

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТРАТЕГИЯ

на 2026 год

«К старту готовы: отсчет пошел»

**Центр аналитики
и экспертизы ПСБ**

Декабрь 2025

Оптимизм после сложного года

Экономический рост

Несмотря на то что риски чрезмерного замедления экономики пока не сняты и остаются значимыми для 1П 2026 года, мы видим основания рассчитывать на ускорение экономической динамики во 2П 2026 года за счёт поддержки внутреннего спроса, восстановительного роста запасов и чистого экспорта на фоне снижения чувствительности к внешним ограничениям. Ожидаем, что в 2026 году ВВП России вырастет на 1,7%.

Инфляция и ключевая ставка

В базовом сценарии предполагаем стабилизацию инфляционного давления около 5% (достичь таргета не позволит частичное восстановление экономической активности во втором полугодии и ослабление рубля) и рассчитываем на снижение ключевой ставки до 12%.

Курс рубля

В базовом прогнозе ждем умеренного ослабления рубля. Курс на конец 2026 года: 90 рублей за доллар США и 12,7 рублей за юань.

Фондовый рынок

Рынок облигаций: Ожидаем снижение доходности 10-летних ОФЗ до ~11%. Это соответствует целевым значениям индекса RGBI в диапазоне 138-140 пунктов на 2026 год.

Рынок акций: С оптимизмом смотрим на рынок акций, ожидая его уверенного роста, чему будут способствовать активизация экономической активности, смягчение ДКП и ослабление рубля. В рамках базового сценария полагаем, что индекс МосБиржи достигнет 3800 пунктов. При этом считаем, что в начале года на рынке сохранится дефицит идей, что может способствовать повышенной волатильности.

Топ-5 акций на начало года: Сбербанк, Транснефть пр., Полюс, Яндекс, КЦ ИКС 5.

Топ-5 бенефициаров снижения ставки и улучшения по геополитике: РУСАЛ, Северсталь, Аэрофлот, Озон, Совкомбанк.

Подробнее о предпосылках роста и наших прогнозах читайте в нашей стратегии.

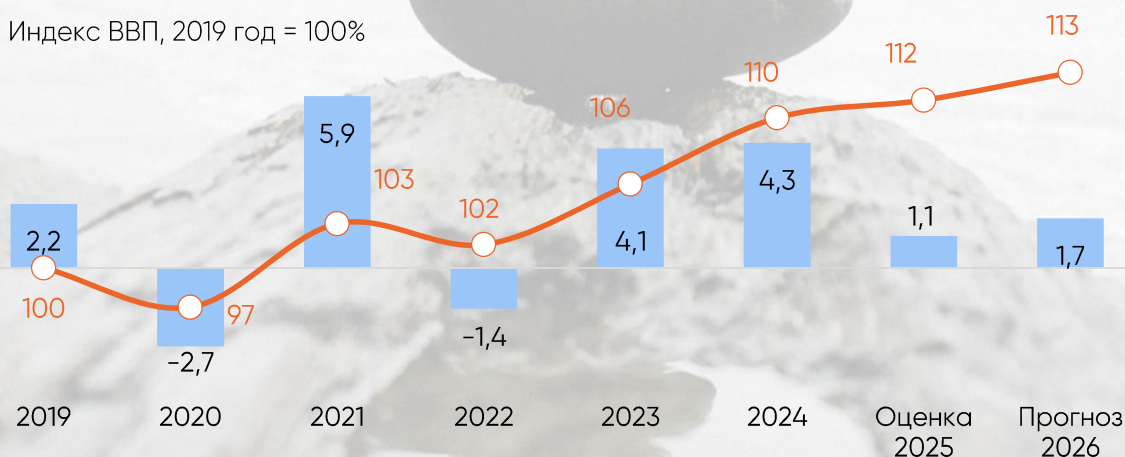
На пути к сбалансированному росту

Политика по «мягкой» посадке экономики достигла результата. Экономический рост замедлился и по итогам 10 мес. 2025 г. оценочно составлял около 1% г/г (против 4,3% г/г за 2024 год). За счёт торможения спроса и укрепления рубля существенно снизилось инфляционное давление (около 6% г/г на конец 2025 г. после 9,5% на конец 2024). При этом рост доходов населения, хоть и замедлился, оставался достаточно динамичным из-за дальнейшего расширения з/п (реальная +4,5% г/г за 9 мес. 2025 г. после 9,7% г/г за 2024 г.) в условиях дефицита рабочей силы.

Несмотря на то что динамика ВВП осталась в положительной зоне, **реализовался риск отраслевой фрагментации** – сохранение роста в ограниченном числе отраслей (потребительский сегмент, ОПК, отрасли, ориентированные на госсектор, и т.д.). Кроме того, в III кв. 2025 г. инвестиции в основной капитал упали на 3,1% г/г, впервые с пандемии 2020 г., а за январь–сентябрь они приросли только на 0,5% г/г, уйдя ниже официальных прогнозов. Такая тенденция указывает на сохранение риска дальнейшего замедления экономики и противоречит цели по ее возврату к сбалансированным темпам роста (рост ВВП на 2–2,5%) уже до конца 2026 года. С учётом задержки реакции экономических процессов и сохранения непростых внешних условий, для достижения указанной цели может потребоваться переход к более мягкой денежно-кредитной и бюджетной политике.

■ Динамика ВВП России, в % г/г

■ Индекс ВВП, 2019 год = 100%



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика

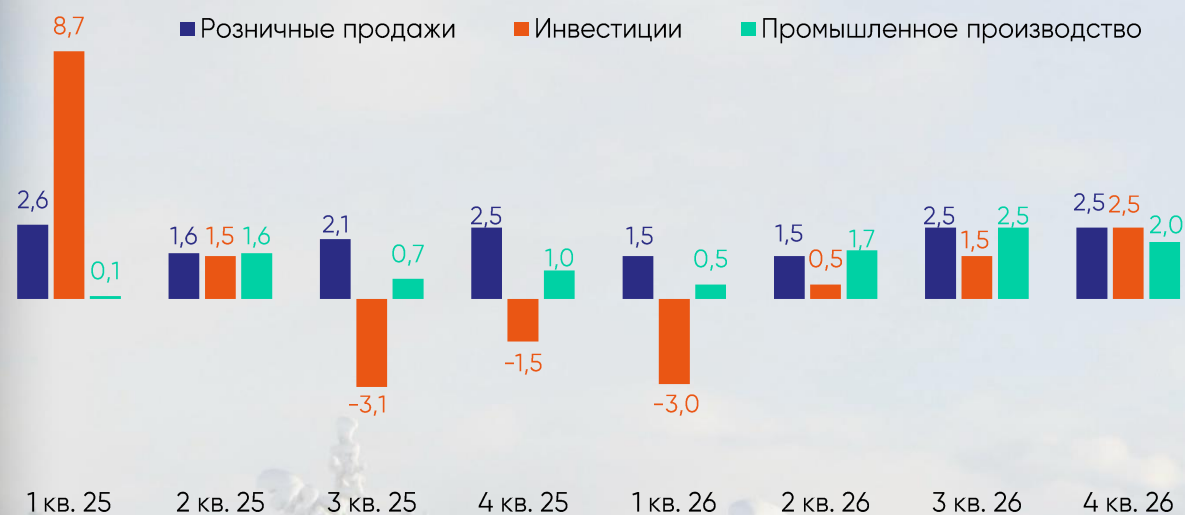
Последние макроэкономические данные и сигналы опережающих индикаторов указывают на высокую вероятность небольшого ускорения темпов роста реального ВВП в IV кв. 2025 года, что соответствует нашим прогнозам (+1,2% г/г в IV кв. после +0,6% в III кв. и +1,1% по итогам года), а также верхней границе прогноза ЦБ (0,5–1%). При этом риски чрезмерного замедления экономики пока не сняты и на фоне повышения налогов, консолидации бюджетных расходов и сохранения высокой ключевой ставки остаются значимыми для 1П 2026 года). Тем не менее, мы видим основания рассчитывать на ускорение экономической динамики во 2П 2026 года за счёт поддержки внутреннего спроса в условиях смягчения денежно-кредитных условий и восстановительного роста запасов и чистого экспорта на фоне снижения чувствительности к внешним ограничениям. При этом рамочный прогноз ЦБ допускает такой сценарий (рост ВВП на 0,5–1,5% в 2026 году), а прогноз Правительства и консенсус рынка более консервативны (1,3% и 1,2% соответственно).

Только действие снимает сомнения

Потребление домохозяйств останется опорой экономической активности. В начале 2026 г. новый импульс роста доходов физлиц будет получен за счёт повышения МРОТ (на ≈20%) и в течение года он будет продолжать умеренно увеличиваться. Рост доходов будет поддержан сохранением дефицита трудовых ресурсов (начисленные зарплаты ≈7% г/г в 2026 г. после ≈12% г/г в 2025 г.), в т.ч. на фоне ужесточения миграционного контроля. Устойчивая доходная база домохозяйств и рост кредитной активности обеспечат относительно умеренное, но **стабильное расширение конечного потребления**.

Важный фактор поддержки внутреннего спроса в 2026 г. – **сохранение реального объёма бюджетных расходов** на уровне 2025 года. Относительная стабильность госрасходов позволит не допустить просадки экономики и поддержит инвестиционную активность, которая в начале года будет под давлением на фоне адаптации бизнеса к новым условиям. Доходная часть бюджета продолжит структурно меняться: **доля нефтегазовых доходов снизится до 18,5% с 23% в 2025 г.**, а нефтегазовые доходы покажут реальный рост за счёт налогового манёвра и улучшения администрирования. **Дефицит бюджета останется в районе 3% ВВП.**

Во втором полугодии в условиях значимого сужения стоимости заёмного капитала, а также снижения чувствительности экономики к внешним условиям, начнётся восстановительный рост инвестиций в основной капитал, а также общий рост деловой активности. Позитивная динамика в промышленности будет поддержана частичным восстановлением добычи и расширением выпуска в отраслях обработки, ориентированных на конечный спрос и ОПК. Продолжится увеличение добавочной стоимости в сельском хозяйстве, финансовом и ИТ- секторах, а также стартует восстановление в транспортном секторе, в оптовой торговле и управлении недвижимостью.



