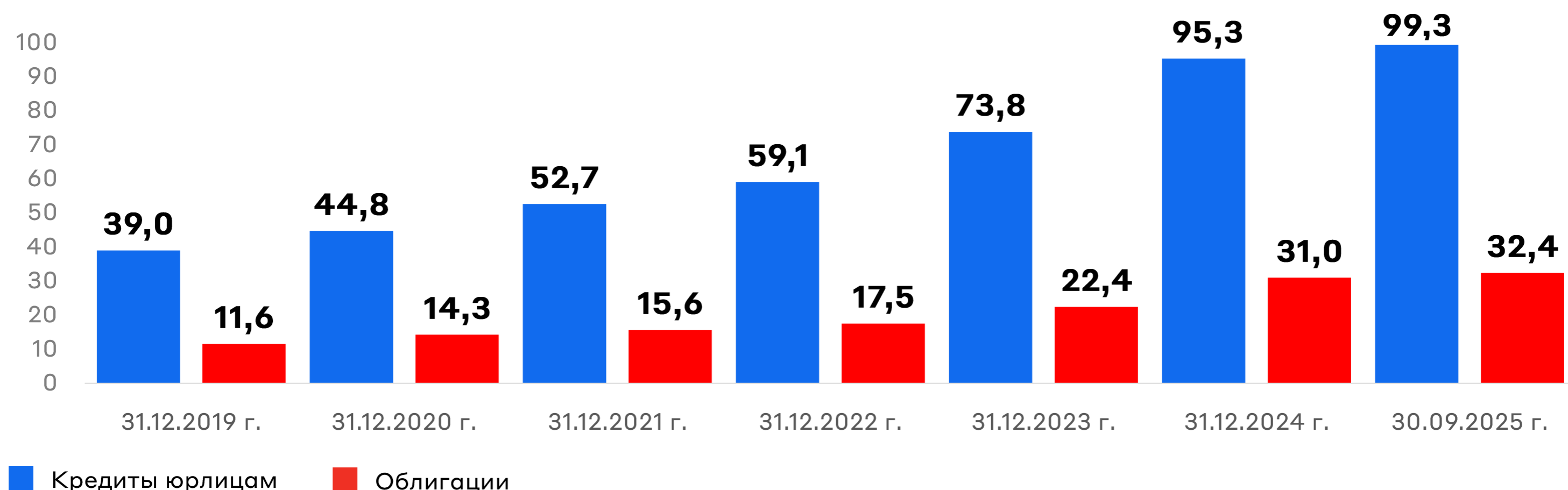
конкуренции за средства инвесторов.

Рынок облигаций растет вместе с рынком кредитования. Рынок облигаций с 2022 г. динамично растет. Так, за неполные 4 года объем рынка корпоративных облигаций увеличился вдвое и достиг уровня 32 трлн руб. к октябрю текущего года. Общий объем рынка облигаций (ОФЗ+ корпоративные облигации) превышает 65 трлн руб., и рынок продолжает расти. Это в значительной степени связано с тем, что с 2022 г. основным источником финансирования инвестиций стали внутренние ресурсы, соответственно, и корпорации, и государство увеличивает объем заимствований на рынке облигаций. В 2026 г. мы ожидаем, что рост объема рынка облигаций может продолжиться. Заметим однако, что рынок облигаций увеличивается пропорционально росту кредитного рынка в целом. Так, и объем корпоративных кредитов с 2022 г. увеличился в два раза. Доля корпоративных облигаций в общей структуре кредитного финансирования стабильно составляет порядка 23-25%.

График погашения корпоративных облигаций, трлн руб.



Объем корпоративных облигаций в обращении по номиналу и объем корпоративных кредитов, трлн руб.



Источник: ЦБ РФ, CBonds, Аналитика Альфа-КИБ



Первичный рынок – рост предложения облигаций и удлинение дюрации

Рублевые облигации

Увеличения дюрации облигаций. Объем погашений/оферт по рублевым корпоративным облигациям в 2026 г. составит, по нашим оценкам, 3,65 трлн руб., что на 26% превышает объем погашений 2025 г. по рублевым и валютным облигациям вместе. В 2027 г. компаниям предстоит погасить рублевые облигации на сумму 2,8 трлн руб. Рост объема погашений 2025г. связан в том числе с длительным периодом сохранения высоких ставок в экономике, что побуждает заемщиков сокращать сроки кредитования для экономии на процентных расходах. Обратной стороной экономии на процентах является увеличение рисков рефинансирования в связи с сокращением срочности кредитов. Всплеск рефинансирования в 2026 г. может стать для эмитентов поводом к осторожному удлинению сроков заимствований. Рынок корпоративных облигаций оперативно адаптируется к конъюнктуре, соответственно ответом на усиление конкуренции за средства инвесторов в 2026 г. может стать изменение структуры облигаций, в том числе удлинение дюрации.

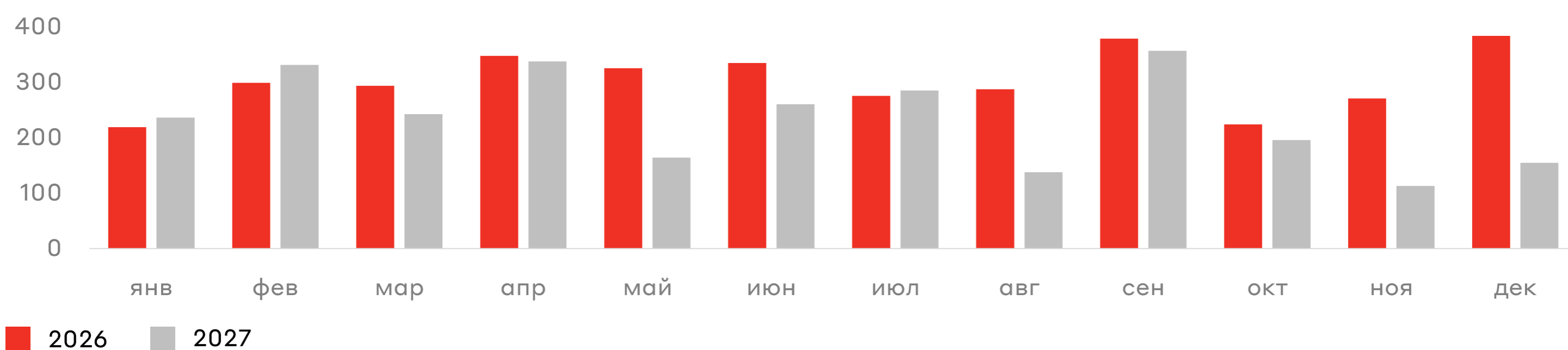
Смещение фокуса инвесторов в сторону корпоративных облигаций. Низкая ликвидность вторичного рынка облигаций является препятствием для ребалансировки портфеля корпоративных облигаций. В этом контексте существенный объем

погашений и ожидаемое увеличение предложения корпоративных облигаций на первичном рынке в 2026г. мы рассматриваем как аргумент в пользу смещения фокуса инвесторов с долгосрочных ОФЗ на корпоративные выпуски, особенно с учетом того, что мы не ожидаем быстрого снижения ключевой ставки в 2026 г. Ожидаемый объем размещения корпоративных облигаций в 2026г. сопоставим с плановым выпуском ОФЗ, что, по нашему мнению, выведет корпоративные облигации из тени ОФЗ.

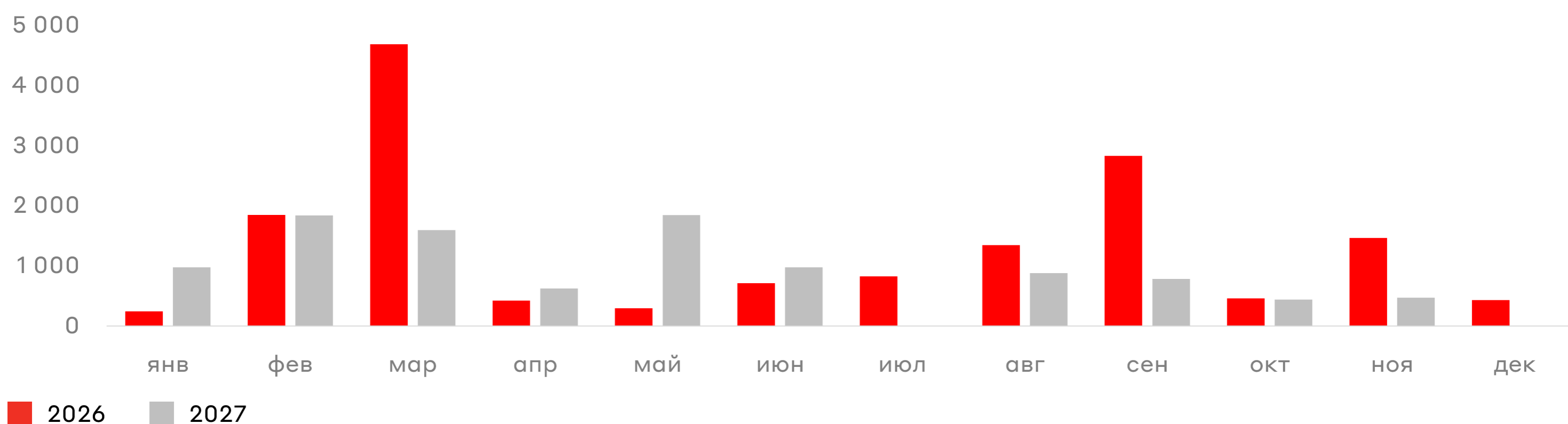
Валютные облигации

Риск усиления давления на рубль. Объем погашения по валютным корпоративным облигациям в 2026 г. составляет \$15,6 млрд в долларовом эквиваленте, из которых \$6,8 млрд (или 44%) подлежит погашению в 1К26 г. На фоне сохранения высокой ключевой ставки в 1К26 г., интерес к кредитам в валюте будет оставаться высоким, соответственно, погашение валютных облигаций не приведет к росту ликвидности в валюте, т.к. заемщики будут стремиться рефинансировать кредит так же в валюте. Высокая концентрация валютных погашений в 1К26 г. может оказать давление на курс рубля, т.к. заемщикам для выплаты надо покупать валюту. В совокупности с тем, что с января ЦБ снизит объем продажи валюты, давление на рубль может усилиться в начале 2026 г.

Объем погашения рублевых корпоративных облигаций, млрд руб.



Объем погашения валютных корпоративных облигаций, \$ млн



Источник: ЦБ РФ, Мосбиржа, Аналитика Альфа-КИБ



Вторичный рынок облигаций – скромный объем и низкая ликвидность

Объем торгов на вторичном рынке ничтожно мал. Среднедневной объем торгов корпоративными облигациями на вторичном рынке составляет порядка 30-37 млрд руб. в день. Среднедневной объем торгов ОФЗ находится также в диапазоне 30-40 млрд руб. в день. Таким образом, общий среднедневной объем торгов облигациями на вторичном рынке находится в диапазоне 60-80 млрд руб. в день. По сравнению с объемом рынка корпоративных облигаций (~33 трлн руб.) и ОФЗ (~33 трлн руб.) объем торгов на вторичном рынке ничтожно мал и составляет не более 0,1% от объема облигаций в обращении. Заметим, что среднедневной объем торгов акциями превышает показатель по облигациям. Мы обратили внимание, что чувствительность рынка облигаций к геополитике заметно ниже, чем у акций: так, если объем торгов акциями в 2025 г. по мере затухания оптимизма в отношении геополитического урегулирования упал вдвое, объем торгов облигациями менялся не так значительно и в большей степени определялся ожиданиями по ключевой ставке.