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика

Красоту высоты не ощутить без страха падения

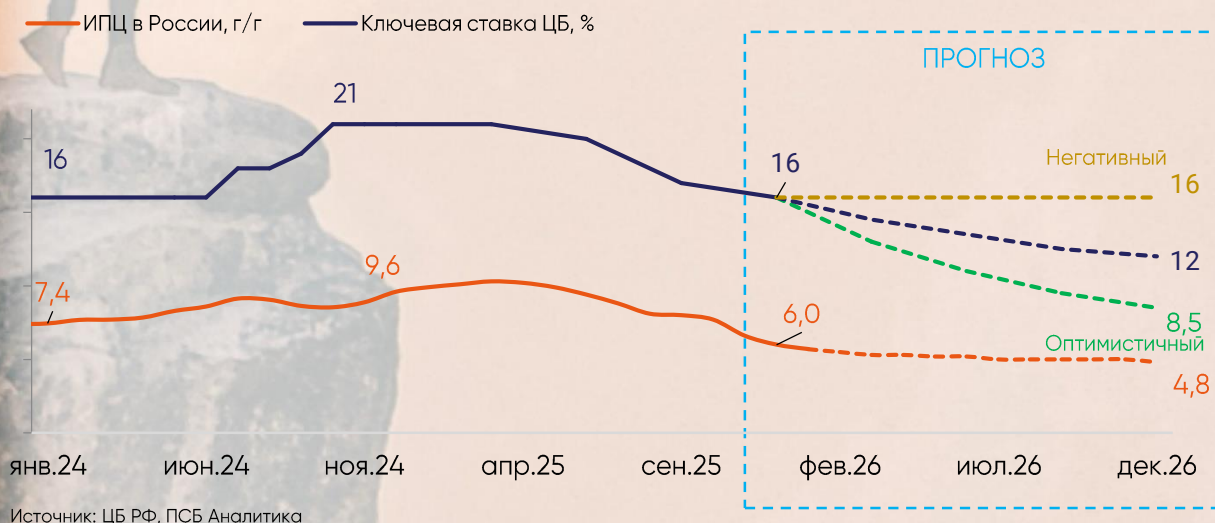
Банк России начал цикл снижения ключевой ставки в конце II кв. 2025 г. с опережением ожиданий из-за более раннего торможения инфляции (с марта она замедлялась с опережением прогнозов) и роста рисков переохлаждения экономики – следствие реализации политики «мягкой» посадки и длительного удержания ключевой ставки на высоком уровне. За второе полугодие 2025 г. ЦБ снизил ключевую ставку на 5 п.п., до 16%, при этом сохранив жёсткий монетарный режим с учётом всё ещё высокой реальной ставки ($\approx 10\%$).

Осторожность регулятора и плавность смягчения ДКП связаны с сохранением повышенных инфляционных ожиданий населения и бизнеса. Снижению последних мешали:

- рост бюджетного дефицита при сужении нефтегазовых доходов;
- устойчиво высокие транзакционные и логистические издержки;
- инерционный рост внутренних издержек из-за перегрева 2023–24 годов.

Тем не менее, заметное укрепление рубля, адаптация финансовой и транспортной системы к работе в условиях внешних ограничений и продолжительная жёсткость ДКП постепенно нивелировали большую часть рисков. В результате на фоне устойчивого замедления внутреннего спроса и под влиянием разовых факторов (снижение цен на бензин, урожай лучше ожиданий и т.д.) к концу года инфляция продолжила снижаться и с опережением ожиданий приблизилась к 6% г/г, оказавшись заметно ниже октябрьского прогноза ЦБ (6,5–7%).

В базовом сценарии ждём стабилизации инфляционного давления в 2026 г. около 5% (достичь таргета не позволит частичное восстановление экономической активности во втором полугодии и ослабление рубля) и рассчитываем на снижение ключевой ставки до 12% к концу следующего года. Более устойчивая просадка внутреннего спроса и сохранение крепкого рубля позволят ЦБ более агрессивно снизить ставку в оптимистичном сценарии. Негативный сценарий сопряжён с реализацией рисков для макростабильности, что вынудит ЦБ приостановить цикл снижения ключевой ставки.

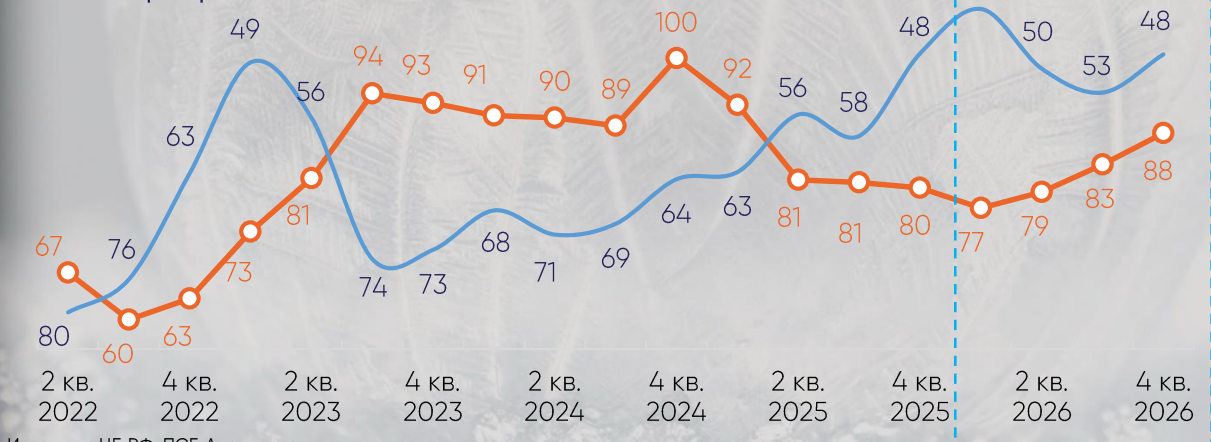


Курс в руках ЦБ

Курс рубля в последние годы слабо коррелирует с ценами на нефть. Периоды относительно высокой стоимости российской нефти сопряжены с периодами самого слабого курса рубля (2023–24 гг.). Связь слабости рубля с периодами наибольшего дисконта на российскую нефть также не подтверждается: минимальный относительный дисконт наблюдался в 2023–24 гг., а максимальный – в 2022 г. и 2025 г., когда рубль был наиболее крепок. При этом пик дисконта в конце 2025г. был значимо ниже, чем в начале 2023 г. (29% и 42% от Brent, соответственно). Таким образом, санкционное давление на нефтяную отрасль ограниченно влияет на курс рубля и не определяет долгосрочный вектор его динамики. Похоже, что **курс рубля в значимой мере зависит от экономической/импортной активности в РФ** (её пик пришёлся на 2023–24 гг.). Также определённое влияние на курс оказывают потоки капитала, точнее интерес резидентов к валютным активам в условиях отсутствия иностранных инвесторов. В первую очередь это касается экспортеров, активно формирующих спрос на импорт. При этом, распространение рублёвых схем расчётов по экспорту/импорту, которое закрепилось выше 50%, ограничивает значимость последнего фактора. В связи с этим длительная **жёсткая ДКП, которая ограничила внутренний спрос и повысила приоритет сбережений в рублях, стала определяющим фактором формирования курса национальной валюты.** В 2026 г. мы ждём усиления экономической активности только со второго полугодия, когда эффекты от смягчения ДКП наберут силу. Значимого усиления геополитических рисков не прогнозируем. Соответственно, базовый прогноз предполагает умеренное ослабление рубля во втором полугодии. При этом в начале 2026 г. видим риск укрепления рубля к максимумам с 2022 г., но ожидаемое в следующем году 2-х кратное ограничение продаж валюты регулятором ограничит уровень и сроки укрепления национальной валюты. Прогноз курса на конец 2026 года: **90 руб. за доллар США и 12,7 рублей за юань.**

— рублей за доллар США

— Urals для налогообложения, \$ за барр.
(инвертир.)



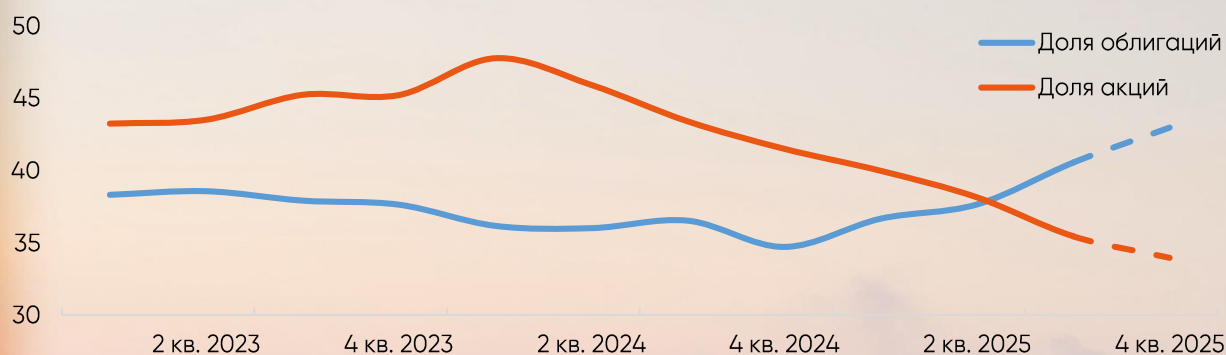
Источник: ЦБ РФ, ПСБ Аналитика

Российский фондовый рынок

С купоном надёжнее...

За три квартала 2025 года объем средств физических лиц на брокерских счетах вырос на 1,2 трлн руб. (+11% к IV кв 2024 г.), до 11,8 трлн руб. В течение года продолжилась тенденция к снижению интереса к акциям. Так, к концу III кв. их доля в портфелях розничных инвесторов опустилась до 35% (-7 п.п.). При этом, если в 2024 году фокус с акций смещался к фондам (в основном денежного рынка), то в 2025 году фаворитами стали облигации – их доля в портфелях частных инвесторов к концу III кв. впервые с III кв. 2022 года превысила 40%. По нашим оценкам, в IV кв. эта тенденция сохранила свою актуальность, в результате чего по итогам года доля облигаций в портфелях физлиц может составить порядка 43%, а акций – снизится до 34%. При этом объемы средств на брокерских счетах физлиц превысит 12 трлн руб.

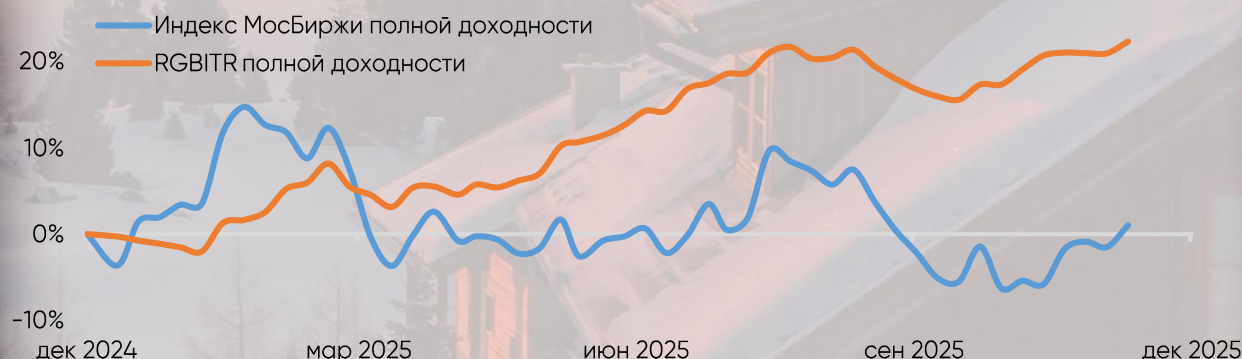
Доля активов в портфелях частных инвесторов



Источник: ЦБ РФ, ПСБ Аналитика

Итоги года показали, что фокус частных инвесторов на облигациях был обоснован. При высоком уровне неопределенности на рынке акций, отказе компаний от дивидендов и высоких рисках инвестирования, долговые бумаги при более низких рисках позволяли получать хорошую доходность за счет высоких ставок. При этом доход приносили не только купонные выплаты, но и переоценка стоимости облигаций, проходившая на фоне снижения ключевой ставки. В результате спред между доходностью облигаций и акций к концу года* составил порядка 20%.

Динамика индексов полной доходности



Источник: ПСБ Аналитика

* - по данным на 10.12.2025



Классическая длина останется в моде

Классические облигации с фиксированным купоном в 2025 г. смогли показать самую высокую доходность на рынке – от 22% по ОФЗ до более 30% по корпоративным облигациям с рейтингом АА-А. Этому способствовало начало цикла ослабления монетарной политики ЦБ и улучшение ожиданий по геополитике.

Дальнейшее смягчение ДКП, по нашим оценкам, сохранится в 2026 году, в связи с чем стратегия с фокусом на длинные облигации с фиксированной ставкой останется актуальной. При нашем прогнозе ключевой ставки на конец 2026 г. на уровне 12% ожидаем снижение доходности 10-летних ОФЗ до ~11% (14,4% на 25.12.2025 г.). Это соответствует **целевым значениям индекса RGBI в диапазоне 138-140 пунктов на 2026 год** при текущих значениях на уровне 118 п.

Мы сохраняем фокус на облигациях с фиксированным купоном, незначительно изменив целевую структуру долгового портфеля.

Облигации с фиксированным купоном остаются основной инвестиционной идеей на долговом рынке – сохраняем рекомендацию поддерживать в портфеле их долю на уровне 50% и более. В зависимости от риск-аппетита для консервативных инвесторов рекомендуем корпоративные выпуски с рейтингом ААА-А и срочностью 2-3 года и длинные ОФЗ-ПД (~10 лет). Потенциальная совокупная доходность (с учетом НКД) по индексу RGBI (дюрация индексного портфеля около 5 лет) может составить до 30% за год.

Корпоративные флоатеры остаются инструментом хеджирования процентного риска, основного фактора волатильности индекса RGBI в 2025 г. (коррекции индекса достигали 7%). Не ожидаем, что в 2026 г. инвесторы увидят линейный безоткатный рост индекса к целевым значениям 138-140 пунктов, в связи с чем сохраняем рекомендацию по доле в портфеле флоатеров на уровне ~25%. Отметим, что основную ставку делаем на флоатеры умеренной срочности (до 3 лет), чтобы минимизировать рыночный риск данной защитной позиции. **Ориентир по доходности флоатеров – КС+200 б.п.** (ОФЗ и корпоративные облигации с рейтингом не ниже А), что соответствует ~16% годовых.

Валютные/квзивалютные облигации в 2025 г. продемонстрировали отрицательную рублевую доходность из-за укрепления национальной валюты. В 2026 году ожидаем возврат курса рубля к своим равновесным значениям с потенциалом роста пар CNYRUB и USDRUB порядка 15%. С учетом текущей валютной доходности облигаций с рейтингом ААА-А на уровне ~7% совокупная рублевая доходность составит около 22% за год, что не может в полной мере конкурировать с классическими рублевыми выпусками. Однако этот сегмент остается важным инструментом хеджирования валютного риска. Незначительно корректируем целевую долю валютных облигаций в портфеле с 20%-30% до ~20%. По-прежнему рекомендуем поддерживать относительно короткую срочность облигаций (до 3 лет) при диверсификации по валютам (USD, CNY и EUR).

Кредитный риск. На фоне высоких ставок и замедления экономического роста число эмитентов, допустивших дефолт за неполный 2025 год существенно выросло – порядка 30 (с учетом ЦФА) с 11 в 2024 г. При этом все дефолты коснулись эмитентов с рейтингом ВВВ и ниже, что подтверждает наши опасения относительно сектора высокодоходных облигаций (в стратегии на 2025 год мы рекомендовали формировать портфель из бумаг с рейтингом ААА-А).

В 2026 г. также рекомендуем избегать бумаг с повышенным кредитным риском (рейтинг ВВВ и ниже), так как ускорение экономической активности ожидается не ранее 2П 2026 г., а ключевая ставка будет оставаться двузначной, что будет ограничивать восстановление кредитных метрик компаний и сдерживать сужение спредов к ОФЗ по корпоративным облигациям (ожидаем умеренного сужения премии с текущих 300 б.п. по индексу IFX-Cbonds до 250 б.п., тогда как в 1П 2024 г. средняя премия составляла 140 б.п.).

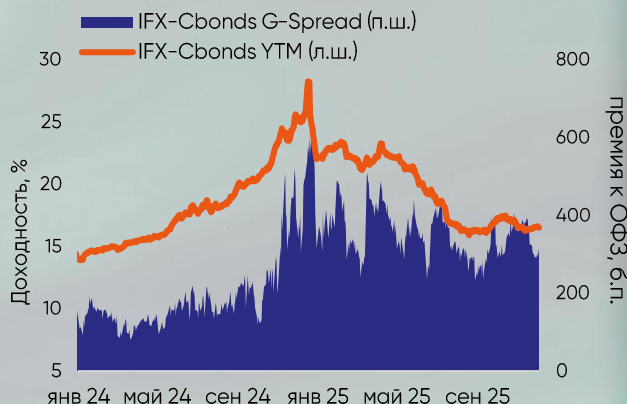
ОФЗ и корпоративные облигации

Ориентир по индексу RGBI на 2026 год – 138–140 п.



ПСБ Аналитика

Кредитные спреды останутся повышенными



Целевая структура долгового портфеля на 2026 год

| Инструмент | Срочность | Доля в портфеле | Примеры выпусков (AAA-AA) |
|--|-----------------------------------|-----------------|---|
| Облигации с фиксированным купоном | 3-5 лет (корп.) 7-15 лет (ОФЗ) | ~55% | ОФЗ 26245, ОФЗ 26252, МБЭС 2Р-04, Казахст11, Атомэнпр07, БалтЛизП16, сГТЛК 2Р-9, АФБАНК1Р16 |
| Облигации с плавающей ставкой (флоатеры) | до 3 лет | ~25% | ОФЗ 29020, МЕТИН2Р01, МТС 2Р-05, Систем1Р26, МСПФакт1Р1 |
| Валютные облигации | до 3 лет | ~20% | ГазКап3Р14, Атомэнпр06, ГТЛК 3О27Д, ПИК К 1Р5, ГазКап3Р19, Полюс Б1Р2, ГазКЗ-27Е |

Для выбора облигаций в портфель рекомендуем использовать Технический монитор, доступный для скачивания. Формат в [xlsx](https://www.psbank.ru/informer) позволяет фильтровать выпуски по рейтингу, доходности, типу ставки, валюте, объему торгов, дюрации и пр. <https://www.psbank.ru/informer>



2025: факторы давления и волатильности

После волны роста в I кв. на российском рынке акций сформировался нисходящий тренд, который превалировал до конца 2025 года. Покупкам в начале года способствовало улучшение ожиданий по геополитике, однако уже во II кв., по мере охлаждения позитивных настроений, рынок перешел к нисходящей динамике.

Динамика секторальных индексов и индекса МосБиржи



Источник: Московская Биржа, ПСБ Аналитика

Снижению индексов способствовали экономические факторы. Акции оказались под давлением постепенного замедления экономического роста, что способствовало ухудшению ожиданий по показателям российских компаний. Плюс к этому, покупки в акциях сдерживала жесткая денежно-кредитная политика, оказывающая существенное влияние на показатели компаний, чувствительных к ставкам в экономике. Кроме этого, сильный рубль оказывал давление на динамику акций компаний-экспортеров, что особенно сказалось на нефтегазовом секторе – рублевые цены на нефть марки Brent большую часть года двигались в диапазоне 4800–5800 руб. – над минимумами с конца 2022 года. При этом фактор геополитики был определяющим в начале года, тогда как в его второй половине на первый план вышли экономические факторы.