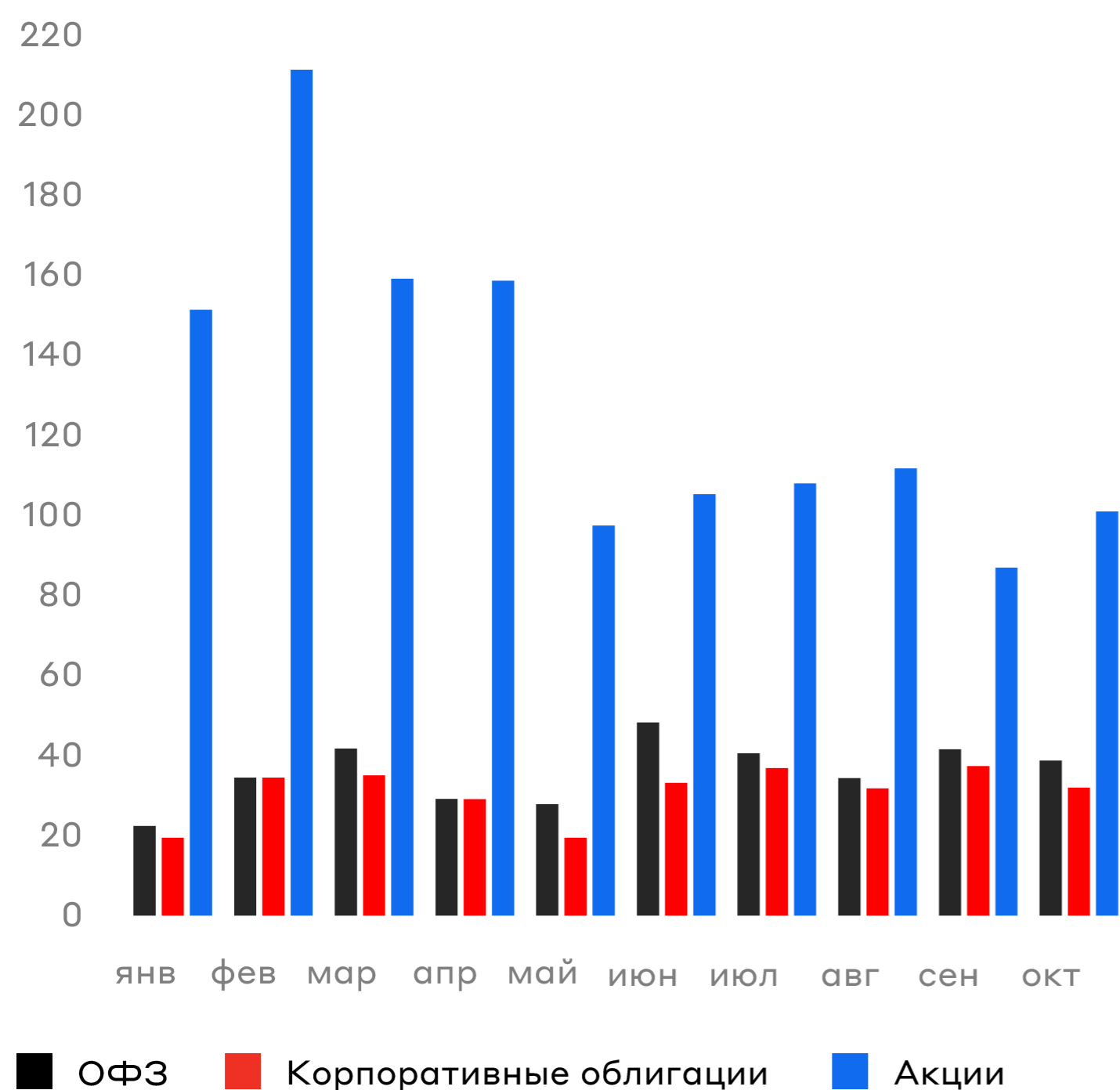
Стратегия «Покупай и держи» превалирует на рынке облигаций. Объем вторичного рынка – крайне важная составляющая при реализации стратегии инвестирования в облигации. Тот факт, что объем торгов на вторичном рынке мал по сравнению с объемом первичного рынка, а также в сравнении с

общим объемом облигаций в обращении, существенно ограничивает возможности по ребалансировке портфеля облигаций при изменении конъюнктуры рынка. В результате основной стратегией инвестирования в облигации становится принцип «Покупай и держи», т.к. продать существенный объем облигаций на вторичном рынке крайне затруднительно по причине низкого объема торгов. С другой стороны, этот ограничительный фактор становится фактором поддержки при ухудшении конъюнктуры рынка, т.к. ограниченные возможности по продаже бумаг удерживают рынок от сильного падения.

Интерес к облигациям со стороны «небанков» растет.

Хотя исторически основными инвесторами в корпоративные облигации являлись банки, сейчас мы видим снижение доли банков на первичном рынке облигаций и рост доли УК и розничных инвесторов. Например, в октябре 2025 г. доля УК в первичных размещениях корпоративных облигаций составила 32%, в то время как на системно значимые банки пришлось 27%. За август-октябрь доля покупок корпоративных облигаций на первичных размещениях управляющими компаниями и розничными инвесторами составила 36%, что лишь немногим ниже доли банков (42%). Мы ожидаем, что интерес небанков к покупкам корпоративных облигаций на первичном рынке в 2026 г. останется высоким.

Среднедневной объем торгов на вторичном рынке, млрд руб.



Структура инвесторов на первичном рынке корп. облигаций в августе-октябре 2025 г.



Источники: ЦБ РФ, Аналитика Аналитика Альфа-КИБ

В фокусе кредитное качество

Кредитное качество корпоративных заемщиков является высоким. За прошедшие 3 года доля облигаций эмитентов с низким кредитным рейтингом заметно сократилась. На начало текущего года более половины рынка корпоративных облигаций (65%) приходилось на выпуски с кредитными рейтингами инвестиционной категории AAA. Существенная категория заемщиков неинвестиционной категории имеет кредитный рейтинг не ниже A- (29%). И лишь малая часть эмитентов имеет рейтинг повышенного кредитного риска (BBB+ и ниже) либо не имеет рейтинг – на долю таких эмитентов приходится лишь 4%. Вопреки опасениям текущий год высоких ставок корпоративные заемщики публичного долгового рынка проходят достаточно благополучно. Из крупных заемщиков лишь один (ГК Сегежа) провел масштабную реструктуризацию долга, причем держатели облигаций не только не понесли потерь, но и значительно выиграли. В декабре прошлого года мы опубликовали специальный отчет по ГК Сегежа («Фокус на бумагу» от 2 декабря 2024 г.), в котором выразили мнение, что процедура финансового оздоровления может стать катализатором существенного снижения доходности облигаций компании.

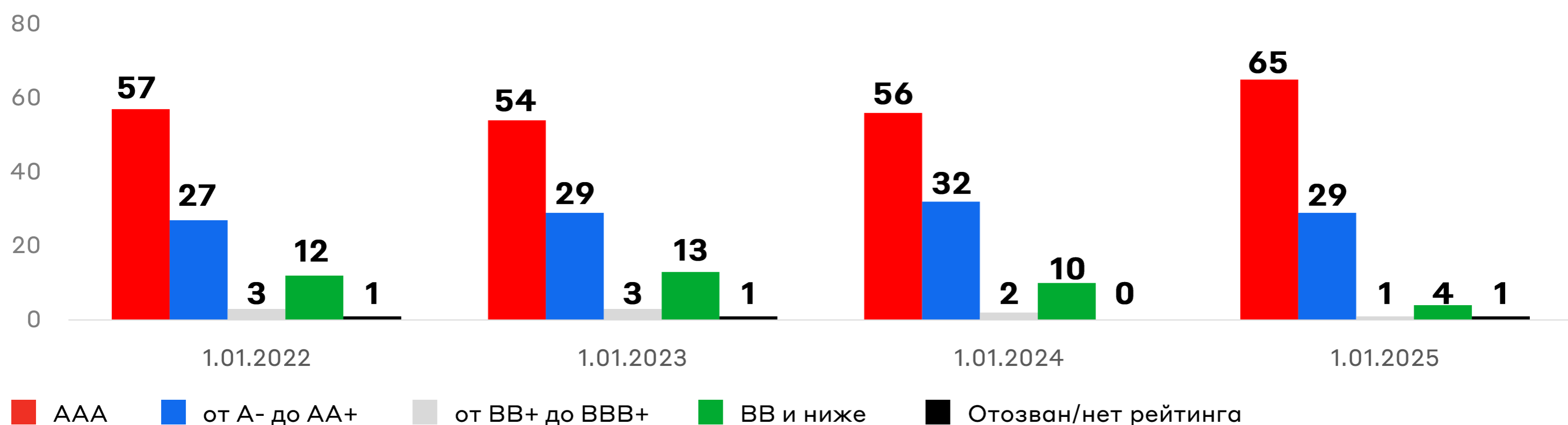
Не ожидаем масштабного роста дефолтов в 2026 г.

Хотя некоторые из эмитентов могут столкнуться с необходимостью реструктуризации долга, мы не считаем, что дефолты станут массовыми, что обусловлено в первую очередь хорошим кредитным

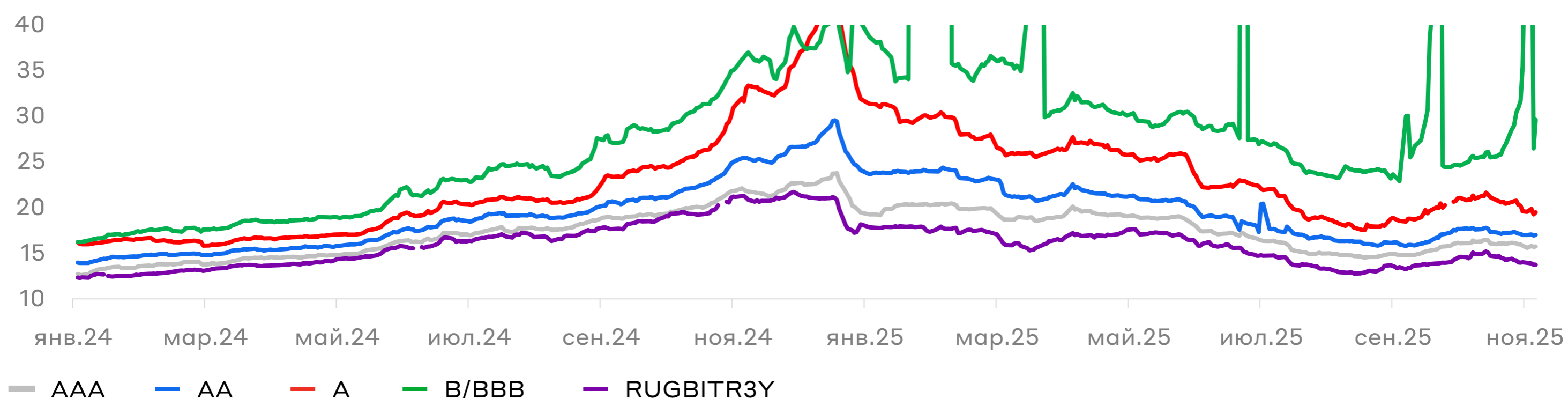
качеством публичных заемщиков. Однако мы не исключаем, что в публичном пространстве может нарастать дискуссия о потенциальных дефолтах с фокусом на отдельных эмитентах. Учитывая увеличившееся присутствие физлиц на рынке облигаций, такие дискуссии могут стать триггером для снижения аппетита к риску в рамках целых секторов, что может способствовать расширению спредов по облигациям в т.ч. устойчивых эмитентов сектора. Мы рекомендуем использовать такие ситуации для увеличения позиций в качественных именах.