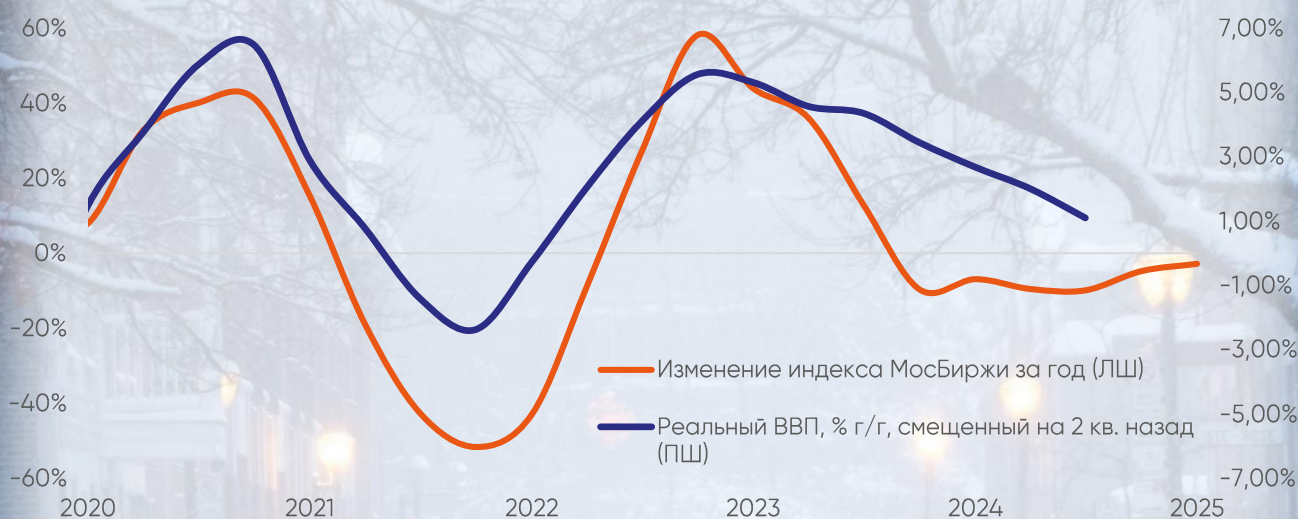
Аутсайдерами рынка выступили акции ИТ-сектора на фоне сокращения финансовых результатов из-за переносов или корректировок бюджетов ключевых заказчиков по причине высокой ключевой ставки, роста расходов на разработку и ФОТ. Также выделяем нефтегазовый сектор, который оказался под давлением низких рублевых цен на нефть и геополитики. Строительный сектор в первой половине года чувствовал себя уверенно. Однако более медленные темпы смягчения ДКП и отдельные корпоративные истории вывели его в аутсайдеры к концу года.

Лучше рынка в 2025 году оказался сектор электроэнергетики за счет динамики отдельных бумаг – Россетей Московский регион и «префов» Ленэнерго. Остальные бумаги сектора демонстрировали слабость, несмотря на улучшение в течение года ожиданий по прибылям компаний. Отметим динамику акций потребительского сегмента, где снижение индекса сдержали бумаги с сильным фундаментальным бэкграундом.

Почему мы ждем роста рынка акций в 2026 году

В следующем году рынок может получить поддержку со стороны двух основных факторов, влияющих на него. Суммарный эффект этого влияния приведет к устойчивому восстановлению котировок акций российских компаний. Однако не стоит ожидать роста с начала года. По нашим оценкам, разворот на рынке произойдет во втором квартале, а основной подъем придется на вторую половину года.

Изменение реального ВВП г/г и индекса МосБиржи за год



Источник: Росстат, ПСБ Аналитика

Экономика

В предыдущие годы российский фондовый рынок показывал опережающую динамику по отношению к экономике: «лаг» составлял примерно 2–3 квартала. В 2024 году инвесторы заложили более существенное снижение темпов роста ВВП, а отсутствие на открытом рынке компаний, сдерживающих замедление экономики, привело к рассинхронизации динамики рынка акций и ВВП. Поэтому, несмотря на продолжающееся замедление экономического роста в 2025 году, снижение индекса МосБиржи не получило ускорения.

Со второго квартала следующего года рынок получит поддержку со стороны ожиданий восстановления экономического роста и продемонстрирует опережающую динамику, что позволит компенсировать текущую рассинхронизацию. При этом, если во втором полугодии экономика покажет устойчивость тренда к выходу на сбалансированные темпы роста, инвесторы будут закладывать в котировки акций дальнейшее улучшение в 2027 году. Также важным фактором окажется постепенное ослабление рубля на фоне роста экономической активности, расширения конечного потребления и улучшения по геополитике.

Рынок акций

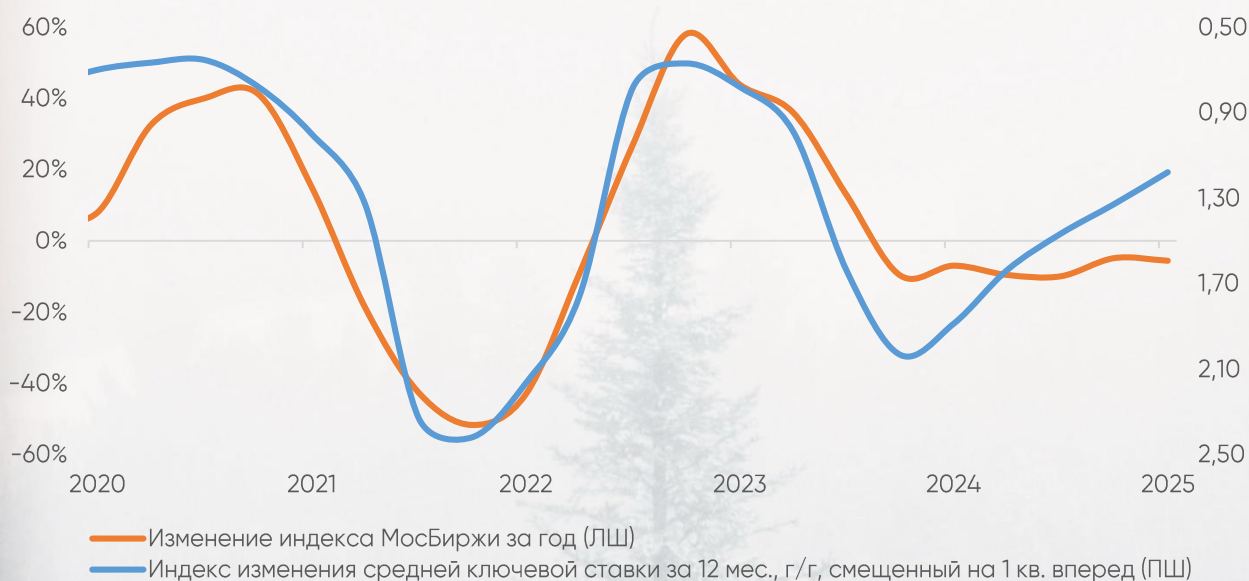
Ключевая ставка

В 2026 году рынок акций также получит поддержку со стороны динамики ключевой ставки. Ее снижение будет способствовать улучшению показателей компаний, чей бизнес чувствителен к ставкам в экономике и/или имеющих существенную долговую нагрузку. Также этот фактор будет способствовать снижению стоимости ликвидности и ее притоку в рискованные инструменты.

Ожидание дальнейшего смягчения ДКП может сказаться на рынке акций уже во II кв., полностью реализовав влияние во втором полугодии. Кроме того, снижение ключевой ставки приведет к смещению интереса инвесторов с инструментов с фиксированной доходностью – снижение доходности облигаций и фондов денежного рынка, а также вкладов, будет стимулировать приток новых средств в акции. В конце года сила влияния изменения ДКП снизится в связи с переходом ЦБ РФ к тонкой донастройке монетарной политики (снижение шага до 25 б.п.).

Отметим, что темпы роста рынка акций следуют за индексом изменения средней ключевой ставки за 12 мес. с отставанием до одного квартала. При этом в 2025 году намечилось расхождение этих показателей, что может говорить о том, что последние шаги в рамках смягчения ДКП были не полностью отыграны рынком – это создает дополнительный потенциал для роста.

Ключевая ставка ЦБ РФ и динамика индекса МосБиржи

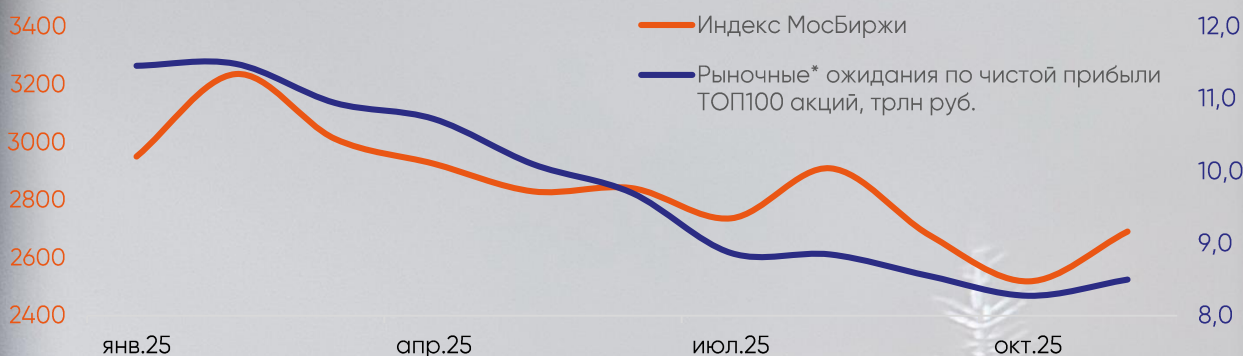


Источник: ЦБ РФ, ПСБ Аналитика

Не сразу, но увидим улучшение видов на прибыли

На фоне высоких ставок и торможения экономического роста ведущие аналитики в течение года ухудшали ожидания по доходам российских компаний. Так, оценка ожидаемой совокупной чистой прибыли ТОП100 эмитентов за 2025 год, согласно сервису прогнозов Петербургской Биржи, упала за 11 месяцев года до 8,5 трлн руб., что предполагает снижение корпоративных прибылей по итогам года на 28% г/г.