Кредитные спреды останутся узкими. С середины текущего года премия по доходности корпоративных облигаций эмитентов рейтинговой категории AAA/AA к ОФЗ сохраняется на невысоком уровне, что в значительной степени связано с благополучным прохождением эмитентами периода высоких ставок. Средний уровень доходности эмитентов AAA к началу ноября снизился до уровня 15,5-15,8%, по эмитентам AA – до уровня 17-17,2%, по эмитентам single-A – 19-20%. Мы сохраняем точку зрения, что инвесторам следует избирательно подходить к выбору эмитентов из рейтинговой категории «А» и ниже. В текущих макроэкономических условиях мы не ожидаем расширения корпоративных спредов в связи с ограниченными предложением корпоративных облигаций с фиксированным купоном на первичном рынке в настоящий момент.

Рейтинговая структура корпоративных облигаций, %



Динамика доходности корпоративных облигаций по уровню кредитного рейтинга, %



Источник: МосБиржа, ЦБ РФ, Аналитика Альфа-КИБ

ОФЗ – ограниченный потенциал роста с фокусом на 2К26

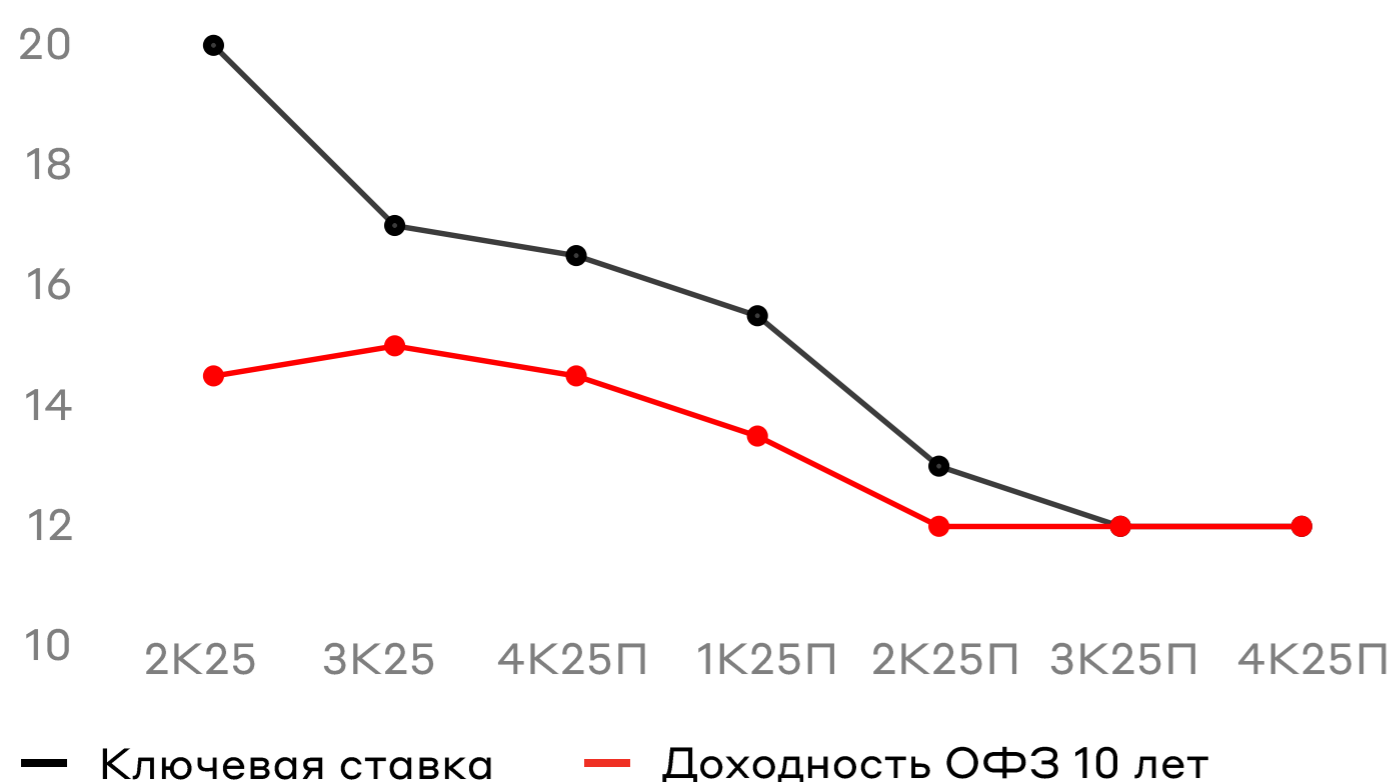
Хрупкое равновесие, но рост доходности ОФЗ маловероятен в отсутствие геополитических шоков.

По состоянию на середину ноября 2025 г. доходность ОФЗ скорректировалась вниз с октябрьских пиков, закрепившись в диапазоне 14-14,5%. В отсутствие геополитической эскалации разворот доходности вверх мы считаем маловероятным, с учетом макроэкономического контекста (расходы бюджета в октябре снизились на 12% г/г, темп роста номинальной з/п в августе снизился до 12,2% после 16% в июле). Однако и снижение доходности до конца 2025 г. не выглядит вероятным на фоне ускорения кредитования и сохранения инфляционных ожиданий на повышенном уровне, что, по нашему мнению, уменьшает вероятность снижения ставки в декабре. Минфин стабилизировал ситуацию на рынке ОФЗ, снизив опасения навеса ОФЗ-ПД за счет размещения 12 ноября ОФЗ-ПК в объеме 1,7 трлн руб., а также объявив о планах по размещению 2 декабря гособлигаций в юанях. Однако явные факторы поддержки рынка ОФЗ в настоящий момент отсутствуют. Прогресс в области геополитики может придать рынку импульс к росту, однако полученный в 2025 г. опыт уже дисконтирует подобный оптимизм.

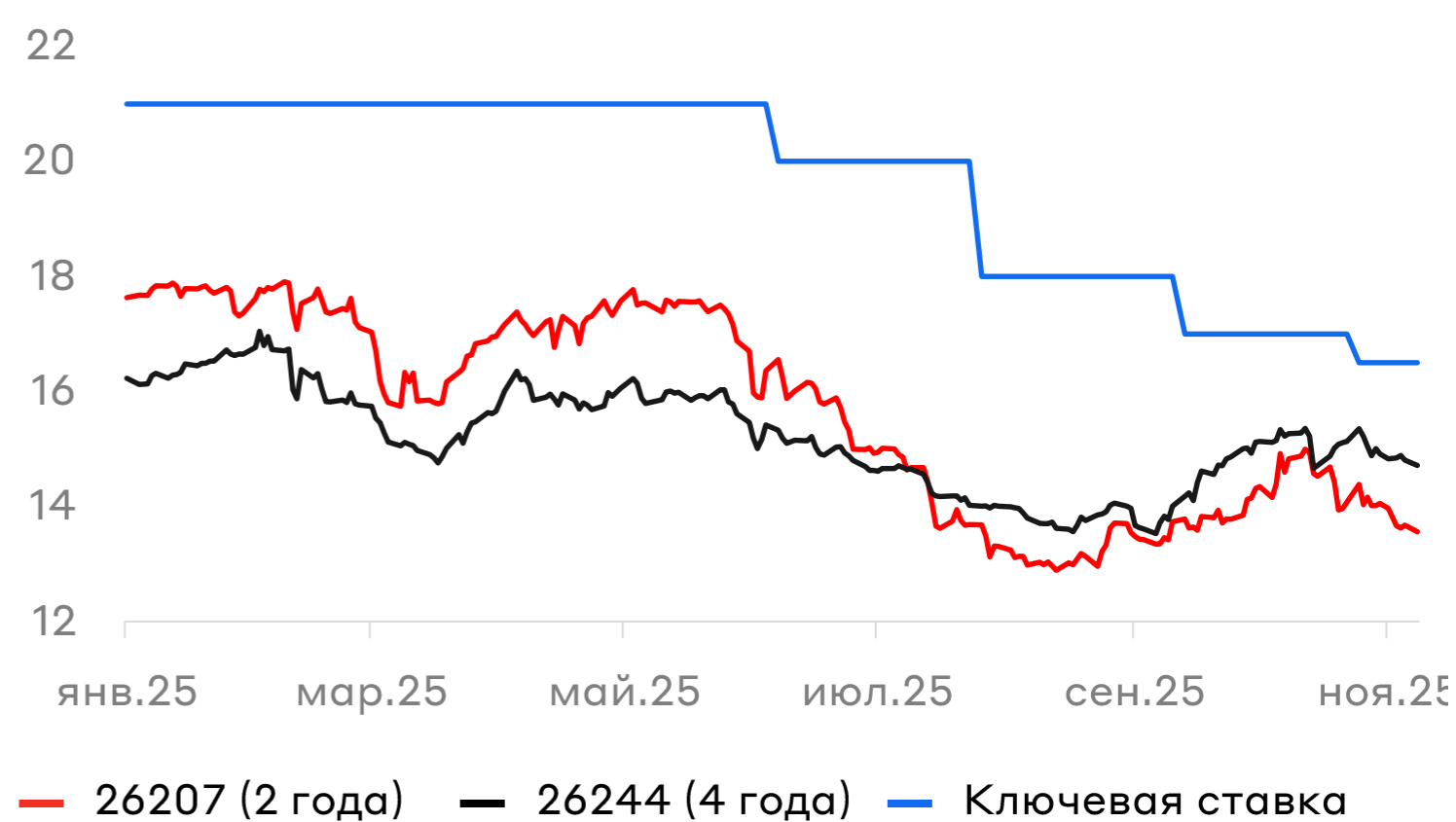
Темп снижения ключевой ставки в 2026 г. может разочаровать долговых инвесторов. Актуальный прогноз ЦБ РФ по среднему уровню ключевой ставки

в 2026 г. составляет 13-15%, что создает предпосылки для сохранения ставки неизменной в 1К26 г. и скромных шагах снижения в дальнейшем. Мы считаем важным тезис ЦБ РФ о том, что пока инфляционные ожидания будут оставаться повышенными, пространство для снижения ключевой ставки будет оставаться ограниченным. С точки зрения ДКП мы в настоящий момент не переоцениваем тот факт, что темп роста ВВП замедляется, т.к. это замедление в значительной степени обусловлено шоком на стороне предложения, а не охлаждением спроса. В отличие от ситуации конца 2025 г., когда долгосрочные ОФЗ являлись практически единственной возможностью заработать на развороте ДКП, в предстоящем 2026г. есть основания ожидать существенного роста активности на рынке корпоративных облигаций, которые, по нашему мнению являются хорошей альтернативой инвестициям в длинные ОФЗ при сопоставимой доходности и существенно более низких рыночных рисках. Снижение ажиотажа вокруг длинных ОФЗ при наличии риска дополнительного увеличения объема предложения ОФЗ в 2026 г. мы считаем ограничением для роста котировок ОФЗ в 2026 г. В отсутствие геополитического прогресса явные предпосылки для снижения доходности ОФЗ вслед за снижением ключевой ставки могут наиболее явно проявиться не ранее 2К26.

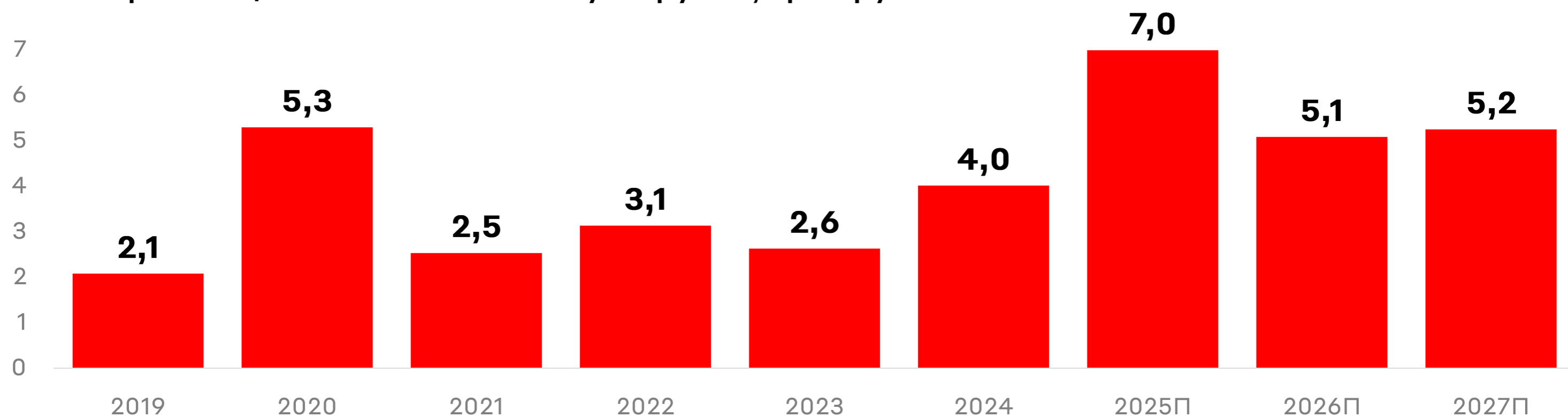
Прогноз динамики ключевой ставки и доходности 10-летних ОФЗ, %



Ключевая ставка и доходность ОФЗ, %



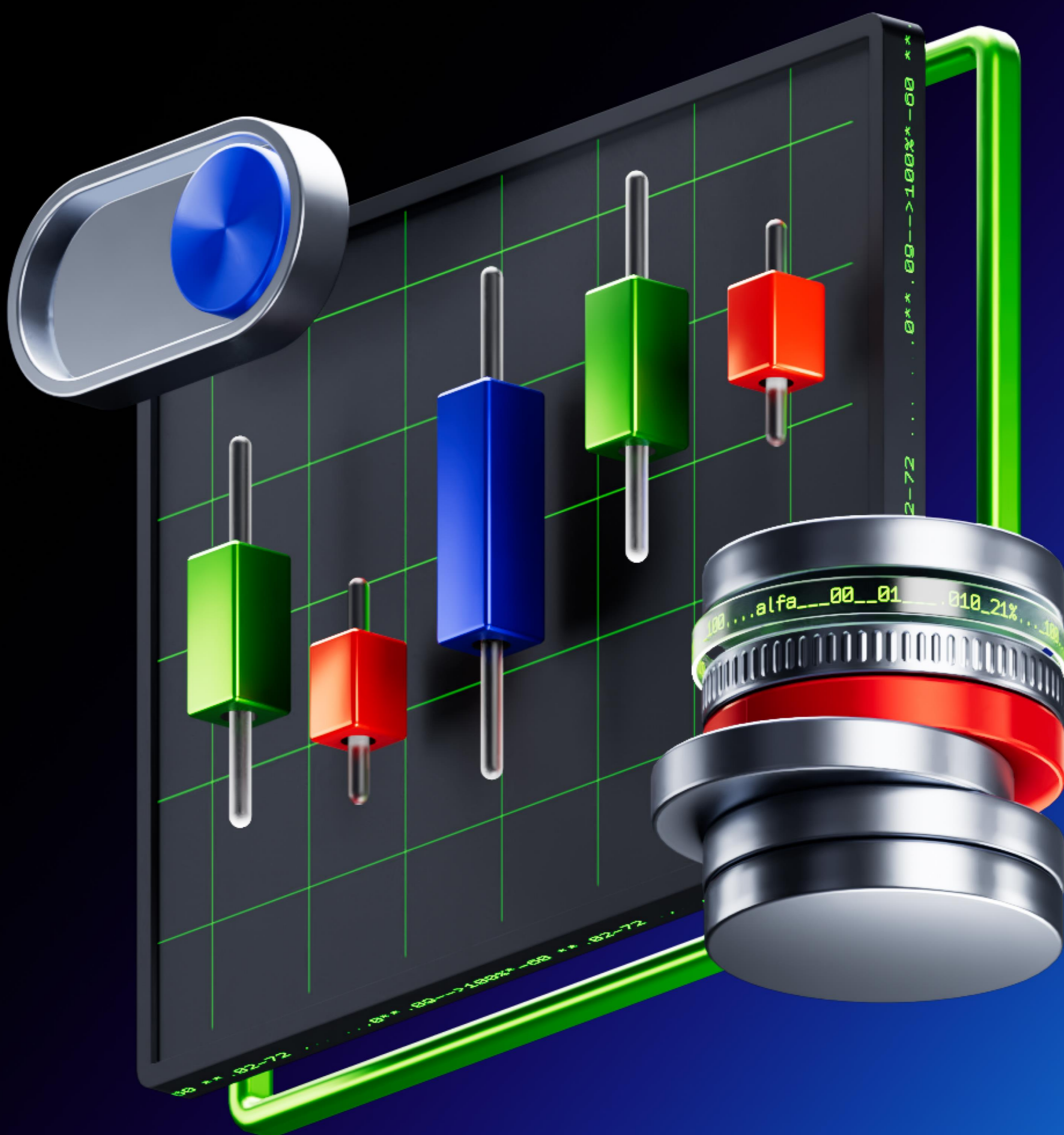
Объем размещения ОФЗ по объему выручки, трлн руб.



Источник: МосБиржа, Cbonds, Аналитика Альфа-КИБ

Раздел 05

РЫНОК АКЦИЙ



В 2026 г. российскому рынку акций будет куда расти

2025 г. выдался непростым для российского рынка акций, что обусловлено сочетанием таких факторов как высокая ставка ЦБ, укрепление рубля, санкции и геополитическая неопределенность. Индекс Мосбиржи с начала года к 13 ноября (момент фиксации цен для нашего обзора) просел на 12,4%. Все сектора показывают негативную динамику как с начала года, так и по итогам 12 месяцев.

Сырьевые экспортеры, которые традиционно были локомотивом российской экономики и рынка акций, выглядят хуже рынка в целом, поскольку санкции и укрепление рубля оказывают давление на их прибыль и денежные потоки, снижая инвестиционную активность.

Мы полагаем, что 1П26 также будет непростым для российского рынка акций – на него продолжат давить геополитическая неопределенность и санкционные риски (особенно вторичные), а также высокая стоимость заимствований.

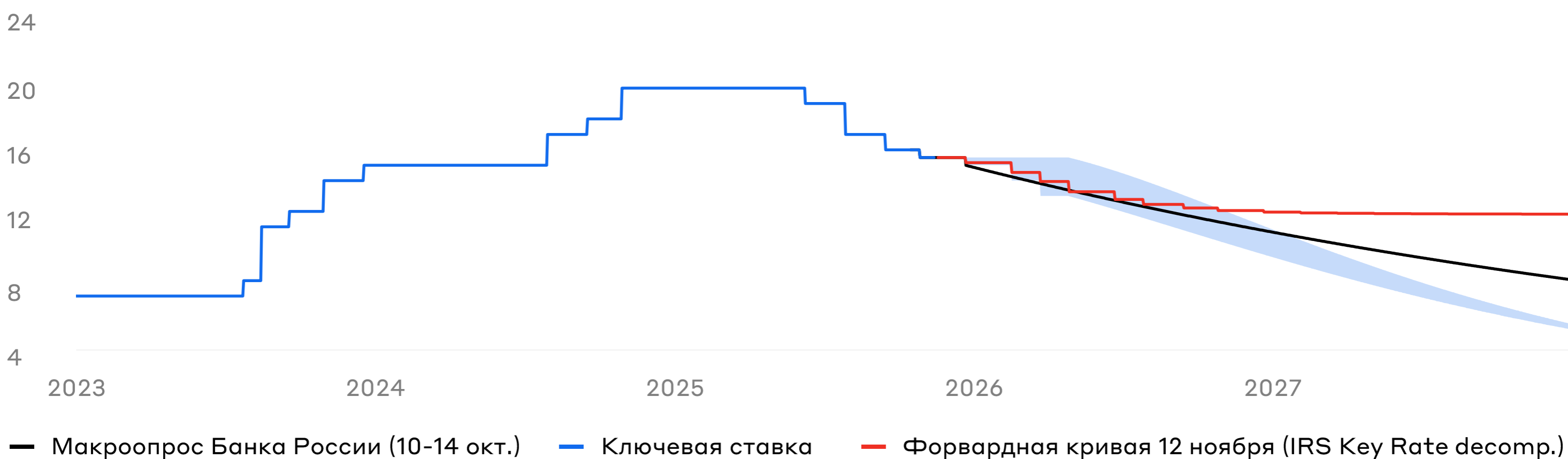
Мы исходим из того, что ставка ЦБ по меньшей мере до конца июня не опустится ниже 15%, ограничивая привлекательность рынка акций.

Перспективы второго полугодия выглядят более обнадеживающими, с учетом ожидающегося снижения ставки ЦБ до 12% в 4К26. Ослабление рубля, на наш взгляд, также должно оказать поддержку рынку акций, особенно экспортерам. Средний обменный курс USD/RUB в 2026 г. мы моделируем на уровне 94,3. Цены на нефть, по нашим оценкам, должны удержаться вблизи текущих уровней: наш целевой уровень Brent на конец 2026 г. составляет \$62,25 за баррель, а Urals – \$50,45 за баррель.