Ожидания по прибылям в течение года ухудшились



В лидерах по темпам ухудшения – секторы, наиболее чувствительные к высоким ставкам и внешним ограничениям, которые к тому же усиливаются крепостью рубля. С появлением к концу осени большей уверенности в перспективах смягчения ДКП и стабилизацией на геополитическом треке формируется позитивный взгляд аналитического сообщества на 2026 год. Исходя из ноябрьских данных, корпоративные прибыли ведущих публичных корпораций превысят 10,5 трлн руб., т.е. вернутся выше уровней 2024 года. Все это уже оказывает определенную поддержку и рынку акций.

Эволюция прогнозов аналитиков по чистой прибыли Топ-100

| Сегмент рынка | Изменение прогнозов на 2025 г. с начала года | Текущие ожидания по росту чистой прибыли* | |
|-----------------------|--|---|------------|
| | | 2025П г/г | 2026П |
| Транспорт | -61% | -63% | 66% |
| Девелоперы | -49% | -25% | 100% |
| ИТ | -49% | Переход к росту | 279% |
| Металлы и горнодобыча | -49% | -15% | 37% |
| Телекомы | -30% | -28% | 99% |
| Потребсектор | -36% | -16% | 28% |
| Нефть и газ | -35% | -34% | 19% |
| Финансы | 0% | 3% | 10% |
| Электроэнергетика | 4% | 577% | 5% |
| Химпром | 3% | 53% | 10% |
| ВСЕГО | -28% | -17% | 21% |

* Расчеты ПСБ Аналитика на основе данных Сервиса прогнозов Петербургской Биржи

В текущие ожидания, по нашим оценкам, примерно на 2/3 заложен сценарий реализации устойчивой тенденции к нормализации ставок (с уходом их к 2027 году в зону однозначных значений) и оживления экономической активности.

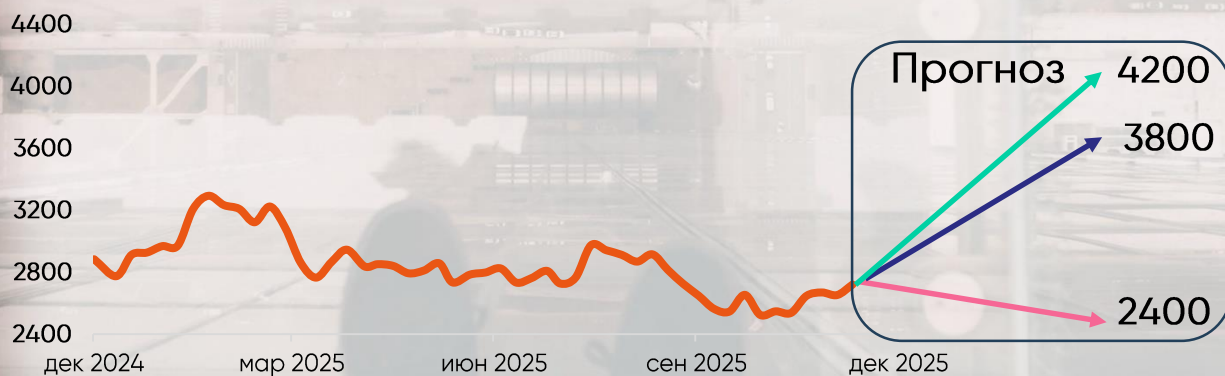
Ждем индекс МосБиржи на пятилетних максимумах

В целом на 2026 год мы смотрим с оптимизмом, ожидая активного роста российского фондового рынка. Его смогут поддержать дальнейшее смягчение денежно-кредитной политики, ослабление рубля и улучшение геополитического фона с активизацией экономического роста. Однако полагаем, что в начале следующего года рынок акций продолжит испытывать дефицит идей, что может сохранить повышенную волатильность. По нашим сценарным предположениям, лишь с весны появятся подтверждения поступательности снижения ставок к приемлемым (12% и ниже к концу года) уровням, а также начнет формироваться тенденция к улучшению видов на экономику и финпоказатели компаний. Развитие этих факторов поддержит импульс к уверенному росту индекса МосБиржи и восстановлению рыночных оценок до уровней 2020–2021 года.

В начале года мы рекомендуем инвесторам при формировании портфелей опираться в первую очередь на бумаги с сильным фундаментальным бэкграундом и хорошим дивидендным профилем, с постепенным наращиванием доли акций, способных выиграть от смягчения ДКП, улучшения геополитической ситуации и, отчасти, – ослабления рубля.

Развилка прогнозов по индексу МосБиржи на 2026

ГОД



Источник: ПСБ Аналитика

В позитивном сценарии индекс МосБиржи достигнет района 4200 пунктов. Предпосылками для такой динамики могут выступить: уверенный экономический рост при снижении ключевой ставки ниже 10% уже в 2026 году, рост цен на Urals* до \$75 за баррель при весьма сдержанном ослаблении рубля (доллар: 81 руб.) к концу года, а также улучшение геополитического фона уже в первой половине года.

В базовом сценарии индекс МосБиржи поднимется к 3800 пунктов. Способствовать реализации этого сценария будут следующие факторы: переход с середины года к восстановлению экономической активности в России (и мире) и улучшение видов на экономику на 2027 год, а также нормализация геополитического фона. Ждем снижения ставки до 12% с перспективами дальнейшего смягчения ДКП в 2027 году, возврата курса доллара к 90 руб. к концу года, цену Urals* – на уровне \$55 за баррель.

В негативном сценарии индекс МосБиржи может снизиться до 2300 пунктов. Основными негативными факторами выступают: стагнация темпов экономического роста и отсутствие улучшений в геополитике при ухудшении ситуации в мировой экономике. В этом сценарии ждем удержания ставки ЦБ на завышенных уровнях (15% или выше), снижение Urals* ниже \$45 за баррель при уходе доллара на конец года к 93,6 рублям.

* – среднегодовой уровень

Предпочтения по акциям на 2026 год

Наша стратегия

Мы ждем уверенного роста российского рынка акций в 2026 году. Однако исходим из сценария улучшения макроэкономической конъюнктуры и приближения ключевой ставки к более – менее адекватным уровням (12-13%), с переходом к восстановлению прибыли (и, как следствие, нормализации оценок в направлении уровней 2020-2021 гг.) компаний ряда отраслей, чувствительных к ставке и геополитике, лишь к середине года.

Учитывая сохраняющийся на начало года повышенный уровень неопределенности, мы сдержанно смотрим на траектории финпоказателей публичных компаний. В этой связи рекомендуем консервативным инвесторам гибко подходить к формированию портфелей на следующий год: делать ставку на отдельные сильные истории, однако небольшую долю держать в бумагах компаний с высоким потенциалом роста, но уязвимых к ключевым факторам (ставка, геополитика). В дальнейшем перераспределять доли акций по мере появления подтверждений наших сценарных предположений.

Пока же предпочтение мы по-прежнему отдаем акциям компаний с наиболее надежным бизнесом, в первую очередь дивидендным идеям, а также бенефициарам благоприятной ситуации на мировых товарных рынках, сохранения устойчивого внутреннего спроса или историям с сильными драйверами органического роста, не страдающими от высокой ставки.

Наш выбор

| Эмитент | Текущая цена* | Целевая цена ПСБ** | Апсайд | Див. доходность* в 2026 г. | P/E ₂₀₂₆ | EV/EBITDA ₂₀₂₆ / P/BV (для банков) |
|--|---------------|--------------------|--------|----------------------------|---------------------|---|
| Наиболее фундаментально привлекательные бумаги на начало года | | | | | | |
| Сбербанк, оа | 301 | 420 | 40% | 12% | 3,7 | 0,8 |
| ВТБ, оа | 71 | 109 | 52% | 21% | 2,5 | 0,4 |
| T-Технологии, оа | 3168 | 4500 | 42% | 6% | 2,7 | 1,1 |
| Транснефть, па | 1358 | 1600 | 18% | 13% | 0,8 | -0,3 |
| Норникель, оа | 145 | 185 | 27% | 0% | 9,8 | 5,2 |
| Полюс, оа | 2326 | 2850 | 23% | 7% | 8,7 | 6,5 |
| Ростелеком, оа | 63 | 81 | 29% | 5% | 4,8 | 2,5 |
| Яндекс, оа | 4480 | 5810 | 30% | 5% | 12,9 | 5,4 |
| Позитив, оа | 979 | 1550 | 58% | 3% | 6,2 | 5,0 |
| ЦИАН, оа | 591 | 760 | 29% | 8% | 12,1 | 7,9 |
| ИКС5, оа | 2981 | 4220 | 42% | 13% | 8,2 | 3,9 |
| Лента, оа | 2018 | 2390 | 18% | 0% | 6,6 | 3,6 |
| Новабев, оа | 413 | 565 | 37% | 17% | 5,7 | 3,1 |
| Бенефициары снижения ставки и геополитики (рекомендуем иметь с меньшим весом* в портфеле) | | | | | | |
| НОВАТЭК, оа | 1155 | 1436 | 24% | 6% | 8,0 | 6,7 |
| Татнефть, оа | 570 | 722 | 27% | 7% | 5,3 | 3,1 |
| РУСАЛ, оа | 33 | 48 | 47% | 0% | 6,4 | 7,2 |
| Северсталь, оа | 965 | 1320 | 37% | 5% | 7,9 | 4,4 |
| ММК, оа | 28 | 40 | 44% | 5% | 6,2 | 2,2 |
| Аэрофлот, оа | 57 | 80 | 40% | 9% | 4,9 | 3,5 |
| ОЗОН, оа | 4263 | 5198 | 22% | 5% | 31,6 | 5,6 |
| ВК, оа | 288 | 377 | 31% | 0% | отр. | 11,2 |
| Самолет, оа | 956 | 1550 | 62% | 0% | 3,6 | 4,0 |
| Совкомбанк, оа | 12 | 20 | 61% | 4% | 2,3 | 0,5 |

* на 20.12.2025

** наша текущая оценка справедливой стоимости акции на горизонте 12 мес.



Взгляд на секторы рынка акций

Нефть и газ

В 2026 г. мы скорее отдаем предпочтение отдельным историям сектора, чем рекомендуем покупать широким фронтом. Прежде всего, нам интересны нефтяные и завязанные на транспортировку нефти и нефтепродуктов компании со стабильным бизнесом и четкой дивполитикой (Татнефть, Транснефть), а из газовых нам больше всего импонирует НОВАТЭК, обладающий потенциалом для роста за счет Арктик СПГ-2 и поступательно решающий проблемы с транспортировкой. Газпром смотрится менее интересно из-за отсутствия возможности полной компенсации выпадающих европейских объемов и недостаточного эффекта от индексации внутренних тарифов на газ. Также мы не ждем высоких цен на газ в Европе – запасов в ПХГ достаточно, растет предложение СПГ из США и Катара.