На наш взгляд, низкий уровень котировок и сильная перепроданность рынка обеспечивают ему фундаментальный потенциал роста на 40-48% в 2026 г.; целевой диапазон для IMOEX – 3 550-3 750 пунктов.

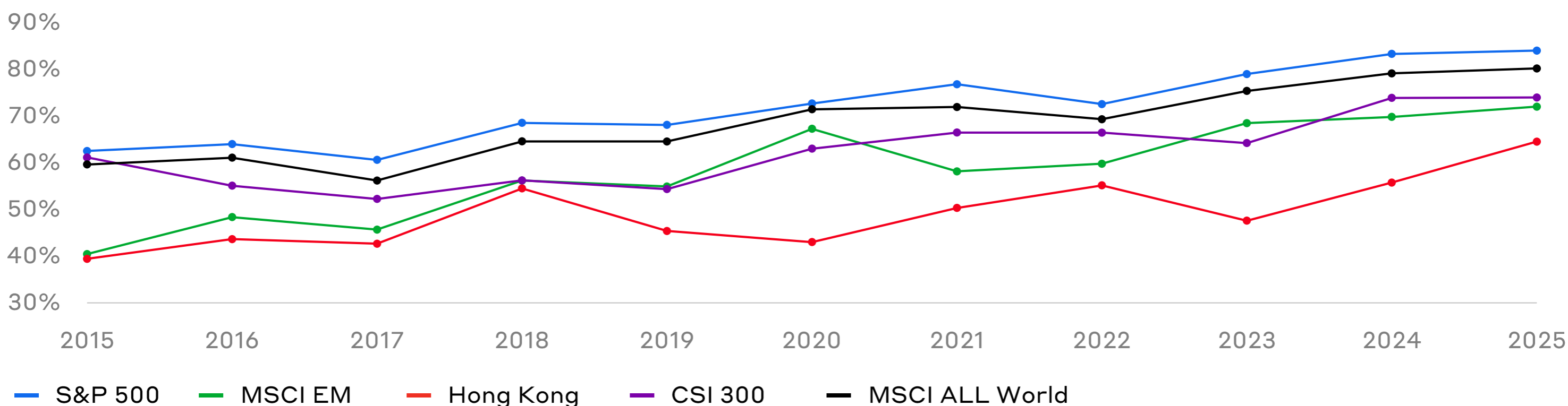
Помимо денежно-кредитной политики, важнейшим фактором для рынка акций остается геополитика. В 1П26 мы не ожидаем существенных изменений в геополитическом ландшафте или санкционном режиме. Впрочем, в ближайшие месяцы заинтересованные стороны, вероятно, продолжат прилагать усилия для поиска решения украинской проблемы, и не исключено, что эти усилия начнут давать какие-то результаты, особенно во второй половине года.

Ключевая ставка и прогноз рынка



Источник: CBonds, Аналитика Альфа-КИБ

IMOEX торгуется с ощутимым дисконтом к основным глобальным рынкам акций по P/E



Источник: Investing.com, Аналитика Альфа-КИБ

Динамика основных бумаг из ИМОЕХ

Название	Тикер	С начала года	1 год	3 года
НОВАТЭК, акция об.	NVTK	7,2%	16,4%	-2,9%
Норникель, акция об.	GMKN	6,9%	7,2%	-17,4%
Сбербанк, акция об.	SBER	6,3%	17,2%	115,9%
Т-Технологии, акция об.	T	6,0%	12,1%	4,8%
ФосАгро, акция об.	PHOR	3,9%	22,1%	2,0%
Северсталь, акция об.	CHMF	-36,7%	-34,6%	-17,7%
ММК, акция об.	MAGN	-37,0%	-20,5%	13,3%
Роснефть, акция об.	ROSH	-37,5%	-33,6%	48,3%
Сургутнефтегаз, акция об.	SNGS	-44,0%	-40,9%	-43,1%
Магнит, акция об.	MGNT	-84,6%	-85,0%	-67,2%

Источник: Investing.com, Аналитика Альфа-КИБ

Динамика отраслевых секторов ИМОЕХ

Название	Тикер	Цена	С начала года	1 год	3 года
Индекс Мосбиржи	ИМОЕХ	2542,68	-12,40%	-7,80%	13,40%
Голубые фишки	МОЕХВС	16701,71	-9,83%	-4,48%	15,88%
Индекс широкого рынка	МОЕХВМІ	1816,85	-12,65%	-8,35%	12,96%
Металлы и добыча	МОЕХММ	5750,01	-12,62%	-10,41%	2,11%
Нефть и газ	МОЕХОГ	6541,53	-19,79%	-13,00%	11,59%
Электроэнергетика	МОЕХЕУ	1477,09	-7,83%	-9,93%	6,15%
Телекоммуникации	МОЕХТЛ	1419,16	-6,79%	-5,21%	-8,83%
Потребительский сектор	МОЕХСН	6672,10	-9,15%	-7,10%	20,40%
Химия и нефтехимия	МОЕХСН	29649,51	-5,21%	2,27%	-4,29%
Финансы	МОЕХFN	9120,71	-8,61%	-1,91%	47,09%
Инновации	МОЕХINN	308,72	-32,87%	-39,01%	-8,14%
Транспорт	МОЕХТN	1363,96	-18,58%	-18,65%	67,21%

Источник: Investing.com, Аналитика Альфа-КИБ



Наши фавориты

Привлекательно выглядят банковский сектор и некоторые бумаги техсектора, наряду с дивидендными инструментами. Краткосрочный потенциал роста российского рынка акций, на наш взгляд, все еще ограничен. Впрочем, мы полагаем, есть несколько секторов, которые могут опередить рынок в целом. Это банковский сектор, которому выгодно снижение процентных ставок и который обеспечивает хорошую дивидендную доходность. Наши фавориты в этом сегменте – Т, VTBR и SBER. Кроме того, хорошим потенциалом на 2026 г. обладает IT-сектор. Есть хороший выбор недорогих бумаг с хорошими

перспективами в случае благоприятных внешних изменений и смягчения денежно-кредитной политики – в этой категории мы отдаем предпочтение POSI, HEAD и OZON. Сырьевые экспортеры, вероятнее всего, останутся под давлением из-за санкционных рисков и геополитической неопределенности. Впрочем, мы по-прежнему высоко оцениваем потенциал PLZL (эта бумага позволяет сделать ставку на рост цен на золото) и GMKN (эта компания котируется с дисконтом к корзине цветных металлов). Также следует отметить ряд бумаг с высокой дивидендной доходностью, включая CNRU, VBTR, X5 и MTSS.

Компания	Тикер	Целевая цена, руб	Потенциал роста
Горно-металлургический сектор			
Норникель	GMKN	150	20%
Полюс	PLZL	2 890	32%
Финансовый сектор			
Т-Технологии	Т	4 900	66%
ВТБ	VTBR	125	81%
Сбербанк России	SBER	390	30%
Технологический сектор			
Группа Позитив	POSI	1 950	82%
HeadHunter	HEAD	4 340	56%
МКПАО ОЗОН	OZON	6 100	53%
Потребительский сектор			
Корп. Центр Икс 5	X5	3 650	33%
Электроэнергетика			
ИНТЕР РАО	IRAO	5,2	85%
Медицина			
МД Медикал Груп	MDMG	1 500	15%

Источник: CBonds, Аналитика Альфа-КИБ

Катализаторы роста:

Низкие уровни оценки

Дальнейшее снижение ставки ЦБ

Геополитическая дезэскалация

Активность розничных инвесторов, низкая капитализация фондового рынка (free-float) по сравнению с объемом банковских вкладов

Возможный выход на рынок нерезидентов (в том числе из Азии)

Основные риски:

Эскалация геополитической напряженности

Новые санкции

Жесткая денежно-кредитная политика

Снижение цен на энергоносители

Прогноз целевых уровней ИМОЕХ

Потенциал роста в 2026 г. – 40–48% (до 3 350–3 750 пунктов)

Мы оценили потенциал роста Индекса Мосбиржи на 12 мес. с учётом рыночных ожиданий (базовый сценарий) и средних значений 10-летнего мультипликатора P/E (оптимистичный сценарий). Мы также применили последнее целевое значение инфляции, которую ЦБ таргетирует на 2026 г. на уровне 4,0%. Этот анализ позволяет предположить, что за 12 мес. ИМОЕХ может вырасти на 40–48% (до 3 550–3 750 пунктов).

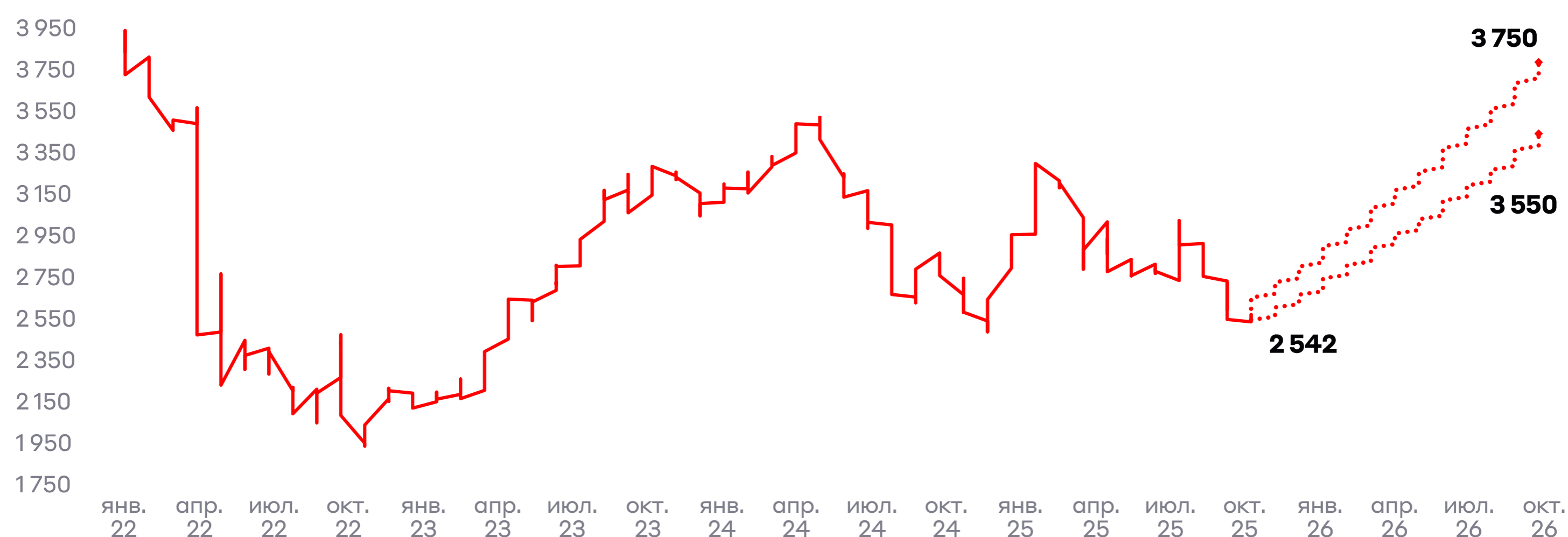
Основные факторы роста — низкие мультипликаторы, высокая дивидендная доходность, дальнейшее снижение ключевой ставки и некоторое ослабление геополитической напряжённости.

Базовый сценарий: оценка на основе консенсус-прогноза целевых цен. В основу наших расчетов

положены целевые цены отдельных бумаг с учетом их веса в структуре ИМОЕХ. В рамках этого сценария потенциал роста индекса на ближайшие 12 мес. может достигать 40%, до 3 550 пунктов.

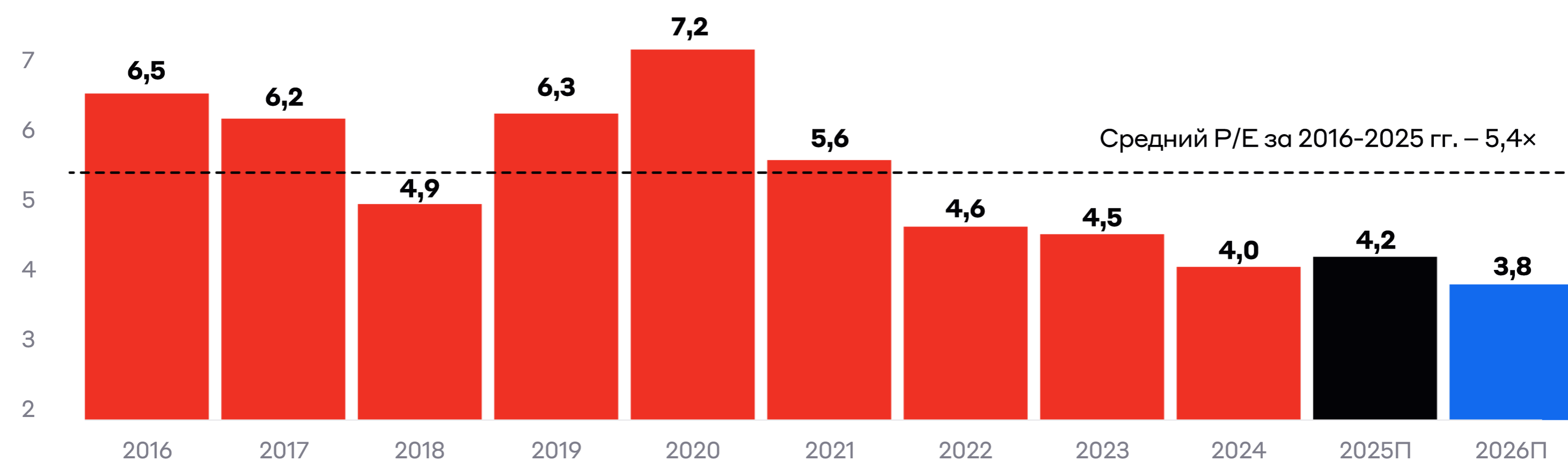
Оптимистичный сценарий: экстраполяция с учетом среднего значения P/E за 2016–2025 гг. Чтобы получить целевой уровень ИМОЕХ, мы рассчитали средневзвешенное значение мультипликатора P/E за период с 2015 г. по 2025 г., получив 5,4х. Если исходить из форвардного мультипликатора P/E 2026П (3,7х) и прогнозируемой инфляции (4,0%), получается, что потенциал роста ИМОЕХ может составить 48%, до 3 750 пунктов.

Целевой уровень ИМОЕХ с учётом потенциала роста в 2026 г.



Источник: Мосбиржа, CBonds, Аналитика Альфа-КИБ

Исторические средние значения P/E для ИМОЕХ предполагают потенциал роста на 48%



Источник: Мосбиржа, CBonds, Аналитика Альфа-КИБ



Дивидендный фактор становится менее актуальным

Одним из немногочисленных позитивных катализаторов для российского рынка в текущей ситуации, на фоне геополитических и инфляционных рисков и высоких процентных ставок, а также с учетом проявленной ЦБ сдержанности в рамках нынешнего цикла смягчения денежно-кредитной политики, всё ещё остаются дивиденды.

Прогнозируемый нами совокупный объем выплат за 2025 г. – 3,5 трлн руб. – приблизительно на 16% меньше, чем в 2024 г. (4,2 трлн руб.), поскольку многие экспортеры в этом году предпочли не выплачивать дивиденды из-за низких свободных денежных потоков.

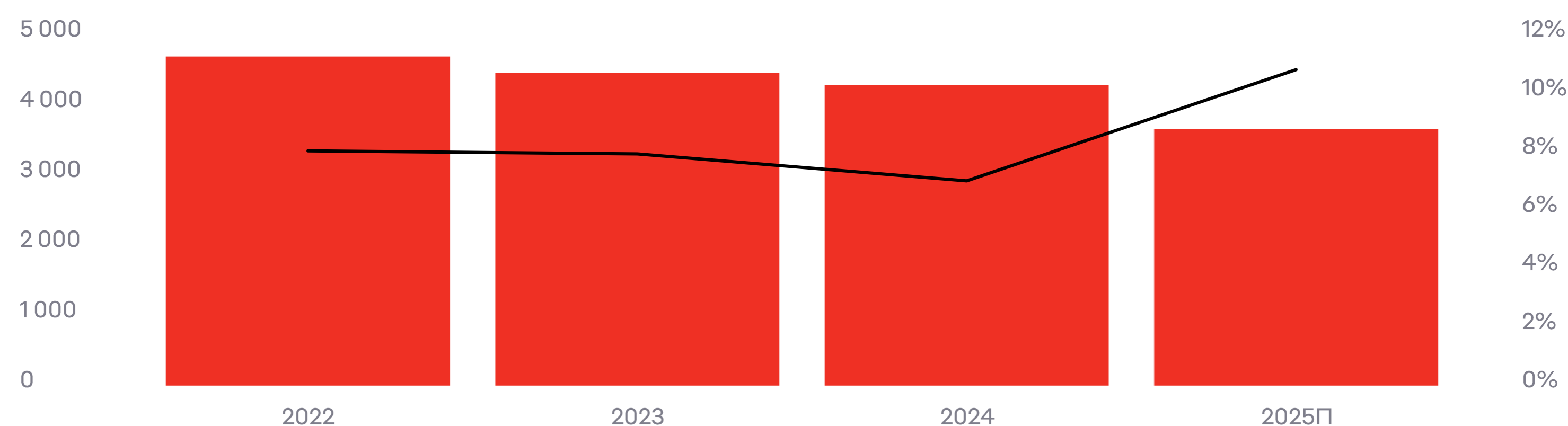
Средняя дивидендная доходность в ближайшие 12 мес., по нашим расчетам, может составить 10%. Этот уровень, на первый взгляд, превышает средние показатели дивидендной доходности за последние годы, однако лишь отражает негативную динамику российского рынка акций, который просел на 12,4% г/г.

Также следует отметить, что некоторые компании, вероятно, пропустят или сократят дивидендные выплаты в связи с финансовыми трудностями и уменьшением денежных потоков. Многие из экспортеров нефтегазовой отрасли и горно-металлургического сектора, которые ранее рассматривались как источники щедрых дивидендов, сейчас приостанавливают выплаты – это, в частности, GAZP, GMKN, ALRS, CHMF и NLMK.

Впрочем, дивиденды остаются одним из ключевых факторов привлекательности российского рынка акций. На рынке все ещё есть много привлекательных дивидендных историй.

В таблице выделены компании, акции которых являются нашими фаворитами среди дивидендных инструментов.

Сумма дивидендных выплат за финансовый год, млрд руб.



■ Сумма выплат — Ср. див. доходность, %

Источник: Cbonds, Аналитика Альфа-КИБ, данные компании

* с поправкой на free float, без учета акций, замороженных на счетах типа С

Лидеры по дивидендам на горизонте 12 мес. (прогноз)

Тикер	Цена закрытия	Размер выплат на акцию, руб.	Доходность
CNRU	665,60	190,00	28,5%
VTBR	69,18	19,16	27,7%
X5	2 753,50	556,09	20,2%
MTSS	204,60	36,00	17,6%
HEAD	2 783,00	454,00	16,3%

Источник: Cbonds, Аналитика Альфа-КИБ

Цена закрытия на 13 ноября 2025 г.



Прогноз дивидендов для российских ценных бумаг на 12 месяцев

Тикер	Ценные бумаги	Цена закрытия	Дивиденд на акцию	Див.доходность
CNRU	Циан, акция об.	665,50 ₹	190,00 ₹	28,5%
VTBR	Банк ВТБ (ПАО), акция об.	69,18 ₹	19,16 ₹	27,7%
LKOH	Лукойл, акция об.	4 954,50 ₹	1 061,57 ₹	14,4%
X5	Корпоративный Центр Икс 5	2 753,50 ₹	556,09 ₹	20,2%
MTSS	МТС, акция об.	204,60 ₹	36,00 ₹	17,6%
HEAD	HeadHunter, акция об.	2 783,00 ₹	454,00 ₹	16,3%
FLOT	Совкомфлот, акция об.	72,94 ₹	9,60 ₹	13,5%
TRNFP	Транснефть, акция прив.	1 263,00 ₹	187,70 ₹*	14,9%
SNGSP	Сургутнефтегаз, акция прив.	38,07 ₹	5,64 ₹	14,8%
BSPB	Банк Санкт-Петербург, ао.	344,95 ₹	47,27 ₹	13,7%
MOEX	Московская Биржа, акция об.	163,41 ₹	20,28 ₹	12,4%
IRAO	ИНТЕР ПАО, акция об.	2,82 ₹	0,35 ₹	12,4%
SBER	Сбербанк России, акция об.	299,09 ₹	37,00 ₹	12,4%
NMTP	НМТП, акция об.	8,34 ₹	0,98 ₹	11,8%
ROSN	Роснефть, акция об.	383,15 ₹	44,48 ₹	11,6%
RENI	Ренессанс Страхование, акция об.	101,24 ₹	11,44 ₹	11,3%
AFLT	Аэрофлот, акция об.	50,81 ₹	5,10 ₹	10,0%
PLZL	Полюс, акция об.	2 167,80 ₹	212,65 ₹	9,8%
POSI	Группа Позитив, акция об.	1 068,60 ₹	95,00 ₹	8,9%
TATNP	Татнефть, акция прив.	519,50 ₹	50,18 ₹	9,7%
PHOR	ФосАгро, акция об.	6 693,00 ₹	573,00 ₹	8,6%
TATN	Татнефть, акция об.	549,00 ₹	50,18 ₹	9,7%
ZAYM	Займер, акция об.	148,80 ₹	11,99 ₹	8,1%
NVTK	НОВАТЭК, акция об.	1 086,40 ₹	92,37 ₹	8,5%
MDMG	MD Medical Group, ГДР	1 297,00 ₹	92,00 ₹	7,1%
SIBN	Газпром нефть, акция об.	467,75 ₹	31,12 ₹	6,4%
T	T-Технологии, акция об.	2 951,60 ₹	165,00 ₹	5,6%
SVCB	Совкомбанк, акция об.	13,00 ₹	0,66 ₹	5,1%
SNGS	Сургутнефтегаз, акция об.	20,66 ₹	0,95 ₹	4,6%
RTKM	Ростелеком, акция об.	59,25 ₹	2,64 ₹*	4,5%
YDEX	ЯНДЕКС, акция об.	3 965,00 ₹	160,00 ₹	4,0%
OZPH	Озон Фармацевтика, акция об.	50,41 ₹	1,31 ₹	2,6%
VSEH	ВИ.ру, акция об.	63,77 ₹	0,80 ₹	1,3%
ASTR	Группа Астра, акция об.	299,35 ₹	3,65 ₹	1,2%
GMKN	Норникель, акция об.	125,40 ₹	6,50 ₹	5,2%
NLMK	НЛМК, акция об.	100,30 ₹	3,30 ₹	3,3%
ALRS	АЛРОСА, акция об.	38,90 ₹	3,30 ₹	8,5%
MAGN	ММК, акция об.	25,20 ₹	1,10 ₹	4,4%

Источник: Sbonds, Аналитика Альфа-КИБ, общедоступная информация, данные компаний

* Консенсус-прогноз



В 2025 г. размещений было мало, но у эмитентов есть планы на 2026 г.