Восстановление добычи нефти в стране вследствие ослабления ограничений ОПЕК+ (в 2026 г. ждем роста на 0,7%) и умеренное сокращение отгрузок на экспорт (ждем восстановления со 2 кв.) вкупе со снижением ключевой ставки будут отчасти компенсировать сохраняющиеся низкими рублевые цены на нефть: мы прогнозируем, что цена Urals на спотовом рынке будет в среднем на уровне 4,8 тыс.руб./барр. против 5,2 тыс. руб. в 2025 г. В целом, в выигрыше в 2026 г. будут компании с низкими операционными расходами или умело их контролирующими, а также компании с высокой долговой нагрузкой и подсанкционные – в случае появления реальных подвижек к мирному соглашению.

Транснефть (1600* руб.)

Тарифы и дивиденды

У компании понятный и предсказуемый бизнес, она зависит не от волатильных цен на нефть, как другие компании нефтегазового сектора, а от объемов добычи нефти в РФ и тарифов на прокачку (устанавливаются государством). Восстановление добычи вследствие отмены ограничений ОПЕК+ и рост тарифов на уровне ИПЦ (+5,1% в 2026 г.) частично сглаживают давление налоговой нагрузки (40% составляет налог на прибыль). Дивиденды платятся стабильно и на уровне 50% от чистой прибыли. За счет внушительной денежной позиции на балансе компания может рассчитывать на неплохие процентные доходы. Полагаем, что акции Транснефти в 2026 г. останутся одними из интересных по уровню дивидендной доходности (12%).

Татнефть (ао 722* руб.; ап 680* руб.)

Глубокая переработка и устойчивость к внешним шокам

Компания фокусируется на углублении переработки и повышении рентабельности, развивая премиальный комплекс ТАНЕКО. Поставки нефти и нефтепродуктов идут стабильно по трубопроводу Дружба, не находящегося под санкциями, замещая выбывшие объемы ЛУКОЙЛа. У Татнефти совсем низкая долговая нагрузка, дивиденды платятся стабильно, но коэффициент выплат опустился до 50% от чистой прибыли, как прописано в дивидендной политике. Временно Татнефть не будет дивидендной фишкой (доходность в 2026 г. не превысит 6%), но фундаментально смотрится неплохо именно за счет меньшей уязвимости к внешним шокам и стабильного финансового состояния.

НОВАТЭК (1436* руб.)

Ставка на Арктику

Компания в конце 2025 г. начала первые коммерческие поставки в Китай с подсанкционного Арктик СПГ-2. Именно со способностью вывести этот проект на полную мощность в будущем связан основной инвесткейс НОВАТЭКа. В остальном компания себя чувствует уверенно – у нее околонулевая долговая нагрузка, положительный денежный поток, поставки с основного проекта – Ямал СПГ – идут исправно. Даже находясь под санкциями НОВАТЭК увеличивает добычу газа и ЖУВ, не отказывается от амбициозных планов по строительству новых мощностей по производству СПГ – Мурманский Обский СПГ.

* - целевая цена на горизонте 12 месяцев



Взгляд на секторы рынка акций

Финансы

Ситуация в банковском секторе в 2025 году была неоднородной: ряд банков испытывали сложности от сжатия процентной маржи, другие – от роста резервирования. В следующем году мы ждем умеренного роста кредитования при восстановлении маржинальности вслед за снижением ключевой ставки – несмотря на существенную долю активов с плавающими ставками, банки снижают стоимость пассивов более высокими темпами.

В 2026 году основной вызов для банков видим со стороны кредитного качества корпоративных заемщиков. Если пик по просрочке в рознице, вероятно, будет пройден в начале года, то вызревание кредитов в корпоративном сегменте продолжится большую его часть. Оживление экономики ожидаем во втором полугодии, что позволит укрепить финансы предприятий к концу 2026 – началу 2027 гг. и положительно отразится на доходах банковской системы

Полагаем, что крупные банки, имеющие хороший запас прочности и диверсификацию активов, негативные тенденции затронут в меньшей степени. И не помешают публичным банкам с сильным и масштабируемым, ориентированным на домохозяйства, бизнесом показать рост чистой прибыли и обеспечить комфортные дивидендные выплаты акционерам.

Сбербанк (420* руб.)

Банк остается одной из самых качественных и долгосрочно привлекательных дивидендных историй на рынке. По нашим оценкам, Сбер имеет все шансы достичь в этом году рекордной прибыли в ~1,7 трлн руб., что позволяет ожидать роста дивидендов до 36,4–37 руб. на акцию. Развитая экосистема и крепкие позиции в ключевых сегментах финансовой отрасли позволяют банку оставаться высокоэффективным и формируют потенциал долгосрочного роста бизнеса: в 2026 году, несмотря на наш консервативный взгляд на банковскую систему в целом, чистая прибыль Сбербанка может достичь 1,8 трлн руб.

Т-Технологии (4500* руб.)

Т-Технологии остаются бенефициаром роста спроса на финуслуги и одной из наиболее понятных историй органического роста в секторе ввиду развитой и масштабируемой экосистемы и фокусу на домохозяйства, обеспечивающими высокую рентабельность капитала. В этом году ожидаем увеличения чистой прибыли компании почти на 40% г/г, в следующем – еще на 36% г/г. Ждем и поступательного роста дивидендных выплат. Текущие оценки акций Т-технологий не отражают в полной мере потенциал роста бизнеса и дивидендов.

ВТБ (109* руб.)

ВТБ демонстрирует неплохую устойчивость к замедлению экономики и, благодаря выделению заблокированных активов, способен заработать в этом году чистую прибыль в рамках прогноза (мы ждем показателя на уровне 490–500 млрд руб.), в следующем – не меньше. Это позволяет рассматривать акции ВТБ как интересную дивидендную историю, с доходностью 16–20% в ближайшие пару лет. Триггером роста бумаг выступит тенденция на смягчение ДКП.

Совкомбанк (20* руб.)

Совкомбанк имеет интересную, хорошо масштабируемую модель бизнеса и является наиболее выраженным бенефициаром нормализации ставок. При их возврате к 12%–13% (к концу 2026 года) можно ожидать роста доходов банка, с практически удвоением чистой прибыли по итогам года.

* – целевая цена на горизонте 12 месяцев



Цветмет и горнодобыча

Уходящий 2025 год отметился благоприятной ценовой конъюнктурой на мировых рынках сбыта вследствие активизации ухода инвесторов из долларовых активов на фоне проинфляционной политики Д. Трампа и снижения ключевых ставок в США, а также устойчивого спроса со стороны hi-tech. Хорошо себя чувствуют, особенно с середины года, после ослабления «торговых войн» и ухода рисков по КНР, и цветные металлы (кроме никеля). В следующем году большинство рынков цветных металлов перейдет к консолидации у достигнутых к концу 2025 г. уровней на фоне перспективы торможения мировой экономики, в первую очередь КНР и Европы. Чуть позитивнее мы смотрим на медь, алюминий и серебро из-за более устойчивого промышленного спроса при вероятном дефиците предложения и энергетических проблемах. Однако, учитывая их неплохой рост в уходящем году, среднегодовые цены продолжат повышаться, способствуя дальнейшему росту финпоказателей компаний отрасли. Более того, складываются условия и для долгожданного ослабления рубля, что для российских компаний отрасли выступит поддерживающим фактором.

Мы по-прежнему считаем бизнес лидеров цветмета, в первую очередь производителей драгметаллов, наиболее устойчивым и перспективным, а их акции – привлекательными историями умеренного роста либо с неплохой дивидендной доходностью, либо с перспективами возобновления выплат.

Полюс (2850* руб.)

Полюс остается ключевым бенефициаром отличной ценовой конъюнктуры рынков драгметаллов. Ожидаемый нами переход цен на золото к проторговке района 4000 долл./унц. (в этом году средняя цена вряд ли превысит 3500 долл./унц.) даже при сдержанном ослаблении рубля обеспечит дальнейший уверенный рост финпоказателей. Мы рассчитываем, что чистая прибыль компании вырастет на 16% г/г, что позволит не только развивать флагманский проект Сухой Лог, но и поступательно наращивать дивидендные выплаты: совокупные выплаты в 2026 году могут достичь 170 руб.

Норникель (185* руб.)

Норникель является одним из ведущих мировых производителей цветных металлов. Компания пока не может продемонстрировать органический рост, однако показывает позитивную динамику финпоказателей и высокую рентабельность, являясь привлекательной ставкой на сохранение в ближайшие годы высоких цен на медь и МПГ, обеспечивающих более 75% выручки компании. Ждем, что в сочетании с ослаблением рубля чистая прибыль компании вырастет в 2026 году на 22-27%, что создаст условия для возобновления выплаты дивидендов и может выступить дополнительным триггером повышения оценок

РУСАЛ (48* руб.)