2025 год выдался малоурожайным с точки зрения публичных размещений на российском рынке акций. Число первичных и вторичных размещений значительно сократилось по сравнению с 2024 и 2023 годами из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры, обусловленной дефицитом ликвидности и высокими процентными ставками. В условиях высоких ставок инвесторы отдавали предпочтение более доходным, чем акции, инструментам с фиксированной доходностью, включая ОФЗ и банковские депозиты, которые обеспечивают доходность более 15% годовых при низком уровне риска. За год на российском рынке акций состоялось всего два первичных и три вторичных размещения, по итогам которых было суммарно привлечено 132 млрд руб. Еще одно IPO проводится прямо сейчас.

Первое IPO в этом году было проведено в июне, когда в результате размещения акций JetLand было привлечено 476 млн руб. В октябре прошло первичное публичное размещение акций GlogaX на общую сумму 2,1 млрд руб. Сейчас проводится IPO ДОМ.РФ, в рамках которого эмитент намерен разместить 10%-й пакет, получив 20+ млрд руб.

Вторичные размещения акций провели три эмитента – ВТБ, МТС Банк и Озон Фармацевтика. По итогам

июньского размещения 6% акций Озон Фармацевтики объем привлеченных средств составил 2,8 млрд руб. В объеме привлеченных средств составил 2,8 млрд руб. В рамках июльского SPO МТС Банка эмитент привлек 4,0 млрд руб. (была одобрена эмиссия акций в размере 9% уставного капитала). В сентябре ВТБ привлек 83,7 млрд руб., разместив 23,5% своих обыкновенных акций.

Мы рассчитываем, что в 2026 году условия для размещения акций будут благоприятными и спрос на них возрастет. По нашим предварительным оценкам, можно ожидать более десяти первичных и вторичных публичных размещений, причем объемы сделок также должны вырасти по сравнению с предыдущими годами. Впрочем, первый и второй квартал 2026 года, по нашему мнению, по-прежнему будут непростыми для российского рынка акций – в условиях все еще высоких процентных ставок и геополитической неопределенности облигации и инструменты денежного рынка будут обеспечивать более привлекательную доходность при относительно низком уровне риска.

Ключевыми позитивными катализаторами для рынка акций будут снижение ставки ЦБ по меньшей мере до 12–14% и любые шаги, которые поспособствуют дезэскалации геополитической напряженности.

В 2025 г. число IPO и SPO резко упало

Год	IPO	млрд руб.
2020	2	45,8
2021	4	47,9
2022	1	2,1
2023	9	82,5
2024	16	81,8
2025	3	41,5*

Источник: CBonds, Аналитика Альфа-КИБ

* при условии размещения ДОМ.РФ на сумму 20 млрд руб.

IPO и SPO на российском рынке акций в 2025 г.

Тикер	Месяц	IPO/SPO	млрд руб.
JETL	март	IPO	0,476
SVET	апрель	SPO	0,112
OZPH	июнь	SPO	2,8
MBNK	июль	SPO	4,0
VTBR	сентябрь	SPO	83,7
GLRX	октябрь	IPO	21,0
DOMRF	ноябрь	IPO	20,0+



Освещаемые компании: оценка и рекомендации

Компания	Тикер	Реком-ция	Цена закрытия	Целевая цена	Потенциал, %	Рын. кап., руб.	EV/EBITDA (P/BV для банков)*	
							2025П	2026П
Нефть и газ								
Роснефть, акция об.	ROSN	O/W	444,2	555,7	25%	4 060 691 830 584	3,4x	2,8x
Лукойл, акция об.	LKOH	U/R	4 954,5	–	–	3 432 803 417 829	–	–
НОВАТЭК, акция об.	NVTK	E/W	1 086,4	1275	17%	3 298 642 838 400	7,3x	7,1x
Газпром, акция об.	GAZP	E/W	119,3	183,4	54%	2 823 776 618 712	2,8x	2,8x
Газпром нефть, акция об.	SIBN	O/W	467,8	581,0	24%	2 217 743 075 000	3,4x	3,2x
Татнефть, акция об.	TATN	O/W	549,0	678,0	23%	1 196 101 194 300	3,1x	2,5x
Сургутнефтегаз, акция об.	SNGS	O/W	20,7	49,0	137%	738 099 050 605	–	–
Сургутнефтегаз, акция прив.	SNGSP	U/W	38,1	52,5	38%	293 215 072 806	–	–
Татнефть, акция прив.	TATNP	O/W	519,5	636,0	22%	76 630 665 750	3,1x	2,5x
Горно-металлургический сектор								
Полюс, акция об.	PLZL	O/W	2 167,8	2 890,0	33%	2 949 712 455 368	5,7x	5,8x
Норникель, акция об.	GMKN	O/W	125,4	150,00	20%	1 916 601 271 586	6,1x	4,5x
Северсталь, акция об.	CHMF	E/W	875,4	1 015,0	16%	733 338 914 964	5,1x	4,6x
НЛМК, акция об.	NLMK	E/W	100,3	131,0	31%	600 880 963 082	3,7x	3,1x
РУСАЛ, акция об.	RUAL	E/W	29,6	32,0	8%	450 396 925 584	9,5x	6,4x
АЛРОСА, акция об.	ALRS	E/W	38,9	55,0	41%	286 423 513 351	5,4x	3,3x
ММК, акция об.	MAGN	E/W	25,2	35,0	39%	281 984 217 550	3,8x	2,9x
ТМК, акция об.	TRMK	E/W	105,5	137,0	30%	110 986 000 000	4,3x	4,2x
Южуралзолото ГК, акция об.	UGLD	U/R	0,5	–	–	104 527 835 975	–	–
Удобрения								
ФосАгро, акция об.	PHOR	E/W	6 693,0	7 680,0	15%	866 743 500 000	5,1x	5,4x
Целлюлозно-бумажная и лесная промышленность								
Сегежа Групп, акция об.	SGZH	U/R	1,2	–	–	18 200 400 000	–	–
Финансовый сектор								
Сбербанк России, акция об.	SBER	O/W	299,1	390,0	30%	6 751 630 277 320	0,84x	0,73x
Т-Технологии, акция об.	T	O/W	2 951,6	4 900,0	66%	791 839 858 358	1,20x	0,91x
Московская Биржа, акция об.	MOEX	E/W	163,4	200,0	22%	371 986 762 252	1,44x	1,38x
Банк ВТБ (ПАО), акция об.	VTBR	O/W	69,2	125,0	81%	980 364 016 970	0,42x	0,37x
Совкомбанк, акция об.	SVCB	O/W	13,0	20,5	58%	292 599 694 120	0,75x	0,59x
Банк Санкт-Петербург, ао.	BSPB	E/W	345,0	410,0	19%	153 629 691 600	0,69x	0,63x
Ренессанс Страхование, акция об.	RENI	O/W	101,2	135,0	33%	56 385 899 447	0,98x	0,80x
Потребительский сектор и сельское хозяйство								
Корпоративный Центр Икс 5	X5	O/W	2 753,5	3 650,0	33%	747 775 903 052	3,7x	3,6x
Магнит, акция об.	MGNT	O/W	2 870,0	4 100,0	43%	206 951 745 714	3,5x	3,0x

Источник: Сbonds, Аналитика Альфа-КИБ, общедоступная информация, данные компаний

* Консенсус-прогноз

Освещаемые компании: оценка и рекомендации

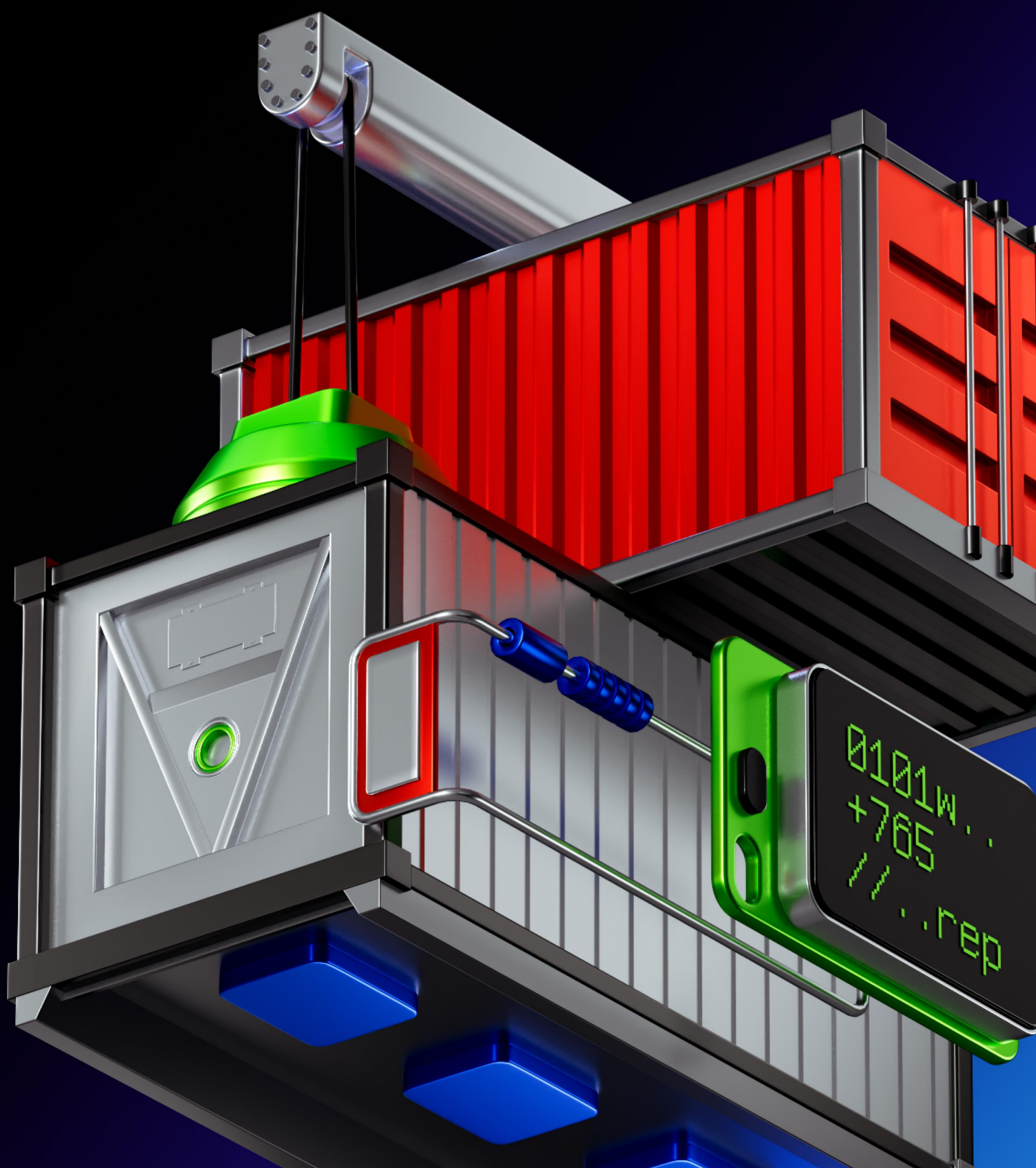
Компания	Тикер	Реком-ция	Цена закрытия	Целевая цена	Потенциал, %	Рын. кап., руб.	EV/EBITDA (P/BV для банков)*	
							2025П	2026П
Технологический сектор								
ЯНДЕКС, акция об.	YDEX	O/W	3 965,0	5 370,0	35%	1 562 049 207 355	6,1x	4,9x
МКПАО Озон	OZON	O/W	3 986,5	6 100,0	53%	862 733 346 605	4,2x	2,7x
МТС, акция об.	MTSS	O/W	204,6	300,0	47%	408 868 870 245	3,3x	2,7x
HeadHunter, акция об.	HEAD	O/W	2 783,0	4 340,0	56%	140 919 208 760	6,6x	5,3x
Группа Позитив, акция об.	POSI	O/W	1 068,6	1 950,0	82%	76 099 280 400	5,3x	4,0x
Группа Астра, акция об.	ASTR	O/W	299,4	380,0	27%	62 863 500 000	9,7x	8,8x
МКПАО ВК, акция об.	VKCO	U/R	272,4	–	–	159 191 725 872	–	–
Циан, акция об.	CNRU	O/W	665,6	720,0	8%	51 697 478 144	7,5x	4,7x
ВИ.ру, об.	VSEH	O/W	63,8	183,0	187%	31 885 000 000	6,1x	3,7x
Группа Аренадата, акция об.	DATA	O/W	94,3	160,0	70%	19 719 648 546	9,0x	5,2x
ИВА, акция об.	IVAT	O/W	162,5	290,0	79%	16 245 000 000	5,8x	4,4x
Софтлайн, ао	SOFL	O/W	85,0	192,0	126%	33 992 169 960	5,8x	3,8x
Недвижимость								
ПИК застройщик, акция об.	PIKK	U/R	404,0	–	–	266 840 926 976	–	–
Группа ЛСР, акция об.	LSRG	E/W	697,6	820,0	18%	71 873 877 984	2,6x	2,1x
Самолет, акция об.	SMLT	U/R	859,5	–	–	52 927 458 201	–	–
Эталон Груп, ГДР	ETLN	U/R	–	–	–	–	–	–
Медицина								
МД Медикал Груп, ао.	MDMG	O/W	1 297,0	1 500,0	15%	97 437 137 970	7,6x	6,0x
Электроэнергетика								
ИНТЕР РАО, акция об.	IRAO	O/W	2,8	5,2	85%	294 408 000 000	-0,2x	-0,2x
РусГидро, акция об.	HYDR	E/W	0,4	0,6	57%	170 489 301 419	3,8x	3,4x
Юнипро, акция об.	UPRO	E/W	1,4	2,6	88%	87 133 311 892	2,1x	2,0x
ЭЛ5-Энерго, акция об.	ELFV	O/W	0,5	0,8	53%	18 442 907 810	2,5x	2,0x
Фармацевтическая								
Промомед, ао.	PRMD	E/W	385,3	440,0	14%	81 865 625 000	7,3x	5,6x
Озон Фармацевтика, ао.	OZPH	E/W	50,4	64,0	27%	55 378 986 290	5,9x	5,0x
Транспорт								
Аэрофлот, акция об.	AFLT	O/W	50,8	70,0	38%	202 008 935 434	3,0x	3,4x
Совкомфлот, акция об.	FLOT	U/R	72,9	–	–	173 232 055 139	–	–

Источник: Sbonds, Аналитика Альфа-КИБ, общедоступная информация, данные компаний
* цена закрытия на 13 ноябрь 2025 г.



Раздел 06

Прогноз цен на сырьевые товары





Прогноз цен на сырьевые товары

Цветные металлы		Спот цена	2025 средний*	2026П	2027П
Никель	\$/т	14 782	15 232	15 500	16 600
Медь	\$/т	10 950	9 729	10 200	10 200
Алюминий	\$/т	2 879	2 584	2 650	2 675
Палладий	\$/тр. унц.	1 422	1 097	1 200	1 200
Платина	\$/тр. унц.	1 585	1 213	1 400	1 400
Золото	\$/тр. унц.	4 172	3 332	3 950	4 000
Серебро	\$/тр. унц.	52	36	53	60
Черная металлургия		Спот цена	2025 средний	2026П	2027П
Сляб, FOB Черное море (экспорт)	\$/т	403	407	425	431
Г/К, FOB Черное море (экспорт)	\$/т	445	462	525	533
Энергетический уголь, 6000 ккал, FOB Австралия	\$/т	110	106	115	120
Твердый коксующийся уголь, FOB Австралия	\$/т	196	186	198	200
Железная руда, CFR Китай (62% Fe)	\$/т	109	102	105	100
Удобрения		Спот цена	2025 средний	2026П	2027П
DAP, FOB Балтика (экспорт)	\$/т	683	671	637	598
MAP, FOB Балтика (экспорт)	\$/т	630	658	608	583
Карбамид, FOB Балтика (экспорт)	\$/т	387	399	352	338
Нефть и газ		Спот цена	2025 средний	2026П	2027П
Brent	\$/баррель	64,01	69,34	62,25	58,20
Urals	\$/баррель	–	55,94	50,45	49,72
Газ, TTF	\$/куб. м	366,99	425,77	386,90	350,25

Источник: международные базы данных, MMI, Argus, Investing.com, Минпромторг, Аналитика Альфа-КИБ

Спот цена на 13 ноября 2025 г.

* - средняя цена с 1 января 2025 г. по 13 ноября 2025 г.

Эксперты

alfabank.ru

Москва, Россия 107078, Ул. Каланчёвская, 27

+7 (495) 620 91 91

Начальник управления Акции

**Вячеслав Савицкий**☎ +7 (495) 783 51 01 ✉ vsavitskiy@alfabank.ru

Начальник управления Аналитики

**Борис Красноженов**☎ +7 (495) 795 36 12 (доб. 6451) ✉ bkrasnozhenov@alfabank.ru

Макроэкономика

**Олег Кузьмин**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 9234) ✉ omkouzmin@alfabank.ru

Рынок акций

Стратегия

**Джон Волш**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 8238) ✉ jwalsh@alfabank.ru

Транспорт, Машиностроение, Здравоохранение

**Анастасия Егазарян**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 2852) ✉ aegazaryan@alfabank.ru

Нефть и Газ

**Никита Блохин**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 8037) ✉ nblohin2@alfabank.ru

TMT, Сельское и Лесное хоз-во

**Анна Курбатова**☎ +7 (495) 795 37 40 (доб. 8980) ✉ akurbatova@alfabank.ru**Елизавета Арбузова**☎ +7 (495) 610 91 91 (доб. 4889) ✉ eyarbuzova@alfabank.ru**Олеся Воробьева**☎ +7 (499) 681 30 75 (доб. 5008) ✉ oovorobyeva@alfabank.ru

Потребительский

**Евгений Кипнис**☎ +7 (495) 795 37 13 (доб. 8088) ✉ ekipnis@alfabank.ru

Спец. по данным/Аналитик

**Денис Дорофеев**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 8086) ✉ didorofeev@alfabank.ru**Олеся Воробьева**☎ +7 (499) 681 30 75 (доб. 5008) ✉ oovorobyeva@alfabank.ru**Полина Орехова**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 8903) ✉ porekhova@alfabank.ru

Финансы

**Евгений Кипнис**☎ +7 (495) 795 37 13 (доб. 8088) ✉ ekipnis@alfabank.ru

Недвижимость

**Ирина Фомкина**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 1174) ✉ ifomkina@alfabank.ru**Филипп Николаев**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 7392) ✉ fnikolaev@alfabank.ru

Металлы и горная добыча

**Борис Красноженов**☎ +7 (495) 795 36 12 (доб. 6451) ✉ bkrasnozhenov@alfabank.ru

Редактор

**Максим Сухманский**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 5222) ✉ msukhmanskiy@alfabank.ru**Юлия Толстых**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 8681) ✉ yatolstyh@alfabank.ru

Электроэнергетика

**Анастасия Егазарян**☎ +7 (499) 923 66 97 (доб. 2852) ✉ aegazaryan@alfabank.ru**Елизавета Арбузова**☎ +7 (495) 610 91 91 (доб. 4889) ✉ eyarbuzova@alfabank.ru

Долговой рынок



Мария Радченко

+7 (499) 923 66 97 (доб. 5074) mgradchenko@alfabank.ru



Шамиль Джафаров

+7 (499) 923 66 97 (доб. 9902) ssdzhafarov@alfabank.ru

Стратегия по валютному рынку и процентным ставкам



Никита Еуров

+7 (499) 923 66 97 (доб. 5204) neurov@alfabank.ru

Отраслевая аналитика

Недвижимость



Ирина Фомкина

+7 (499) 923 66 97 (доб. 1174) ifomkina@alfabank.ru

Потребительский



Екатерина Тузикова

+7 (499) 923 66 97 (доб. 5172) etuzikova@alfabank.ru

Золото



Елизавета Арбузова

+7 (495) 610 91 91 (доб. 4889) eyarbuzova@alfabank.ru

ИТ



Дмитрий Протас

+7 (499) 923 66 97 (доб. 4991) dprotas@alfabank.ru

Торговые операции и продажи (Москва)

Продажи



Александр Зоров

+7 (495) 783 51 15 (доб. 7649) azorov@alfabank.ru

Торговые операции



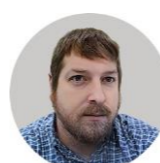
Артём Белобров

+7 (499) 923 66 97 (доб. 4618) abelobrov@alfabank.ru



Анастасия Полтавская

+7 (499) 923 66 97 (доб. 4290) apoltavskaya@alfabank.ru



Иван Макаров

+7 (499) 923 66 97 (доб. 5373) makaroviv@alfabank.ru

РЕПО



Олег Морозов

+7 (499) 923 66 97 (доб. 6972) omorozov@alfabank.ru

© Альфа-Банк, 2025 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчёт и содержащаяся в нём информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее — «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то что приведённая в данном материале информация получена из публичных источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надёжными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведённые в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не даёт заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведённая в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т. ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьём распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.