2025 год для РУСАЛА оказался тяжелым: компания вынуждена работать в режиме жесткой экономии и оптимизации ресурсов, наращивая и так большой долг на фоне высоких ставок и крепкого рубля. Рассчитываем на заметное улучшение бизнеса в следующем году: высокие цены на алюминий (наш прогноз по среднегодовой цене на алюминий в 2026 году: 2900 долл./т, +9% г/г) способны поднять рентабельность по EBITDA до 15%, а поступательное снижение ставок – позволит существенно нарастить чистую прибыль, подняв ее выше уровней 2024 года

* – целевая цена на горизонте 12 месяцев

Сталь и уголь

Мировые рынки стали и угля и в 2026 году продолжат находиться в фазе профицита и острой конкуренции, испытывая давление со стороны борьбы КНР с избыточными производственными мощностями, внедряемого Европой СВМ и тарифных войн, инициируемых США. Мы осторожно смотрим на мировую экономику и торговлю сталью: улучшения глобальной конъюнктуры ждем не ранее конца лета-осени следующего года, причем рынки угля останутся в более уязвимом положении из-за большего навеса предложения.

Слабость внутренних рынков сбыта, по нашим оценкам, продлится до адаптации экономики к налоговым изменениям и снижения ставок, т.е. примерно до конца весны 2026 года. Оживление спроса во втором полугодии 2026 г., по нашему мнению, будет традиционно резким, что позволяет рассчитывать на ощутимое восстановление производства стали в России по итогам следующего года (рост до 71,5-72 млн т, +5-5,5% г/г), с, как минимум, сопоставимым повышением и отпускных цен. В таких условиях лидеры отрасли с крепкими рыночными позициями внутри страны и без долга смогут не только показать хороший рост финпоказателей, но и вернуться к выплате дивидендов. Учитывая низкие по историческим меркам оценки по EV/EBITDA, их акции выглядят очень привлекательно с долгосрочной точки зрения. Ждем опережающего роста сегмента по итогам года, хотя и отмечаем его повышенную чувствительность к траектории снижения ставок. Осторожный взгляд на рынки угля заставляет нас наиболее консервативно оценивать перспективы акций угольных компаний, триггерами взрывного роста которых могут выступить, скорее, корпоративные факторы (например, готовность Распадской вернуться к выплате дивидендов или меры господдержки Мечела).

Северсталь (1320* руб.)

Бизнес компании остается крепким, несмотря на затягивание периода высоких ставок и слабый спрос на продукцию с добавленной стоимостью: компания сохраняет операционную рентабельность на более комфортном уровне, чем другие предприятия отрасли, не имеет долга. Компания выглядит и хорошо подготовленной к оживлению внутреннего спроса, завершив крупные ремонты в конце этого года. Хороший потенциал восстановления доходов (ждем роста чистой прибыли до 118 млрд руб., +88% г/г) позволяет рассчитывать, что компания сможет вернуться к выплате дивидендов во втором полугодии. А невысокие оценки настраивают на опережающий рынок рост котировок акций по мере развития фазы смягчения ДКП. Акции компании выглядят наиболее интересной ставкой на оживление внутреннего спроса на сталь в сегменте.

ММК (40* руб.)

Компания ММК имеет, по нашим расчетам, самый высокий потенциал восстановления чистой прибыли (до 51 млрд руб., +151% г/г) и операционной рентабельности в следующем году благодаря тому, что рост цен на сталь, по нашим оценкам, станет опережать рост цен на уголь. Компания также способна вернуться к выплатам дивидендов во втором полугодии. Компания невысоко оценивается по мультипликаторам (и имеет наибольший дисконт к историческим уровням) и является хорошей ставкой на оживление спроса на продукцию с высокой добавленной стоимостью.

* - целевая цена на горизонте 12 месяцев

Взгляд на секторы рынка акций

Потребсектор

Для российского потребсектора этот год прошел под знаком высокой инфляции, устойчивого спроса и одновременного ускорения роста издержек, что поддержало выручку игроков, но усилило борьбу за эффективность и контроль затрат. Оборот розничной торговли РФ за январь-октябрь 2025 вырос на 2,4% г/г, а в октябре ускорился до 4,8% г/г.

В 2026 году сектор, по нашему мнению, сохранит уверенный рост. Продуктовый ретейл трансформируется, выходя за рамки классических магазинов, благодаря развитию омниканальности, СТМ, сети собственных кафе и монетизации логистики. Ожидаем также продолжения отраслевой консолидации – крупнейшие игроки будут выбирать точечные M&A, в том числе усиливая региональное присутствие. При этом в потребсекторе ключевым становится юнит-экономика (стоимость обработки заказа, стоимость доставки, потери, производительность труда) и способность компании превращать масштаб в маржу.

Также в следующем году дополнительным триггером роста потребсектора может стать повышение МРОТ на 20% с 1 января, что должно поддержать потребление в массовом сегменте, где доля расходов на FMCG максимальна. Дальнейший рост реальных зарплат будет сдерживать эффект от высокой ставки.

ИКС5 (4220* руб.)

ИКС5 – история роста и дивидендная фишка. Сильными сторонами компании является взвешенная мультиформатная стратегия, фокус на повышение эффективности за счет организации собственной логистической инфраструктуры и продвижения собственных брендов, а также ведущая позиция в онлайн-каналах. По нашим оценкам, в 2025 году компания сохранит темпы роста выручки на уровне 20% г/г, маржа EBITDA составит около 6%, в 2026 – +17% г/г и 6,5% соответственно. Дивидендная политика ИКС5 также повышает привлекательность акций: за 9 месяцев 2025 г. утвержден дивиденд в размере 368 руб./акция (доходность 12%), а по итогам года ждем дивиденд в размере около 100 руб./акция (доходность 3%).

Лента (2390* руб.)

Лента отличается органическим ростом в сочетании с M&A и подтверждает статус интересного инвесткейса. Ретейлер расширяет как малоформатные магазины (развитие Монетки и Улыбки радуги и планы по покупке небольших региональных игроков), так и гипермаркеты (недавняя покупка гипермаркетов О'Кей, что значительно увеличивает долю на рынке). С учетом активности на рынке M&A в 2026 г. выручка Ленты может вырасти более чем на 20% г/г, а рентабельность по EBITDA составит около 7%. Ключевой вызов – это дальнейшее сохранение эффективности и контроль долговой нагрузки, что достижимо.

НоваБев Групп (565* руб.)

Ключевым драйвером для роста акций НоваБев может стать IPO сети розничных магазинов ВинЛаб, потенциал которого отражается в сильных финансовых показателях. Выручка ВинЛаб растет темпами >20% в год, маржинальность EBITDA составляет в среднем 12% за последние несколько лет, а чистая прибыль кратно растет. Публичное размещение такого значимого актива может стать триггером к переоценке цены акций НоваБев и улучшить ее финансовые результаты с проекцией на более щедрые дивиденды.

* - целевая цена на горизонте 12 месяцев

Взгляд на секторы рынка акций

IT и телекомы

2025 г. оказался сложным для большинства компаний сектора: из-за высоких ставок в экономике выросли расходы на обслуживание долга, а многие заказчики по этой же причине корректировали бюджеты. Ожидаемый цикл снижения ключевой ставки Банка России в 2026 году должен постепенно исправить ситуацию, смягчая запланированный с начала года рост фискальной нагрузки на отрасль (повышение страховых взносов до 15%, невозможность сочетать льготы резидентов Сколково и гос.льгот для ИТ-компаний). Сохранение господдержки отрасли ИТ очень важно (сохранение 0% НДС для компаний из реестра российского ПО), также как и курс на импортозамещение – по мере потепления на геополитическом фоне в страну могут возвращаться иностранные конкуренты, в таком случае крепкие позиции будут у тех компаний, которые ранее активно инвестировали в диверсификацию бизнеса через развитие экосистем и цифровых активов.

Яндекс (5810* руб.)

Экосистема и маржинальность. Яндекс провел в 3 кв. 2025 ресегментацию бизнеса, что улучшит прозрачность и позволит лучше оценивать потенциал развития того или иного сегмента. Компания выигрывает за счет высоко диверсифицированного бизнеса (замедление зрелого сегмента «Поисковые сервисы» компенсируется активным ростом развивающихся сегментов), растет на 30%+ ежегодно, генерирует 20%+ маржу по скорректированной EBITDA, сдерживает рост расходов, удерживает долговую нагрузку низкой (скорр. чистый долг/EBITDA LTM – 0,4x), дважды в год платит дивиденды (ожидаемая доходность на 2026 г. – 4,6%).

Озон (5198* руб.)

Масштаб и дивиденды. Компания уверенно наращивает GMV за счет роста числа заказов и частотности покупок, контролирует рост операционных расходов, что способствует увеличению рентабельности скорректированной EBITDA. Объем онлайн-продаж в России будет расти за счет активного продвижения в регионах, расширения ассортимента, развития финуслуг и улучшения логистики. Озон на этом фоне смотрится выгодно прежде всего за счет своей масштабности. У компании отрицательный чистый долг, после переезда в РФ появилась возможность платить дивиденды (ожидаемая доходность на 2026 г. – 5,5%). Риски госрегулирования присутствуют, но пока конкретики нет.

VK (377* руб.)

В приоритете качественный рост бизнеса. Компания сосредоточена на повышении EBITDA и рентабельности, уверенно оптимизирует затраты. Полагаем, что активный переход населения на мессенджер MAX и потенциальное IPO VK Tech могут стать одним из триггеров роста интереса инвесторов к акциям VK.

Ростелеком (70* руб.)

IPO «дочек» и снижение ставки в помощь. У компании достаточно стабилен базовый телеком-бизнес, более уверенные темпы роста генерируются в области цифровых сервисов. Повышенные процентные платежи давят на финансовый результат, но в 2026 г. по мере смягчения ДКП ситуация выправится. Повышению интереса к компании способствует IPO подконтрольного Базиса (прошло в декабре 2025), в 1П2026 ждем размещений ГК Солар, РТК-ЦОД, если рыночные условия позволят.

Позитив (1550* руб.)

Рекордные дивиденды и органический рост. Компания в 2025 г. столкнулась с последствиями высокой ставки, но сумела достаточно неплохо продержаться и планирует выйти на целевые темпы роста бизнеса и вернуть NIS в область положительных значений, а в 2026 г. показать рентабельность выше 30%. Мы считаем, что за счет сохранения льгот по НДС для ИТ-компаний и жесткой оптимизации расходов, а также за счет смягчения ДКП финрез выправится и появится возможность снова платить дивиденды (ожидаемая доходность на 2026 г. – 2,3%).

* – целевая цена на горизонте 12 месяцев



Взгляд на секторы рынка акций

Девелопмент

Объем строительства в России сейчас составляет >120 млн кв. м. (+1% г/г), но темпы роста быстро замедляются, что вызвано охлаждением деловой активности девелоперов. Отношение распроданности к стройготовности составляет 67%, что ниже уровня в 2024 г. (около 75%) и отражает наличие некоторого профицита предложения. В январе-октябре в России заключено порядка 380 тыс. ДДУ (-12% г/г), но цены, несмотря на замедление, сохраняют высокие темпы роста (+19% г/г). В ответ сокращению спроса снижается объем новых проектов: по итогам 11 мес. 2025 г. по стране запущено 36,2 млн кв. м новостроек (-15% г/г).

В 2025 году рынок жилой недвижимости находился в условиях «дорогих денег»: продажи сильнее зависели от субсидированных программ и рассрочек, а не от классической рыночной ипотеки, что сдерживало спрос и повышало вероятность его смещения во времени. Для компаний это означало давление на денежные потоки и рост чувствительности к оборотному капиталу. На уровне фондового рынка сектор также испытывал «дисконт неопределенности» из-за снижения продаж, роста долговой нагрузки и вероятности докапитализаций.

Для девелоперов 2026 год начнется в условиях умеренного негатива: эффект высоких ставок и ужесточение условий льготной ипотеки (с февраля) сохранят давление на спрос, а высвобождения отложенного спроса как минимум до лета мы не ждем. Также из-за повышенной долговой нагрузки сохраняются риски объявления новых СПО компаниями (пока планы только у Эталона). В базовом сценарии во 2П ждем разворот тренда на рынке недвижимости в условиях снижения ключевой ставки (по итогам 2026 г. ждем восстановление спроса на жилье на 15–20% г/г), что позитивно скажется на акциях застройщиков. Сейчас бумаги сектора выглядят достаточно перепроданными, что дает хорошую возможность для входа.

Самолет (1550* руб.)

Самолет – девелопер с сильной позицией на рынке новостроек, который один из первых выиграет от снижения ключевой ставки. Продажи по итогам этого года ожидаются не ниже 2024-го, бизнес сохраняет высокую эффективность, при этом застройщик удерживает лидерство по объемам строительства – это преимущество при высвобождении отложенного спроса. Несколько настораживает повышенная долговая нагрузка (ЧД/ЕБИТДА 3,2х), однако с учетом смягчения ДКП рисков в этом не видим. В 2026 г. ждем рост выручки (>9% г/г), маржинальности ЕБИТДА (>28%) и чистой прибыли (>5х г/г) Самолета.

Циан (760* руб.)

Циан демонстрирует устойчивый рост даже в сложной макросреде, усиливая монетизацию сервисов, что постепенно превращает его из классического классифайда в полноценную экосистему. В плюс компании в начале следующего года будет играть восстановление рынка недвижимости и повышение ипотечной активности. В 2026 г. ждем рост выручки на 19% г/г и сохранение маржи ЕБИТДА выше 20%. Также привлекательности бумагам добавляют дивиденды (в сл. году доходность ждем на уровне 6–8%), что также может стать поводом для роста акций.

Взгляд на секторы рынка акций

Транспорт и производство автомобилей

В 2025 году сектор транспорта жил в условиях высокой ставки, ограничений (санкции, ограничения воздушного пространства) и повышения фискальной нагрузки (от роста утилизационного сбора на авто до увеличения аэропортовых сборов). Эти факторы сдерживали спрос и повышали издержки участников рынка. Так, пассажиропоток российских авиакомпаний в 2025 году вышел на плато: за январь-сентябрь перевезено около 84 млн пассажиров (-2,5% г/г); грузооборот морских портов России за аналогичный период снизился на 2,3% г/г и составил 653,4 млн т. А продажи новых автомобилей за 11 месяцев 2025 г. снизились на 21% г/г (1,34 млн ед.).

В начале 2026 года сектор останется под давлением высокой ставки, структурных издержек и внешних ограничений. В авиaperевозках сохраняются риски замедления пассажиропотока из-за регулярных ограничений воздушного пространства и роста затрат на ремонт и обслуживание парка. В части морских перевозок ситуация продолжает осложняться санкциями вкпе со снижением ставок фрахта и обесценением части флота. В фокусе сохранение операционной эффективности и контроль долговой нагрузки компаний, потенциальным драйвером для обеих сфер остается возможное смягчение санкций. В сегменте автомобилей ждем оживления благодаря снижению ставок, действию льгот, а также повышению утильсбора, что создает ценовое преимущество для локальных производителей.

Аэрофлот (80* руб.)

Аэрофлот – это ставка на геополитическое потепление и дивиденды. Авиаперевозчик имеет масштабную маршрутную сеть (>290 направлений) и большой парк Самолетов. Несмотря на санкции и возникающие ограничения воздушного пространства, финансовое состояние компании остается устойчивым. Кроме того, Аэрофлот теперь платит дивиденды: по итогам 2025 г. ждем 5 руб./акцию (доходность 8-9%). А с уходом санкционного давления Аэрофлот может получить целый ряд преимуществ, среди которых упрощение обслуживания самолетов и расширение международных маршрутов, что будет стимулировать рост стоимости компании.

Электроэнергетика

Сильных секторальных идей в лидерах сегмента мы пока не видим – динамика финпоказателей его представителей будет определяться в первую очередь индексацией тарифов, в то время как темпы роста операционных показателей на фоне проблем с рынком мощности и слабым спросом из-за замедления экономики в первом полугодии, могут остаться слабыми и показать улучшение лишь в самом конце года.

Хотя оценки ряда бумаг и выглядят в целом интересными, сектор мы по-прежнему рассматриваем как, скорее, защитный. Наиболее интересные идеи здесь – дивидендные истории (Интер РАО, ряд региональных Россетей с хорошими выплатами), способные предоставить доходность на уровне 12% и более. Основной интригой выступает история с возобновлением дивидендных выплат Россетями. А также – готовность Интер РАО активизироваться в области M&A.

Потенциал роста ключевых «фишек»

| | | Целевая цена | Текущая цена* | Потенциал* |
|------------------------------------|-------|--------------|---------------|------------|
| Нефть и газ | | | | |
| Газпром | GAZP | 164 | 125 | 31% |
| НОВАТЭК | NVTK | 1 436 | 1161 | 24% |
| ЛУКОЙЛ | LKOH | 7 100 | 5678 | 25% |
| Роснефть | ROSN | 450 | 406 | 11% |
| Татнефть, оа | TATN | 722 | 573 | 26% |
| Татнефть, па | TATNP | 680 | 531 | 28% |
| Сургутнефтегаз, оа | SNGS | 30 | 22 | 36% |
| Сургутнефтегаз, па | SNGSP | 51 | 41 | 24% |
| Газпром нефть | SIBN | 560 | 488 | 15% |
| Транснефть, па | TRNFP | 1 600 | 1354 | 18% |
| Финансовый сектор | | | | |
| Сбербанк, оа | SBER | 420 | 302 | 39% |
| Сбербанк, па | SBERP | 416 | 300 | 39% |
| ВТБ | VTBR | 109 | 72 | 52% |
| Т-Технологии | T | 4 500 | 3157 | 43% |
| Банк Санкт-Петербург | BSPB | 441 | 311 | 42% |
| Совкомбанк | SVCB | 20 | 12 | 60% |
| МосБиржа | MOEX | 245 | 176 | 39% |
| Металлургия и горная добыча | | | | |
| Норникель | GMKN | 185 | 146 | 27% |
| РУСАЛ | RUAL | 48 | 33 | 45% |
| Полюс | PLZL | 2 850 | 2325 | 23% |
| АЛРОСА | ALRS | 44 | 42 | 4% |
| Северсталь | CHMF | 1 320 | 966 | 37% |
| НЛМК | NLMK | 150 | 104 | 44% |
| ММК | MAGN | 40 | 28 | 43% |
| Электроэнергетика | | | | |
| РусГидро | HYDR | 0,52 | 0,43 | 21% |
| Интер РАО ЕЭС | IRAO | 4,9 | 3,07 | 60% |
| Потребительский сектор | | | | |
| ИКС 5 | X5 | 4 220 | 2964 | 42% |
| Магнит | MGNT | 3 990 | 3037 | 31% |
| Лента | LENT | 2 390 | 2017 | 18% |
| Новабев | BELU | 565 | 412 | 37% |
| Инарктика | AQUA | 600 | 491 | 22% |
| Телекоммуникации и ИТ | | | | |
| Ростелеком, оа | RTKM | 81 | 63 | 30% |
| МТС | MTSS | 275 | 212 | 30% |
| Яндекс | YDEX | 5 810 | 4485 | 30% |
| ВК | VKCO | 377 | 288 | 31% |
| Хэдхантер | HEAD | 4 455 | 2841 | 57% |
| Астра | ASTR | 435 | 260 | 67% |
| Группа Позитив | POSI | 1 550 | 991 | 56% |
| Ozon | OZON | 5 198 | 4206 | 24% |
| ЦИАН | CNRU | 760 | 592 | 28% |
| Прочие | | | | |
| Аэрофлот | AFLT | 80 | 58 | 38% |
| Совкомфлот | FLOT | 85 | 77 | 10% |
| ФосАгро | PHOR | 8 000 | 6162 | 30% |

* - цены по итогам торгов за

24.12.2025



© 2025 ПАО «Банк ПСБ». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Банк ПСБ», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Банк ПСБ» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Банк ПСБ» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора.

Содержащиеся в обзоре комментарии и выводы, в том числе, о действиях и политике ЦБ, отражают только позицию аналитиков ПАО «Банк ПСБ». Комментарии подготовлены на основе данных, размещенных в открытых источниках, которые ПАО «Банк ПСБ», в целом, считает надежными.

Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ПАО «Банк ПСБ», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск. Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем