



Стратегия на рынке капитала

июнь
2025

материал предназначен
для квалифицированных
инвесторов

Содержание

01	Инвестиционное резюме	3
02	Российская экономика	5
03	Рублевые и валютные облигации	12
04	Российские акции	16
05	Глобальные рынки	27
06	Приложения	34



- **Картина макропоказателей в России сейчас создает пространство для снижения ключевой ставки.** Текущие темпы инфляции заметно снизились, рубль остается крепким, разрыв выпуска сокращается. Кредитование охладилось (но не переохладилось), а траектория роста денежных агрегатов с начала года складывается вблизи уровней 2017-2019 гг.
- **На наш взгляд, Банк России будет аккуратен в смягчении денежно-кредитной политики на ближайших заседаниях.** Проинфляционные риски по-прежнему сохраняются: повышенные инфляционные ожидания, угроза неурожая из-за заморозков, напряженный рынок труда. На рубль в сторону ослабления в 2026 г. повлияет сокращение чистых продаж валюты в рамках валютных операций. Реализация проинфляционных рисков может потребовать пауз в цикле смягчения ДКП.
- **В базовом сценарии ключевая ставка ЦБ на конец этого года составит 17,00%, а к концу следующего года снизится до 12,5%.** Ожидаем инфляцию по итогам 2025 г. на уровне 7-7,5% г/г, ближе к нижней границе текущего прогнозного диапазона ЦБ в 7-8% г/г. По итогам 2026 г. инфляция, вероятно, сложится несколько выше целевых значений – на конец года она, скорее, составит 6-7%.
- **Курс рубля в 2025 г., вероятно, будет постепенно ослабевать в сторону 85-90 за доллар и ближе к 12 в паре с юанем к концу года.** К концу 2026 г. вместе с сокращением чистых продаж в рамках валютных операций рубль ослабнет примерно до 103 к доллару.
- **Соглашение о торговых пошлинах снизило риски рецессии в США в этом году.** По нашим оценкам, американская экономика в 2025 г. вырастет на 1,8-1,9% г/г. Федрезерв, снизив в прошлом году ставки до 4,25-4,50%, взял паузу в цикле смягчения. Ожидаем, что до конца этого года ФРС снизит ставки на 25-50 бп. Прогнозируем доходности 10-летних гособлигаций США в диапазоне 4,25-4,50% годовых.
- **Разрядка в торговых отношениях Китая и США, фискальные меры поддержки должны обеспечить стабильный рост китайской экономики.** По нашим оценкам, темпы роста ВВП Китая в 2025-2026 гг. составят 4,7% г/г. Ждем курс юаня к концу 2025 г. вблизи отметки 7,3 к доллару.
- **Наш прогноз цены золота – 3300 долл./унц. во 2п25.** В 1к25 цена золота превысила фундаментально обоснованный уровень в 2500 долл./унц. и закрепилась выше 3300 долл./унц. Поддержку ценам на золото оказывают снижающиеся процентные ставки в мире, накопления центробанками золота в резервах, а также нестабильность геополитической ситуации, в том числе на фоне торговых трений.
- **Мы ожидаем, что средняя цена нефти Brent в 2025 г. сложится на уровне 67,4 долл./барр, что на 15% ниже значения 2024 г.** Снижение цен обусловлено пересмотром динамики спроса на нефть из-за замедления роста мировой экономики, в том числе на фоне тарифных войн. На предложение оказывает влияние ОПЕК+, принявшая решение об ускоренном смягчении квот. При сохранении дисконтов на уровне 2к25 цены на российскую нефть будут около 53-54 долл./барр. до конца года.

Инвестиционные предпочтения*

Банк России запустил цикл снижения ключевой ставки. Считаем своевременным увеличивать срочность портфеля и фиксировать исторически высокую доходность в качественных облигациях. Выделяем акции внутренне ориентированных секторов с высоким потенциалом роста. Для диверсификации удерживаем локальные валютные облигации.

- **ОФЗ.** На фоне разворота в ДКП интерес представляют длинные ОФЗ – рост котировок будет поддержан снижением ставки в ближайшие месяцы. Видим высокий нереализованный потенциал роста цены в данном сегменте за пределами одного года.
- **Корпоративные облигации.** Оптимально выглядят облигации АА-группы с доходностью от 19% годовых – выше ставок по депозитам. Продолжаем увеличивать дюрацию портфеля за счет облигаций с рейтингами AAA и AA срочностью от трех лет, используя первичный рынок. Избегаем высокорисковых облигаций – пик кредитных рисков еще не пройден.
- **Валютные облигации.** Целесообразно удерживать для защиты от ослабления рубля. Видим возможность повысить доходность портфеля в валюте, участвуя в новых размещениях с премией на активно растущем первичном рынке квазивалютных облигаций.
- **Российские акции.** В приоритете акции секторов, ориентированных на внутренний спрос. Среди фаворитов – ИТ, банки и розничная торговля. Акциями золотодобытчиков хеджируем портфель.
- **Золото и биткоин.** В остаток года биткоин выглядит перспективнее из-за регуляторных подвижек и расширения базы инвесторов. Стоимость золота заметно отклонилась вверх от фундаментальных уровней – потенциал роста преимущественно реализован.

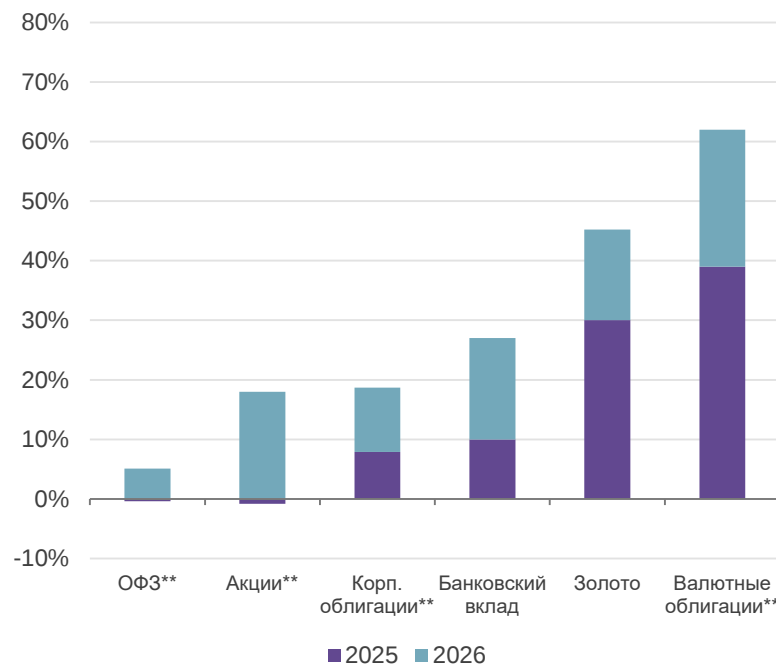
*Бенчмарки: Индексы Мосбиржи (полная доходность)

1 Ожидаемая накопленная доходность активов в рублях за 2п25-2026 гг.*

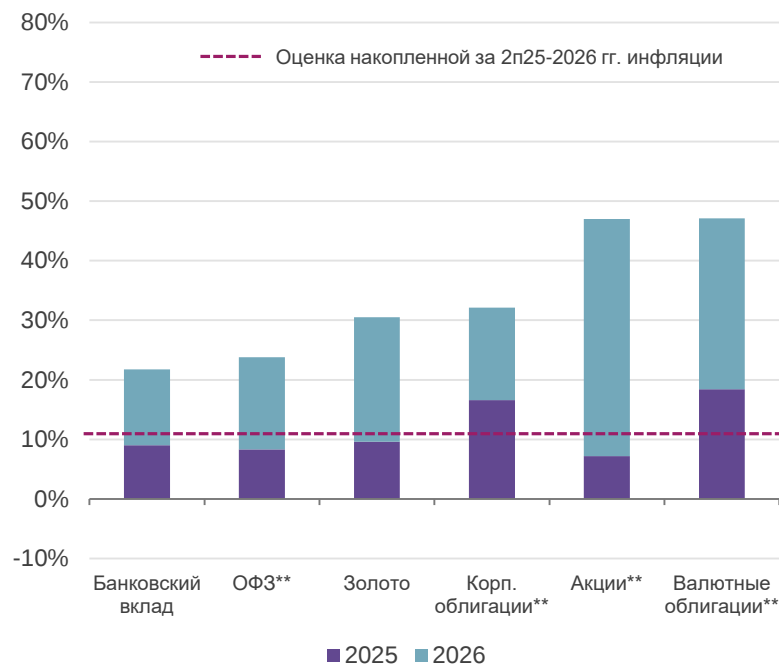
Источники: данные банков, Мосбиржа, Cbonds
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



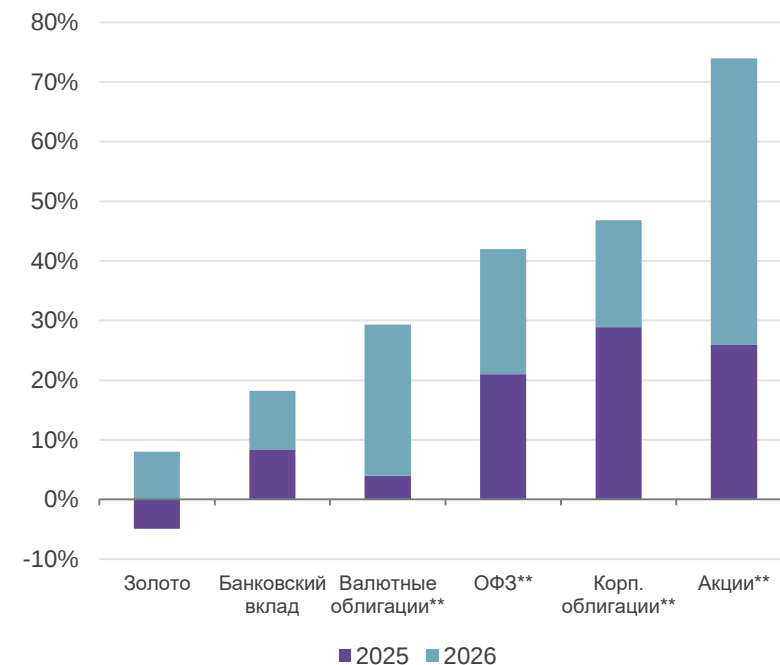
Негативный сценарий



Базовый сценарий



Позитивный сценарий



КЛЮЧЕВЫЕ ДОПУЩЕНИЯ	Сценарии на 2025 г.			Сценарии на 2026 г.		
	Негатив.	Базовый	Позитив.	Негатив.	Базовый	Позитив.
Цена на нефть, долл./барр., сред.	42,0	55,0	65,0	40,0	54,0	64,0
Ключевая ставка, % на конец периода	20,0	17,0	13,0	20,0	12,5	8,0
USDRUB, средн. за год	97,2	85,8	80,1	108,9	98,8	83,3
USDRUB, на конец периода	103,0	86,8	75,3	115,1	103,4	89,5

*Индикативная полная доходность активов в рублях (индексы акций, облигаций, золото, вклады), накопленная с даты расчета (25.06.2025 г.) и до конца 2025 г., далее до конца 2026 г.

**Расчеты сделаны на основании сопоставления исторической динамики индексов полной доходности акций, ОФЗ, корпоративных и валютных облигаций с 2020 г.

2

Российская экономика



2 Макроэкономический прогноз на 2025-26 гг.

Источники: Росстат, Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



Российская экономика постепенно возвращается к сбалансированной траектории роста. Кредитование и рост денежных агрегатов замедлились, инфляционное давление снижается

Прогноз макроэкономических показателей					Сценарии на 2025 г.			Консенсус
КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2023	2024	2025П	2026П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
ВВП, % г/г	4,1	4,3	1,6	1,6	0,5	1,6	2,1	1,5
Промпроизводство, % г/г	4,3	4,6	1,8	1,3	0,7	1,8	2,2	
Потребление домохозяйств, % г/г	7,5	5,4	1,5	2,6	1,0	1,5	2,1	
ЦЕНЫ	2023	2024	2025П	2026П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
ИПЦ, % сред. за год	5,9	8,4	9,1	7,1	9,7	9,1	8,5	9,2
ИПЦ, % г/г	7,4	9,5	7,3	6,4	8,9	7,3	5,4	7,1
ФИСКАЛЬНАЯ И ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	2023	2024	2025П	2026П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
Ключевая ставка, % на конец периода	16,0	21,0	17,0	12,5	20,0	17,0	13,0	
Баланс бюджета, % ВВП	-1,9	-1,7	-2,0	-1,7	-2,7	-2,0	-1,3	
КУРС РУБЛЯ	2023	2024	2025П	2026П	Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
USDRUB, сред. за год	84,7	92,4	85,9	98,8	97,5	85,9	80,3	91,5
USDRUB, на конец периода	89,7	101,7	86,8	103,4	103,2	86,8	75,4	
CNYRUB, сред. за год	11,9	12,7	11,9	13,7	13,5	11,9	11,1	
CNYRUB, на конец периода	12,6	13,4	12,0	14,3	14,2	12,0	10,4	
ТОРГОВЛЯ	2023	2024	2025П		Негатив.	Базовый	Позитив.	2025П
Счет текущих операций, млрд долл.	51	64	36	34	18	36	56	
Цена на российскую нефть, долл./барр., сред.	63	68	55	54	42	55	65	58
					Негатив.	Базовый	Позитив.	
Вероятность сценария, %					25	40	35	

2 Реальный сектор экономики

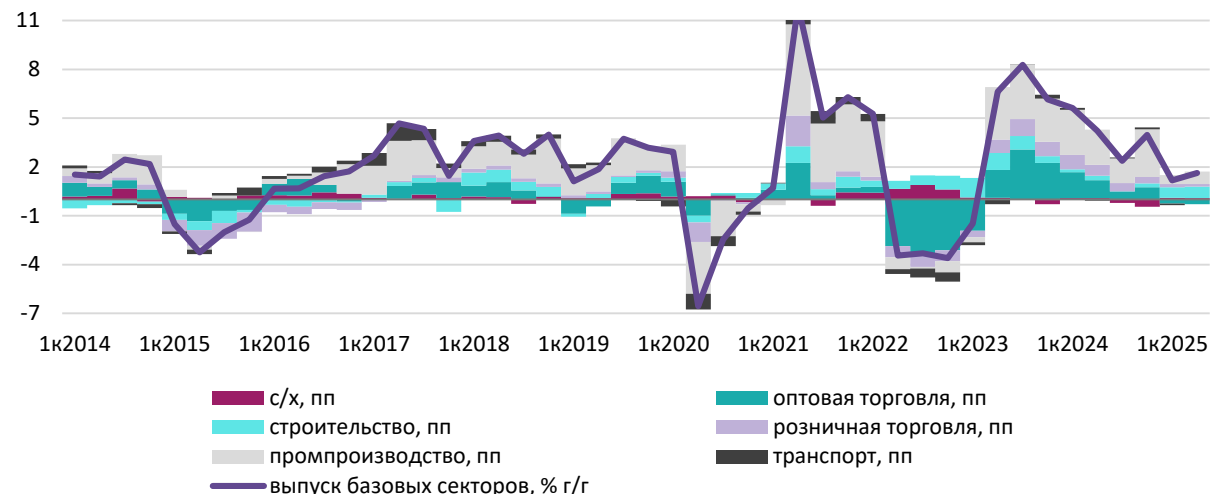
Источники: Росстат,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



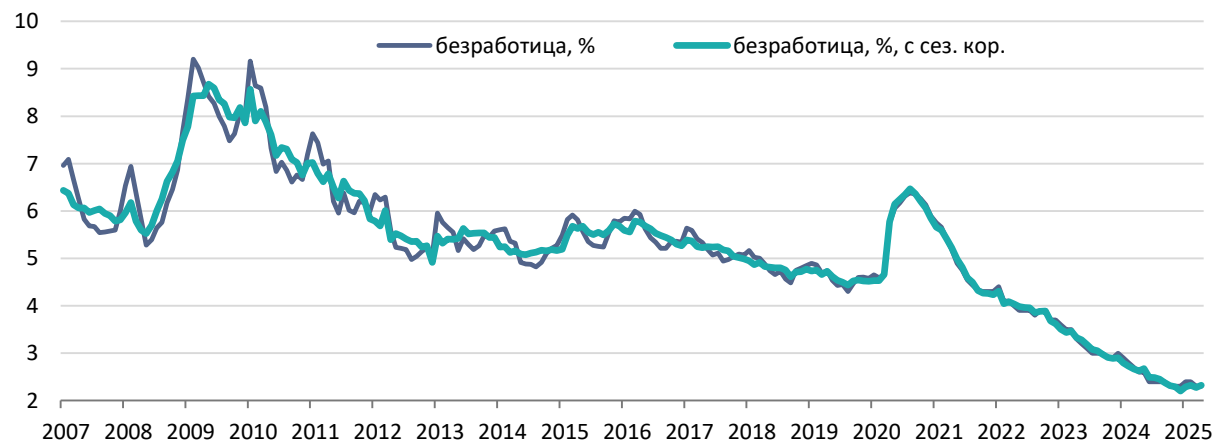
Масштаб перегрева экономики начал уменьшаться

- Темпы роста ВВП в 2023-2024 гг. превышали 4% в год, а экономика находилась в состоянии перегрева.
- Сейчас экономика постепенно остывает благодаря жесткой ДКП и более консервативной бюджетной политике. Мы ожидаем, что в текущем году ВВП вырастет на 1,5-2%.
- В 1к25 рост экономики существенно замедлился, составив лишь 1,4% г/г. Это замедление может частично объясняться передышкой после ударного роста экономики в 4к24.
- Более того, свой вклад внесла слабость добычи в начале текущего года – в остаток года ситуация здесь, скорее всего, изменится по мере смягчения ограничений добычи в рамках сделки ОПЕК+.
- Рынок труда остается напряженным, несмотря на замедление экономики. Безработица по-прежнему на историческом минимуме в 2,3%, а свободной рабочей силы в стране нет. Жесткий рынок труда остается структурным ограничением для экономики.

Декомпозиция выпуска базовых секторов



Безработица на исторических минимумах



2 Инфляция

Источники: Росстат, Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции

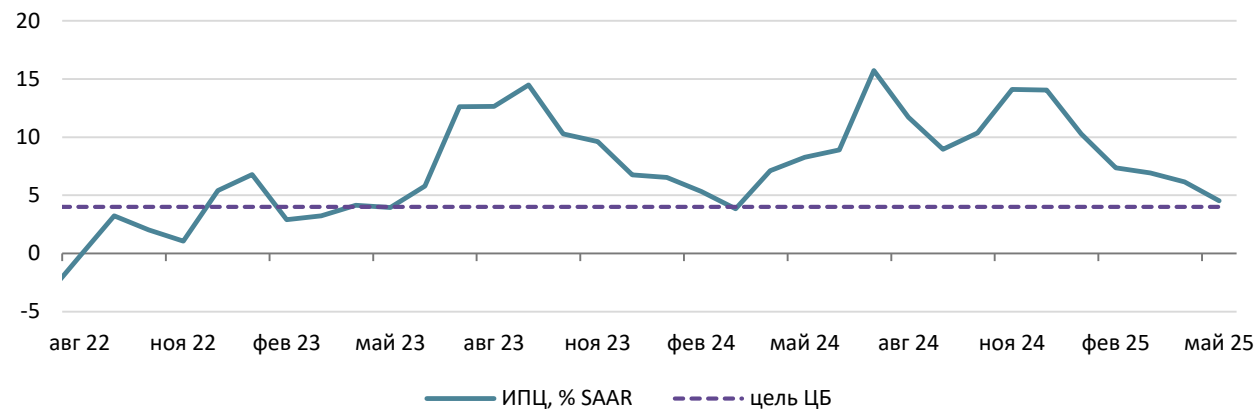


*SAAR – с поправкой на сезонность в пересчете на год

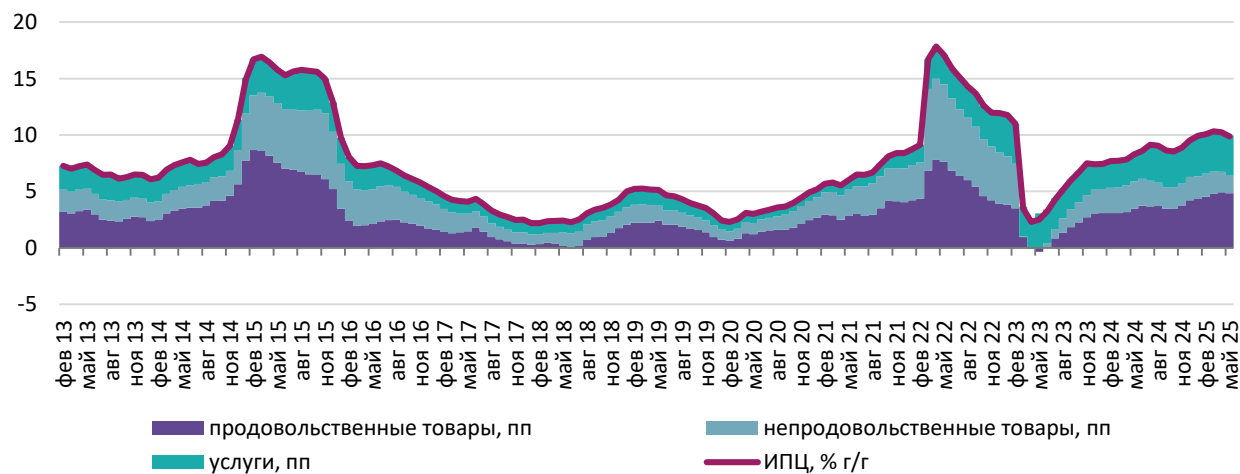
Инфляция снижается, но проинфляционные риски сохраняются

- В нашем базовом сценарии инфляция по итогам 2025 г. сложится на уровне 7-7,5% г/г, ближе к нижней границе текущего прогнозного диапазона ЦБ в 7-8% г/г.
- По итогам следующего года инфляция, скорее всего, окажется несколько выше целевых значений – на конец следующего года она, скорее, составит 6-7%.
- Текущие темпы инфляции заметно снизились, в том числе благодаря укреплению рубля. Декомпозиция инфляции пока не дает уверенности в устойчивости текущего замедления.
- Если в непродовольственных товарах текущие темпы инфляции стали отрицательными, то в нерегулируемых услугах, самой устойчивой компоненте инфляции, они стабильно остаются двузначными.
- Проинфляционные риски сохраняются: рынок труда остается напряженным, инфляционные ожидания – повышенными, замедление экономики может оказаться временным вслед за бурным 4к24, а заморозки в сельскохозяйственных регионах страны могут навредить урожаю. К тому же на рубль в сторону ослабления в 2026 г. повлияет сокращение чистых продаж валюты в рамках валютных операций.

Текущие сезонно скорректированные темпы инфляции*



Годовая инфляция



2 Бюджетная политика

Источники: Минфин РФ,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



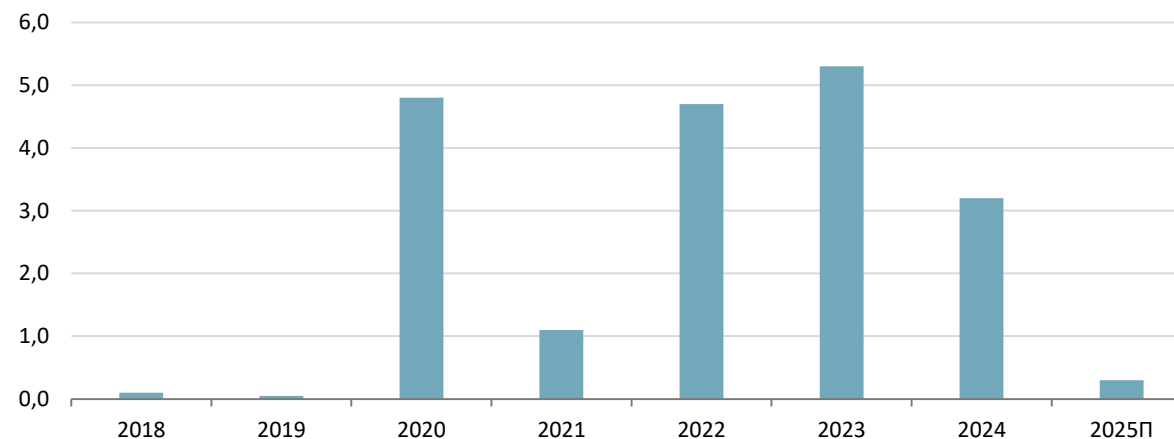
Бюджетная политика будет более консервативной

- Расходы бюджетной системы структурно выросли на 3-4% ВВП против прежней нормы. Необходимости сокращать расходы у бюджета нет – найдены устойчивые структурные источники доходов.
- Часть структурного прироста расходов обеспечивается за счет повышения цены отсечки в рамках бюджетного правила, часть – за счет налоговой реформы.
- В 2025 г. Минфин планирует вернуться к структурной сбалансированности бюджета, то есть бюджетная политика будет более консервативной.
- К тому же инвестиции из ФНБ, которые служат дополнительным источником бюджетного импульса, в текущем году планируется сократить до 0,7 трлн руб. (в 2023-2024 гг. они составляли примерно 1 трлн руб. в год).
- Ненефтегазовый и структурный балансы по итогам года, скорее всего, будут соответствовать планам Минфина. Итоговый же дефицит определят цена нефти и курс рубля.
- Актуальный прогноз Минфина основывается на предположении о цене российской нефти в 56 долл./барр. и USDRUB 94,3 в среднем в 2025 г.
- В случае если нефтегазовые доходы сложатся ниже плана из-за более низкой цены на нефть, выпадающие доходы будут компенсироваться за счет ФНБ. Выпадающие же доходы из-за более крепкого курса в логике бюджетного правила должны компенсироваться расширением плана по заимствованиям, но Минфин может воспользоваться и иными источниками.

Цена российской нефти, долл./барр.



Бюджетный импульс в экономике, % ВВП



2 Денежно-кредитная политика

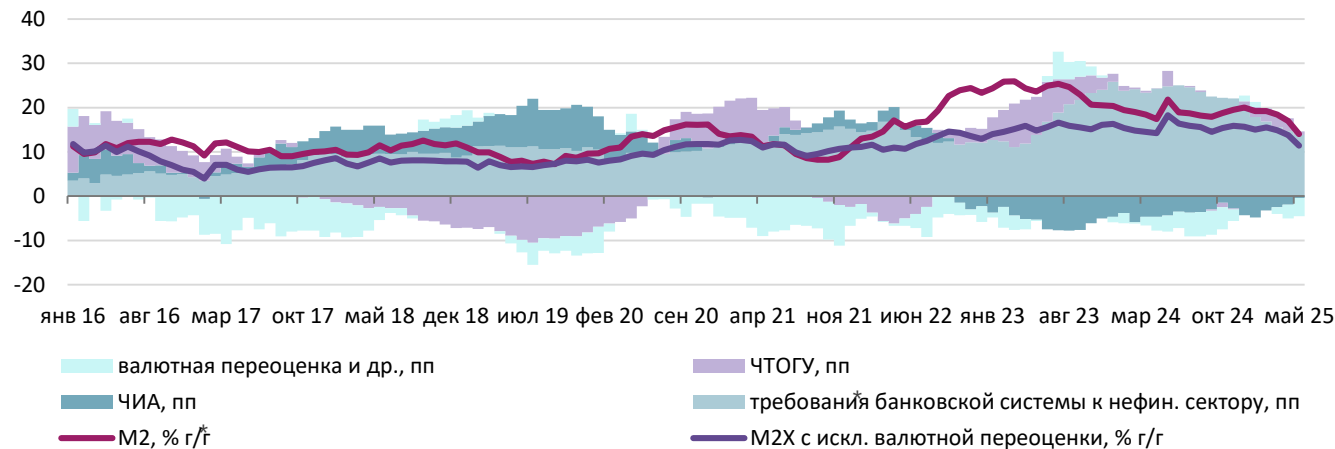
Источники: Банк России,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*ЧИА – Чистые иностранные активы;
*ЧТОГУ – Чистые требования к органам государственного управления



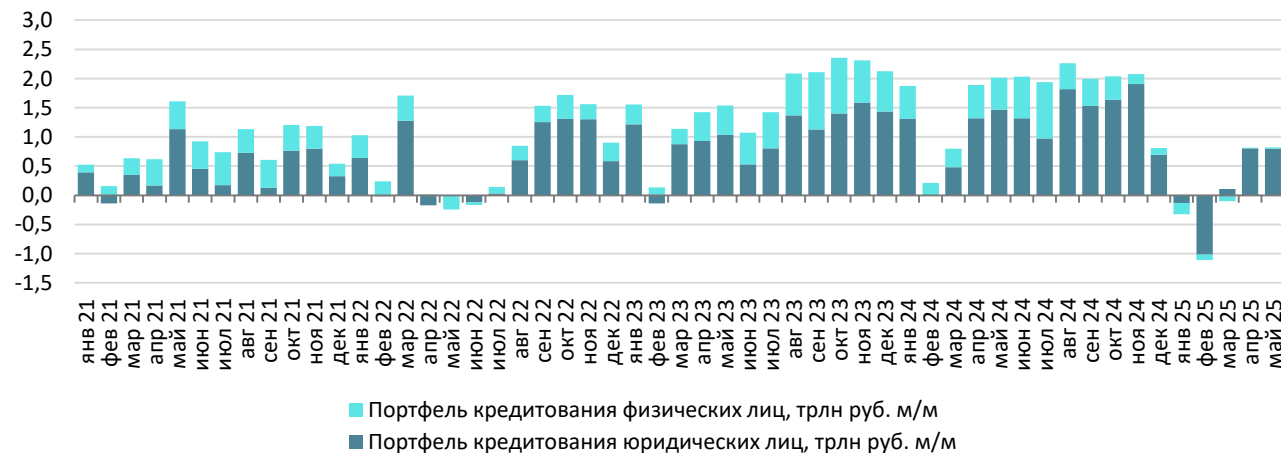
Возможность пользоваться пространством для снижения ставки

- В нашем базовом сценарии ключевая ставка на конец текущего года составит 17,00%, а к концу следующего года плавно снизится до 12,5%.
- Картина макропоказателей сейчас создает пространство для снижения ключевой ставки.
- Текущие темпы инфляции заметно снизились, рубль остается сильным, разрыв выпуска сокращается. Кредитование охладилось (но не переохладилось), а траектория роста денежных агрегатов с начала года складывается вблизи уровней 2017-2019 гг.
- ЦБ уже начал пользоваться этим пространством в июне, снизив ключевую ставку на 100 бп, до 20,00%.
- Мы ожидаем, что ЦБ продолжит снижать ключевую ставку с сохранением жесткости ДКП на ближайших заседаниях.
- Однако сохранение проинфляционных рисков (повышенные инфляционные ожидания, заморозки, напряженный рынок труда) и их реализация могут потребовать пауз в цикле снижения ключевой ставки.

Рост денежных агрегатов замедлился*



...как и кредитования



2 Курс рубля

Источники: Банк России, Минфин РФ,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



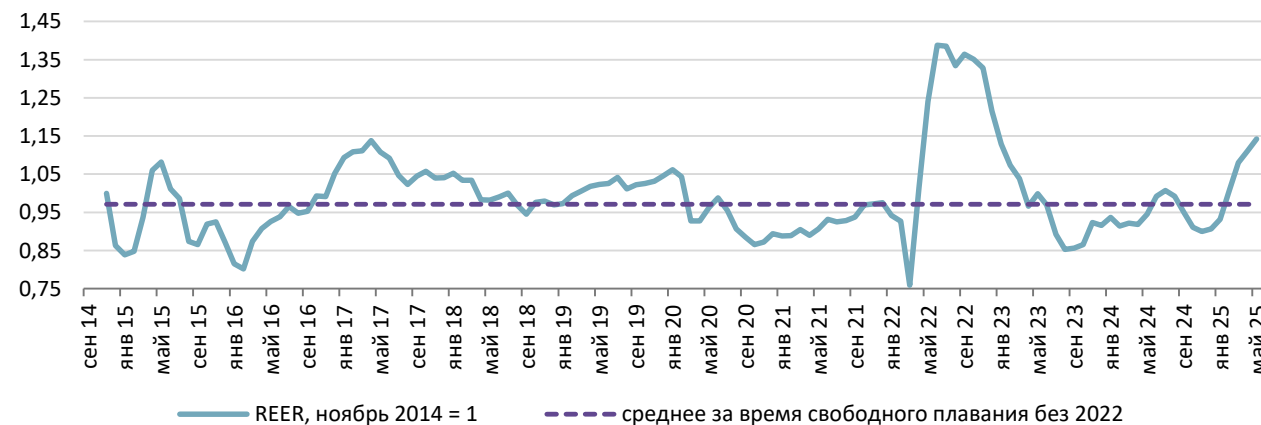
Рубль крепче среднеисторических уровней – ждем ослабления к концу года

- В нашем базовом сценарии ждем планомерного ослабления курса до 85-90 руб. за доллар и до 12 руб. за юань к концу 2025 г., до примерно 103 руб. в паре с долларом на конец 2026 г.
- Реальный эффективный курс рубля (с поправкой на инфляцию в странах-торговых партнерах) заметно выше среднеисторических уровней.
- Сила рубля объясняется как ситуативными факторами (например, ослаблением импорта авто, которые в большом количестве ввозили в конце 2024 г. перед повышением утильсбора), так и эффектами жесткой денежно-кредитной политики.
- При сохранении внешнеполитического статус-кво макрофакторы говорят в пользу постепенного ослабления рубля. Цены на нефть низкие (они частично влияют на курс даже при работающем бюджетном правиле), а импорт будет постепенно расти как по мере снижения запасов авто, так и благодаря крепкому курсу.
- В следующем году важным фактором в пользу ослабления рубля станет значительное снижение продаж валюты Банком России в рамках зеркалирования использованных средств ФНБ, а также в связи с возможным снижением цены отсечения в бюджетном правиле.

Цена российской нефти, долл./барр.



Реальный эффективный обменный курс



3

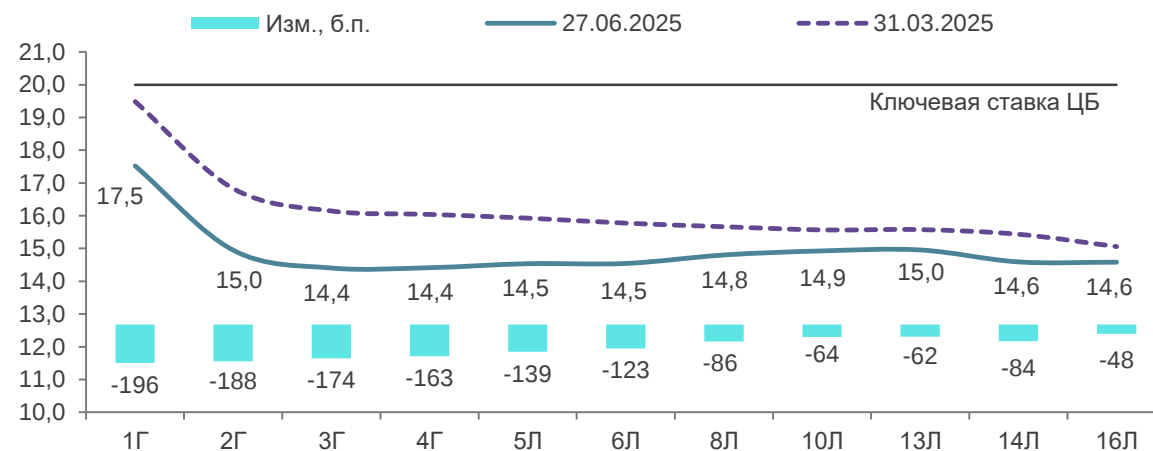
Рублевые и валютные облигации



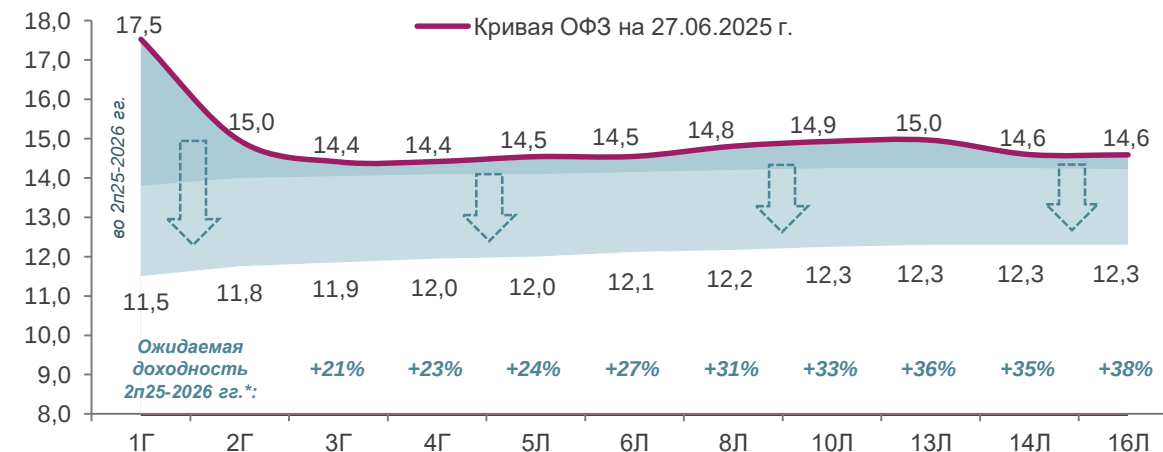
Интересны длинные ОФЗ – рост котировок будет поддержан снижением ставки

- В июне произошел разворот в ДКП – ключевая ставка была снижена на 100 бп, до 20%. Ждем от регулятора дальнейших смягчений в ближайшие месяцы.
- Во 2к25 ОФЗ отреагировали снижением доходностей по всей кривой до 18-15% годовых (1-16 лет). Активнее двигались вниз короткие и среднесрочные выпуски – на 120-190 бп к/к, длинные – в пределах 50-80 бп к/к. Отрицательный наклон кривой со -120 бп снизился до почти нулевой отметки (спред ОФЗ 2-10 лет).
- В нашем базовом сценарии ЦБ будет аккуратно использовать пространство для снижения ключевой ставки – на конец 2025 г. ожидаем ее на уровне 17%. За горизонтом года смягчение, вероятно, будет происходить активнее.
- В этих условиях продолжаем увеличивать позиции в длинных ОФЗ – ожидания снижения ключевой ставки ЦБ поддержат рост котировок данных бумаг в ближайшие месяцы.
- В длинном сегменте на горизонте от 1 года видим наиболее высокий нереализованный потенциал роста котировок в цикле смягчения ДКП – примерно на 15-18 пп до конца 2026 г.
- Навес предложения длинных ОФЗ на аукционах Минфина продолжит сдерживать рост цен в этом сегменте. Напомним, в 2025 г. общий план заимствований – 4,78 трлн руб., годовая программа во 2к25 реализована на 46%.

Динамика кривой доходности ОФЗ после разворота в ДКП, %



Оценка изменения кривой доходности ОФЗ в цикле смягчения ДКП, %



3 Корпоративные облигации

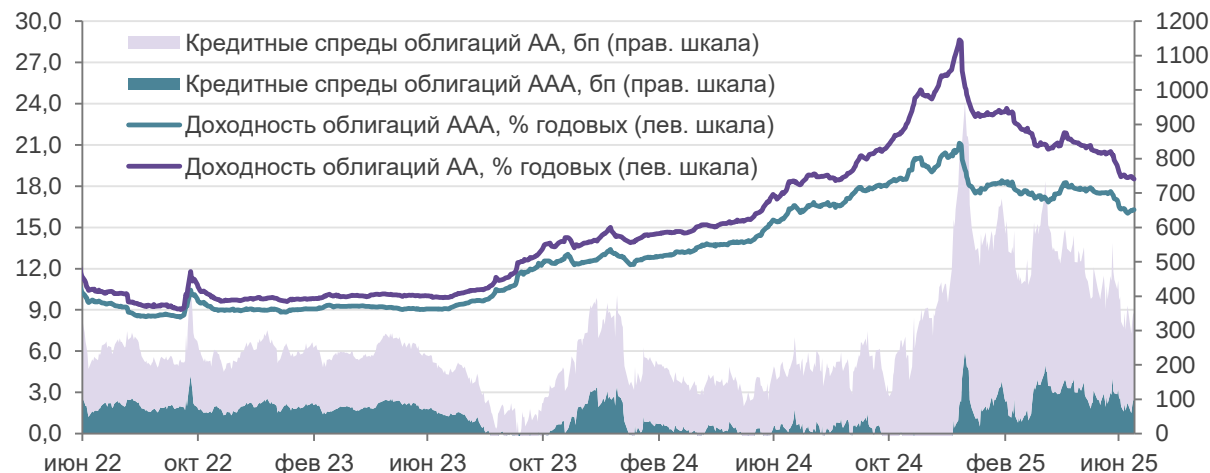
Источники: Банк России, МосБиржа, Cbonds, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Индексы корпоративных облигаций



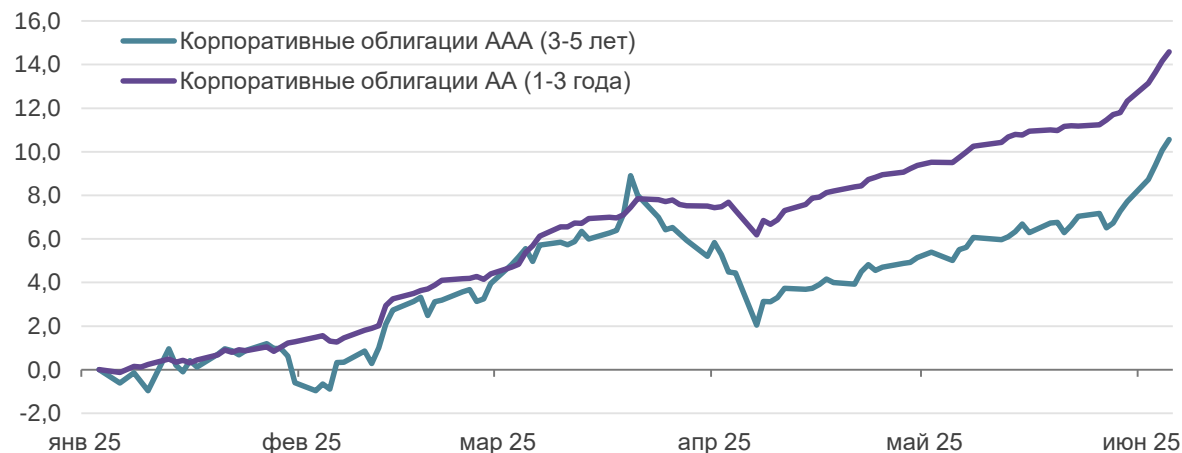
В фокусе облигации рейтинговой группы АА. Увеличиваем дюрацию за счет качественных бумаг сроком от 3 лет.

- Во 2к25 с началом цикла смягчения ДКП доходности корпоративных облигаций опустились ниже уровня в 17% годовых для AAA-сегмента и примерно до 19% годовых – для АА.
- При этом кредитные спреды облигаций AAA-категории сжались до средних исторических уровней 80-100 бп – в этом случае более предпочтительно выглядят безрисковые ОФЗ.
- Спреды АА-сегмента снизились до 250 бп (на 50-60 бп выше средних значений) – сохраняется небольшой потенциал. Доходности АА-группы в районе 19% годовых превышают ставки по депозитам – данные облигации представляются оптимальным вариантом.
- В цикле снижения ставки ЦБ предпочитаем увеличивать дюрацию портфеля – удлиниться возможно за счет ААА и АА облигаций сроком 3-5 лет. Делать это лучше с премией на первичном рынке. Но длинные бумаги пока в основном размещают эмитенты ААА-группы.
- По мере смягчения ДКП нельзя исключать предложения «длины» (срочностью от 3-х лет) эмитентами АА-сегмента. Во 2п25 по плану под рефинансирование попадают облигации АА-категории на 0,7 трлн руб., ААА-группы – еще на 0,9 трлн руб.
- Хотя цикл снижения ключевой ставки ЦБ запущен, денежно-кредитные условия будут оставаться относительно жесткими еще 1-2 квартала, инерция в ухудшении кредитных метрик может сохраниться.
- В этой связи избирательного подхода требует А-сегмент облигаций – хотя здесь видим интересные возможности в бумагах отдельных эмитентов при все еще широких кредитных спредах. По-прежнему избегаем рисков высокодоходных облигаций (ВДО).

Доходности и спреды корпоративных облигаций (фикс. купон)*



Динамика индексов облигаций МосБиржи (с купонами) с начала 2025 г., %



3 Облигации в валюте

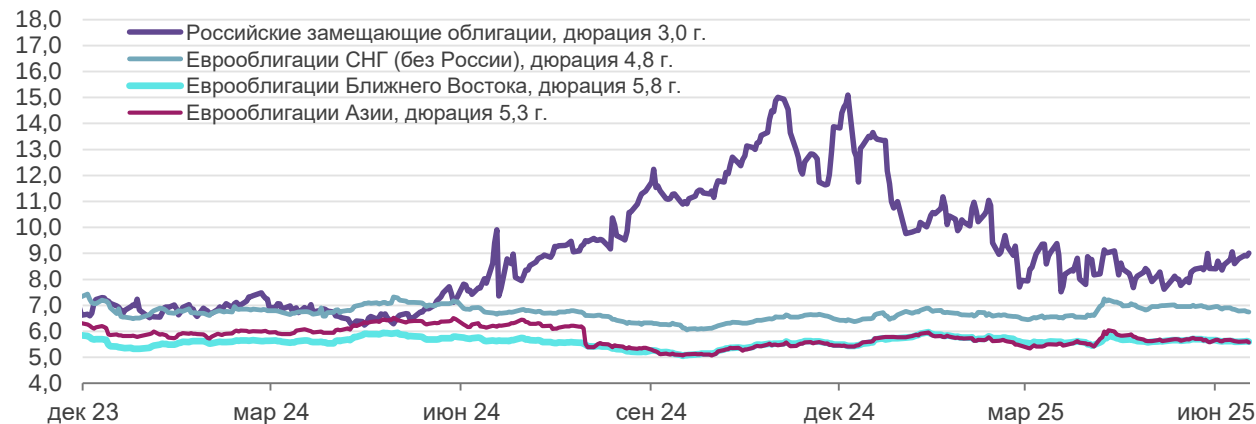
Источники: Банк России, МосБиржа, Cbonds, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



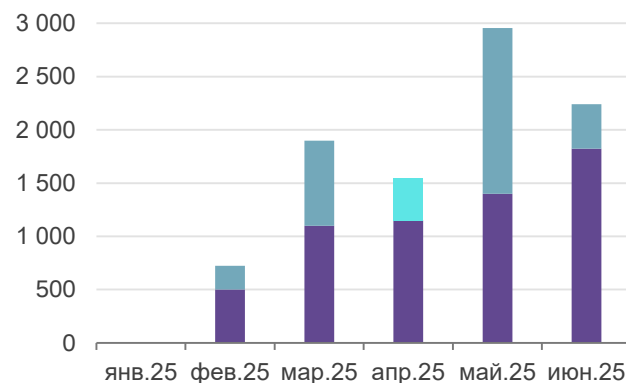
Валютные облигации – оптимальный инструмент для защиты от ослабления рубля

- Наш базовый прогноз курса рубля: 85-90 руб. за доллар и около 12 руб. за юань к концу 2025 г. Ослабления ждем и в 2026 г. – прогнозная траектория превышает отметку в 100 руб. к доллару.
- В этой связи валютные облигации оптимально подходят для защиты от девальвации рубля в российской инфраструктуре.
- Одновременно с доходностью 7-9% годовых у российских валютных облигаций сохраняется премия более 2-3 пп к еврооблигациям развивающихся стран.
- Полагаем, что в среднесрочной перспективе (от 1 года) данная премия будет сокращаться, а доходности российских облигаций в валюте будут сближаться с доходностью еврооблигаций развивающихся стран.
- К тому же общий уровень ставок в валюте может снижаться по мере смягчения монетарной политики в США, ЕС и Китае.
- Повысить доходность портфеля валютных облигаций представляется возможным за счет активного первичного рынка, на котором эмитенты предоставляют премию при размещении – выпуски переоцениваются вверх по цене в первые дни торгов.
- Компании-экспортеры в условиях повышенных рублевых ставок все чаще отдают предпочтение валютным облигациям – во 2к25 было размещено бумаг на 6,7 млрд долл. в эквиваленте (из них 65% в долларах).

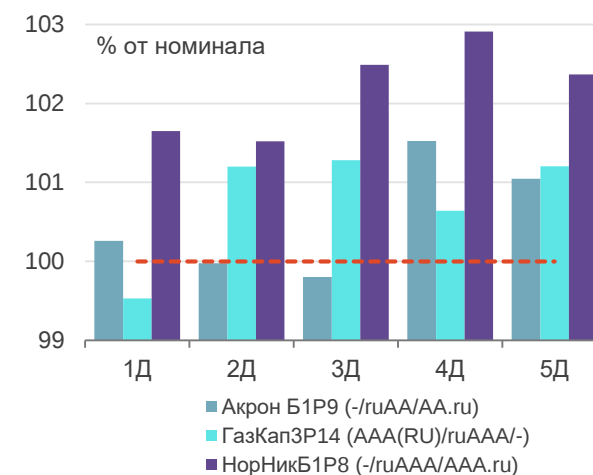
Индексы доходностей локальных валютных облигаций и еврооблигаций развивающихся стран в валюте (корпоративные выпуски), %



Рост размещений валютных облигаций



Переоценка в первые дни торгов



4

Российские акции



4 Индекс МосБиржи

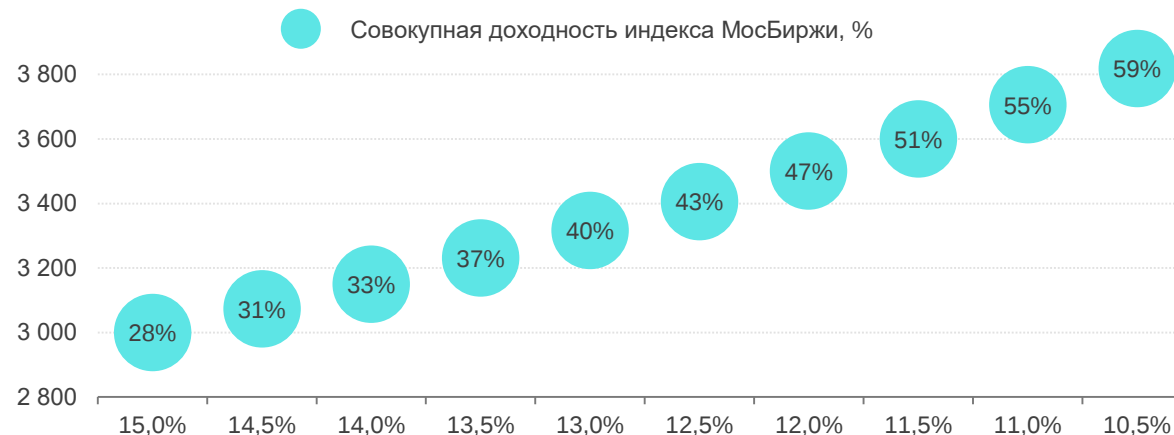
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.
*Безрисковая ставка – ОФЗ 10 лет



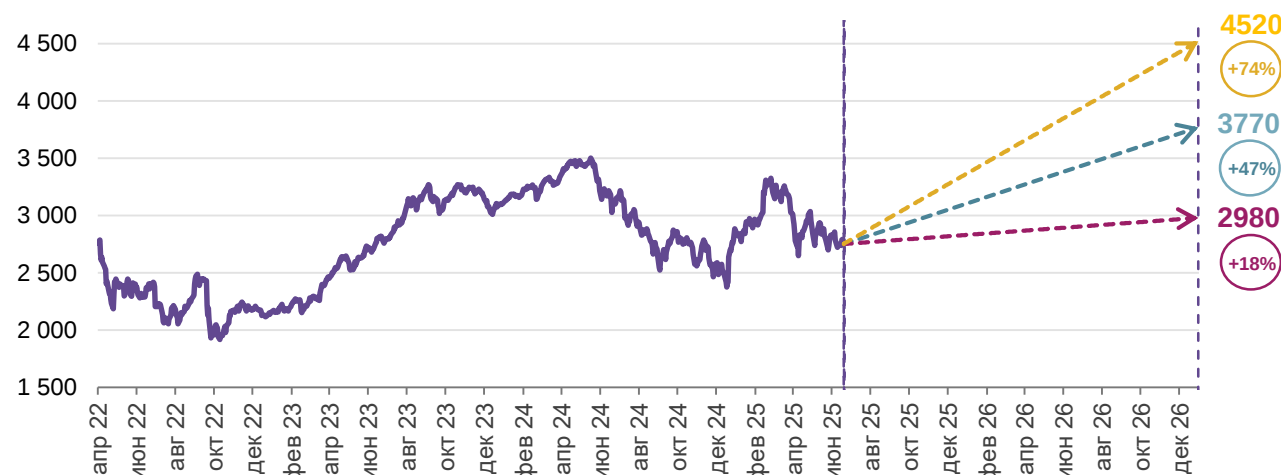
Ожидаем совокупную доходность индекса МосБиржи 47% на конец 2026 г.

- В базовом сценарии мы ожидаем индекс МосБиржи на конец 2026 г. на уровне 3770 (совокупная доходность 47%). В оптимистичном сценарии прогноз индекса МосБиржи составляет 4520 (совокупная доходность около 74%).
- Вероятность реализации базового и оптимистичного сценария – около 40% и 35% соответственно. В пессимистичном сценарии мы прогнозируем индекс МосБиржи на уровне 2980 (совокупная доходность около 18%).
- Ожидания инвесторов по сравнению с началом 2025 г. нормализовались: связанный с геополитикой оптимизм уменьшился, при этом быстрого смягчения ДКП инвесторы не ждут. В то же время прогнозы чистой прибыли индекса МосБиржи на 2025 г. были понижены на фоне сезона отчетности за первый квартал и пересмотра макропараметров. Мы видим умеренные риски дальнейшего пересмотра прогнозов вниз.
- В 3к25 мы ожидаем повышения аппетита к риску на фоне снижения ключевой ставки (ждем -300 бп, до 17%). При снижении безрисковой ставки на 1% (ОФЗ 10 лет) прогнозный уровень индекса МосБиржи увеличивается примерно на 5%.
- Инвесторы могут более активно реинвестировать дивиденды. Наш прогноз дивидендов на акции в свободном обращении – около 250 млрд руб. в 3к25.
- Риски: сезон финансовой отчетности за 1п25, объявление дивидендов ниже ожиданий, сохранение крепкого рубля, снижение цен на нефть, геополитические риски.

Прогноз Индекса МосБиржи на конец 2026 г. в зависимости от уровня безрисковой ставки*



Динамика индекса МосБиржи (историческая и прогнозная)



4 Российские акции: секторальные предпочтения

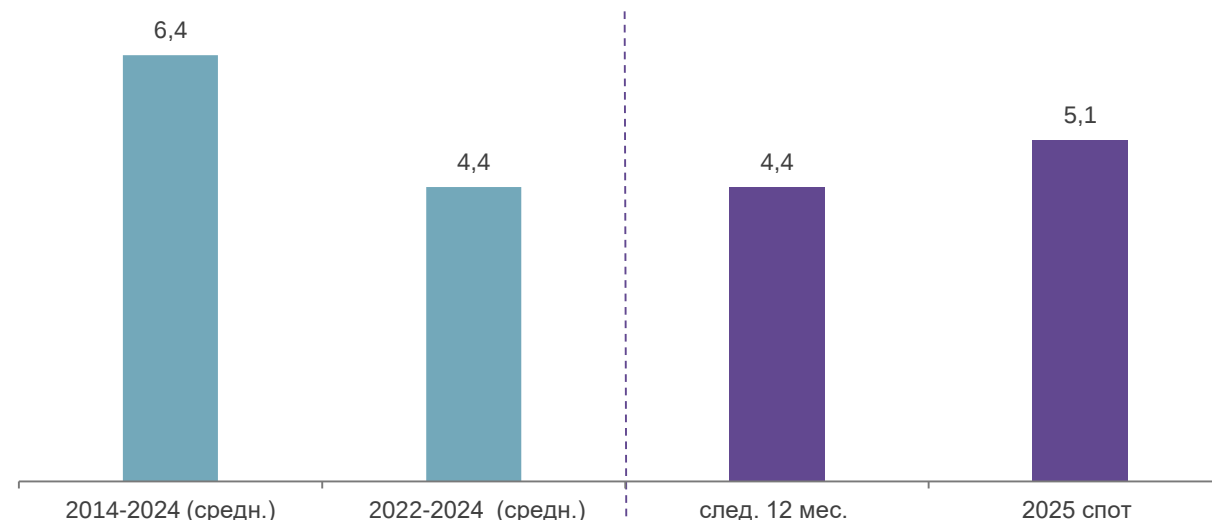
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.



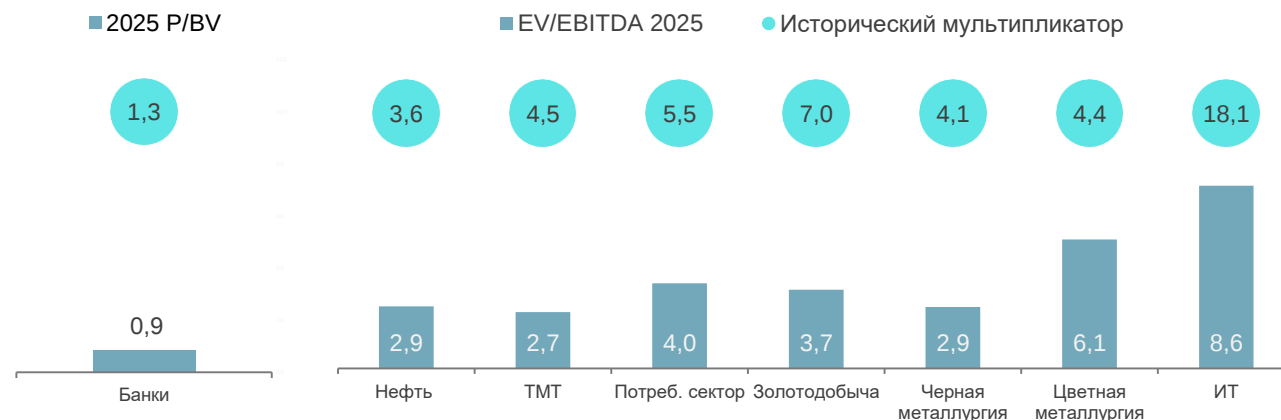
Мы отдаем предпочтение акциям компаний, ориентированных на внутренний спрос. Сохраняем позитивный взгляд на золото. В качестве фондирования используем акции нефтяных компаний.

- Российский рынок торгуется с мультипликатором 5,1x P/E за 2025 г. (исходя из текущих макропараметров) против среднего значения на уровне 6,4x P/E за 2014-2024 гг.
- Мы по-прежнему отдаем предпочтение акциям компаний, которые ориентированы на внутренний спрос и имеют возможности для роста, несмотря на высокую ставку и возможности для оптимизации бизнеса с целью поддержания рентабельности. Мы придерживаемся умеренно позитивного взгляда на финансовый и потребительский секторы.
- Наш фаворит – сектор ИТ. Акции ИТ-сектора сильно отстали от рынка, при этом являются бенефициарами потенциального снижения ставок. Мы ожидаем увидеть высокие темпы роста финансовых показателей в сезонно сильном втором полугодии и выделяем отдельные акции производителей ПО. Нам также нравятся отдельные акции в секторе транспорта, где мы ожидаем сильных результатов.
- В условиях высокой неопределенности акции золотодобывающих компаний предоставляют хорошие возможности для хеджирования портфеля.
- Акции нефтегазовых компаний продолжают оставаться под давлением на фоне крепкого рубля и ограниченного потенциала роста цен на нефть. Мы сохраняем негативный взгляд на сектор и выделяем только привилегированные акции Транснефти.

P/E индекса МосБиржи



Медианная фундаментальная оценка по секторам на 2025 г.



4 Секторальные предпочтения

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.
*указан мультипликатор для компании Полюс.
**P/BV



экспортеры

Внутренне ориентированные сектора

Сектор		Взгляд на сектор	Топ-пики в секторе	Дивидендная доходность на горизонте 12 мес., %	2025 P/E(медиана)	2025 EV/EBITDA (медиана)
Нефтегазовый сектор		негативный	Транснефть, прив. Татнефть, ао	10,2%	8,2x	2,9x
Металлургия	золотодобыча*	позитивный	Полюс	4,3%	6,2x	4,9x
	черная металлургия	нейтральный	-	3,7%	8,1x	2,9x
	цветная металлургия	умеренно-позитивный	Норникель	5,8%	10,2x	6,1x
Финансы (банки)		умеренно-позитивный	Сбер Т-Технологии	11,2%	4,1x	0,9x**
Потребительский сектор		умеренно-позитивный	Ozon X5 Новабев	11,6%	7,5x	4,0x
TMT		позитивный	Яндекс Positive Technologies Группа Аренадата Циан	3,9%	10,1x	8,6x
Транспорт		позитивный	Совкомфлот НМТП	8,2%	3,9x	3,4x

4 Дивиденды на российском рынке акций

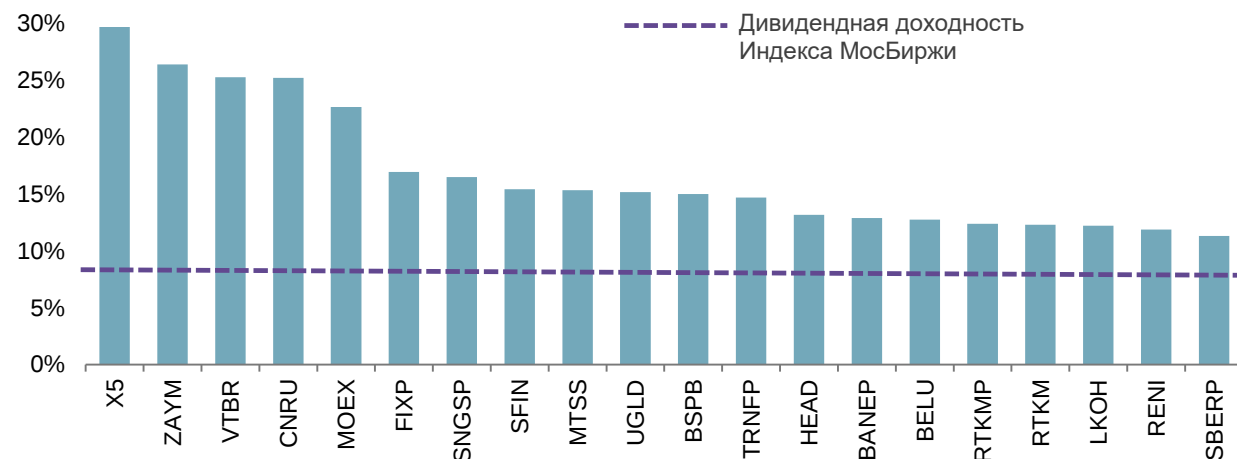
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.



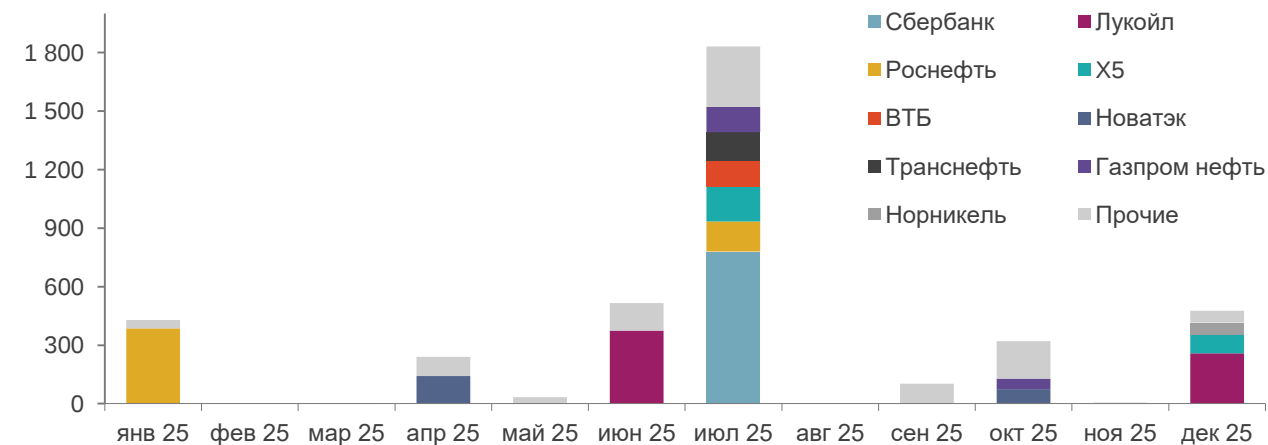
В 3К25 ожидаем увеличения притока на российский рынок акций на фоне дивидендного сезона.

- Дивидендная доходность российского рынка акций на горизонте 12 мес. составляет чуть выше 8,1%. Это ниже доходности фондов денежного рынка.
- Мы ожидаем, что дивиденды за 2025 г. составят 4 трлн руб., из которых на незаблокированные акции на счетах типа «С» в свободном обращении приходится около 640 млрд руб. В 3к25 будет распределено около 2 трлн руб., из которых на акции в свободном обращении придется в районе 250 млрд руб.
- В июле индекс МосБиржи, как мы ожидаем, снизится почти на 4% из-за дивидендных отсечек, при прочих равных. Тем не менее, на фоне ожидаемого снижения ключевой ставки дивидендный сезон окажет поддержку рынку с точки зрения увеличения притоков. Акции с двузначной дивидендной доходностью могут показать динамику лучше рынка.
- Мы видим риски понижения прогнозов дивидендов за 2025 г. при сохранении курса рубля на текущем уровне. В то же время сохранение высоких процентных расходов у компаний продолжит оказывать влияние на решения о размере дивидендов.
- Дивидендная доходность за 2026 г. составит 8,3% при базовом прогнозе цен на нефть (54 долл./барр.), несмотря на ожидаемое ослабление рубля (USDRUB в среднем 98,8). С другой стороны, потенциальное возвращение к выплатам отдельных эмитентов создает риски превышения наших среднесрочных прогнозов.

Дивидендная доходность российских акций на горизонте 12 мес., %



Дивидендные выплаты по месяцам, млрд руб.



4 Нефть и газ

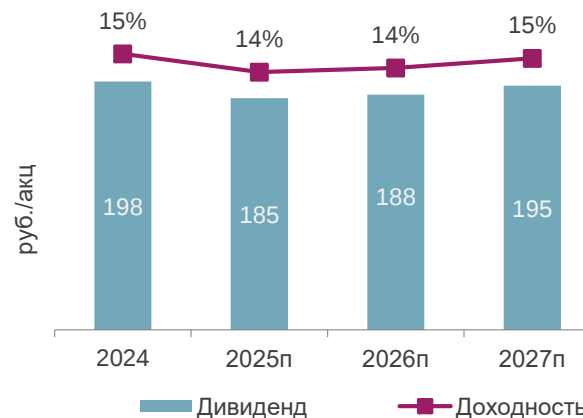
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.



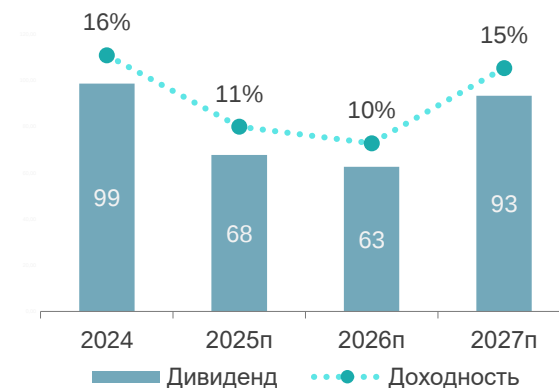
Сильный курс рубля и низкие цены на нефть обуславливают негативный взгляд на сектор в 3к25.

- **Риски снижения темпов роста спроса сохраняются.** На фоне тарифных войн замедление роста мирового ВВП на 0,3 пп может снизить прирост глобального спроса на нефть примерно на 500 тыс. барр./сут. В более экстремальных сценариях (например, замедление роста мировой экономики более чем на 1 пп) динамика спроса на нефть станет отрицательной.
- **Мы прогнозируем в 3к25 цену нефти Brent на уровне 65 долл./барр.** По нашему мнению, в 1п25 рынок уже отразил в ценах на нефть большую часть негативных ожиданий. Наш прогноз на 3к25 предполагает стабилизацию цены российской нефти у отметки 52 долл./барр для Urals и 58 долл./барр. для ВСТО.
- **Дисконты на российскую нефть остаются без изменений.** По нашим расчетам, в 2025 г. средний дисконт для Urals составит около 13 долл./барр., а для ВСТО – около 7 долл./барр. В случае новых внешних ограничений не исключено расширение дисконтов, однако мы ожидаем их сокращение в долгосрочной перспективе.
- **Компании торгуются с высокими форвардными мультипликаторами на фоне крепкого рубля.** Наши оценки предполагают средние P/E и EV/EBITDA за 2025 г. на уровнях 8,2х и 2,9х соответственно.
- **Нефтегазовые компании представят слабые результаты по итогам 2к25 и 1п25.** Мы придерживаемся негативного взгляда на нефтедобывающие компании и ожидаем сокращения промежуточных дивидендов в среднем на 35-40%. При этом лучшей бумагой в секторе мы считаем привилегированные акции Транснефти.

Дивиденд на акцию и доходность Транснефть (ап), руб. / %



Дивиденд на акцию и доходность Татнефти (ао), руб. / %



Транснефть – акции привилегированные: одна из самых высоких дивидендных доходностей.

- По итогам 2024 г. компания выплатит 198,25 руб./акц. (доходность 15%), за 2025 г. выплата также принесет доходность около 15% – одно из лучших значений в секторе, несмотря на увеличение налоговой нагрузки.
- **Финансовые результаты компании устойчивы к изменению курса рубля и цены на нефть.** Бизнес-модель Транснефти ориентирована на внутренний рынок и генерирует денежные потоки в рублях. Доходность свободного денежного потока в 2025 г. составит 12%. По нашим оценкам, уже к 2027 г. доходность свободного денежного потока превысит 20%.
- **Мультипликаторы:** 1,4х EV/EBITDA 2025п , 4,2х P/E 2025п, дивидендная доходность 15%.

Татнефть: высокая дивидендная доходность и растущие процентные доходы

- **Снижение капитальных вложений высвободит денежный поток.** По итогам 2024 г. капитальные вложения Татнефти сократились на 24% г/г, что позволило увеличить свободный денежный поток в 2,5 раза до 254 млрд руб. (доходность – 16%). Дальнейшее сокращение капзатрат позволит сохранить дивиденды на высоком уровне.
- **Мультипликаторы:** 3,7х EV/EBITDA 2025п , 7,9х P/E 2025п, дивидендная доходность за 12 месяцев 13%.

Топ-лики

4 Металлургия

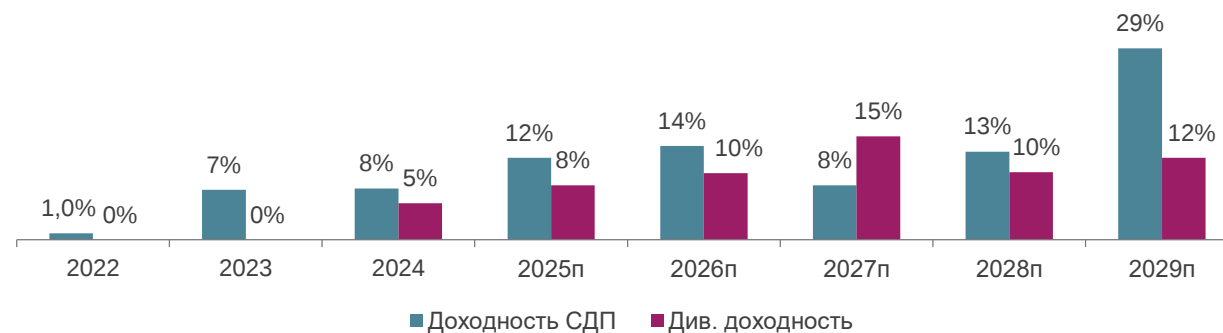
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.



Укрепление рубля негативно сказывается на большинстве компаний сектора из-за их ориентации на экспорт. Золотодобытчики выделяются на фоне устойчивых рекордных цен на золото.

- **Золото.** Несмотря на то, что цена золота превысила фундаментально обоснованный уровень в 2500 долл./унц. на 1п25, для нее, скорее, преобладают повышательные риски на фоне стабильных покупок центральных банков и ETF, возобновившихся начала цикла снижения ставок, а также на фоне геополитической напряженности
- **Цветные металлы и МПГ.** Корзина металлов Норникеля находится на стрессовых уровнях, однако со всех сторон преобладают повышательные риски. Рынок меди остается в состоянии дефицита, который усиливается бурным ростом инвестиций Китая в локальную сетевую инфраструктуру. Низкий уровень запасов в мире в совокупности с сильным спросом и перебоями в производстве могут привести к переоценке металла. Хотя мы не видим среднесрочных триггеров для никеля, спекулятивно наблюдается повышенный интерес к МПГ как альтернативе подорожавшему золоту.
- **Сталь и уголь.** Сталелитейные компании, на наш взгляд, прошли дно как в части операционных, так и в части финансовых показателей, однако мы пока не видим предпосылок для опережающей динамики акций сектора относительно индекса МосБиржи. Ситуация на рынке коксующегося угля в условиях слабого глобального спроса остается напряженной. Мы не видим среднесрочных факторов, которые могли бы способствовать восстановлению рынка.

Полус сможет поддерживать высокую доходность даже с расходами на Сухой Лог



Полус:

- **Запуск проекта Сухой Лог.** Месторождение может увеличить объем производства Полуса почти на 70%, а EBITDA – почти на 100% к 2024 г. Однако запуск произойдет не ранее 2028 г.
- **Мультипликаторы:** 4,0х EV/EBITDA 12м при текущих ценах и курсе рубля против среднего исторического уровня 7,0х. Акции Полуса торгуются с доходностью FCF около 10-11% на год вперед (даже за вычетом капзатрат на развитие).

Норникель:

- **Возможный рост цен на корзину металлов.**
- **Мультипликаторы:** Норникель торгуется со среднециклическим EV/EBITDA 12м в 5,2х при текущих ценах и курсе, однако при ожидаемом нами росте цены меди до 12 000 долл./т и ослаблении рубля до 86,7 за доллар на конец 2025 г. оценка получается 4,1х с валютной доходностью FCF 11-12%.

Топ-пики

4 Банковский сектор

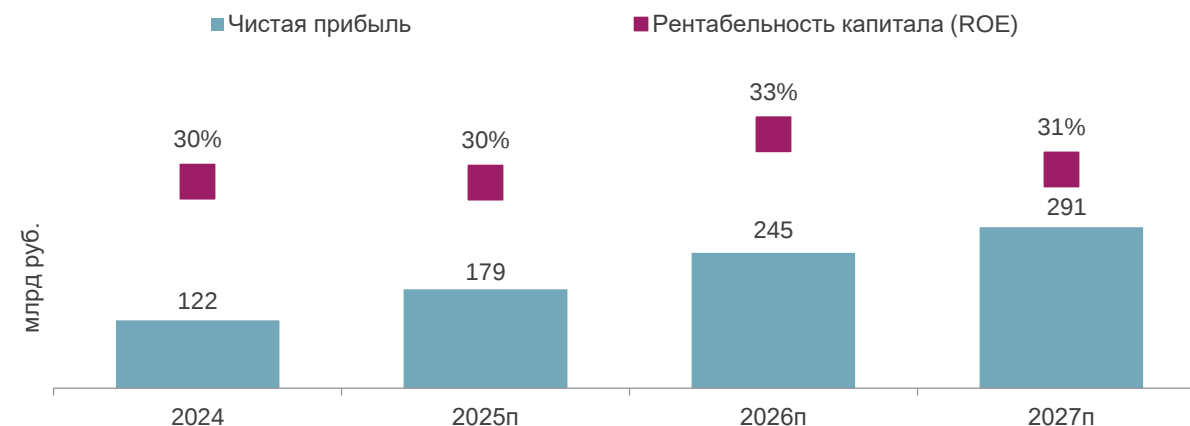
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.



Эффективное распределение капитала и развитие небанковских бизнесов могут поддержать результаты банков в 2025 г., несмотря на замедление роста кредитования.

- **Замедление кредитования.** По данным ЦБ и нашим оценкам, за 4м25 в условиях жесткой ДКП и укрепления рубля на 25% с начала года кредитный портфель банков снизился на 1,2% (в апреле рост составил +9,3% г/г). При этом розничный кредитный портфель банковского сектора без учета ипотеки снизился на 0,6% с начала года, а корпоративный – на 1,5%.
- **Развитие небанковских бизнесов.** Давление на чистые процентные доходы банков со стороны высокой стоимости фондирования и снижения темпов роста кредитования может быть частично компенсировано развитием комиссионных и небанковских бизнесов, таких как страхование, факторинг и прочие.
- **Фокус на эффективном распределении капитала.** Мы ожидаем, что Банк России продолжит придерживаться жесткого банковского регулирования более продолжительное время, несмотря на начало цикла снижения процентных ставок. Для поддержания достаточности капитала выше регуляторного минимума в условиях высоких надбавок к коэффициентам риска и увеличивающихся надбавок к коэффициентам достаточности капитала банки стали более аккуратно распределять капитал.
- **Повышенная стоимость риска.** Мы полагаем, что на фоне замедления роста кредитования могут вызреть кредиты с низким качеством, что может способствовать сохранению высоких уровней отчислений в резервы и наращиванию банками уровня покрытия проблемной задолженности.
- **Риски:** ухудшение макроэкономической ситуации, давление со стороны ужесточающейся конкуренции в секторе, ухудшение качества активов.

Прогноз чистой прибыли и рентабельности капитала Т-Технологий



Сбербанк: устойчивый рост чистой прибыли и стабильно высокая рентабельность капитала:

- Мы ожидаем, что рентабельность капитала Сбербанка останется выше 22% в 2025 г., несмотря на замедление темпов роста кредитования и увеличение отчислений в резервы. Это соответствует целям менеджмента на год. Мы также прогнозируем устойчивый рост чистой прибыли и активов благодаря лидирующей позиции группы во многих сегментах.
- **Мультипликаторы:** 0,87x P/B 2025п, 4,2x P/E 2025п. Дивидендная доходность 11%. Мы не видим рисков для выплаты дивидендов со стороны достаточности капитала (норматив Н1.0 на 1 июня 2025 г. составил 13,6% при регуляторном минимуме 8%).

Т-Технологии: эффективное использование капитала и развитие экосистемы:

- Перераспределение капитала, полученного от приобретения Росбанка, в пользу более маржинального розничного кредитования за счет выгашивания корпоративных кредитов может оказать поддержку прибыльности холдинга. Клиентская база Т-Технологий составляет 50 млн чел., что может стать основой для роста непроцентных доходов холдинга за счет развития кросс-продаж
- **Мультипликаторы:** 1,3x P/B 2025п, 4,6x P/E 2025п.

Топ-лики

4 Потребительский сектор

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.

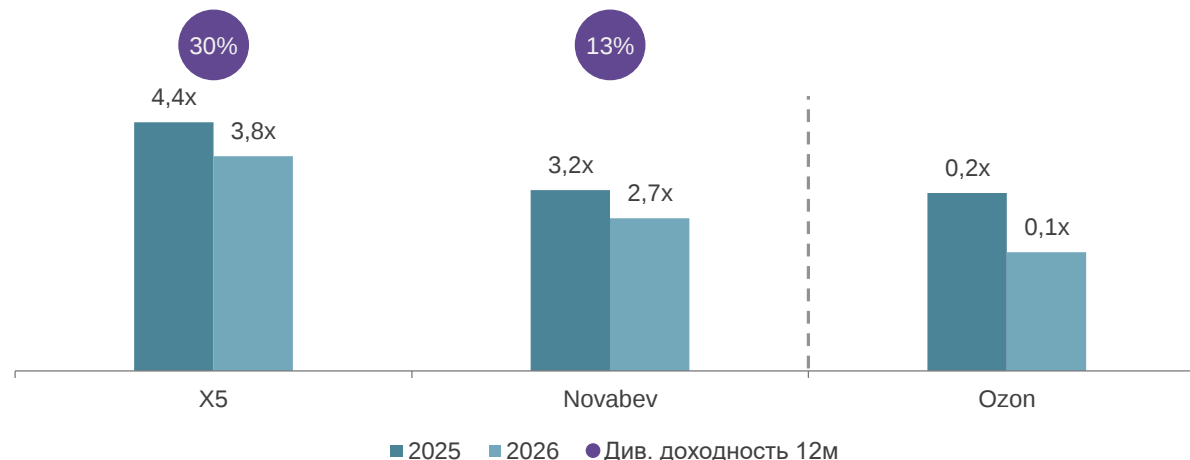


Рост заработных плат будет стимулировать потребительскую активность. Выделяем акции компаний, способных поддерживать высокие темпы органического роста.

Тренды в секторе

- **Динамика заработных плат.** Рост номинальных зарплат поддерживает спрос и позволяет розничным сетям снижать инвестиции в промоактивность. В то же время увеличение расходов на персонал снижает рентабельность. Мы прогнозируем высокие темпы роста в сегменте (выручка X5 +20% г/г, оборот Ozon в 2025 г. +30-40% г/г), однако снижение рентабельности остается риском.
- **Рост конкуренции с e-com.** Крупнейшие маркетплейсы расширяют лидерство, а непродовольственная розница сталкивается с сильной конкуренцией со стороны лидирующих e-com игроков, что находит отражение в низком росте сетей и специализированных сетей / маркетплейсов (Fix Price и ВИ.ру), а также слабой динамике зрелых магазинов. Продуктовые ритейлеры развивают онлайн-сегменты (X5 занимает первое место в сегменте e-grocery по итогам 1к25, ожидаем роста выручки X5 в сегменте на уровне 50% в 2025 г.). E-grocery поддерживает динамику продаж, однако вынуждает компании активно инвестировать в персонал.
- **Развитие дискаунтеров.** Сегменты жестких дискаунтеров и e-grocery продолжают расти опережающими темпами. Акции X5 – экспозиция на тренд, помимо e-grocery группа активно развивает сеть жестких дискаунтеров Чижик, численность которой, по нашим оценкам, в 2025 г. превысит 3 тыс. магазинов.
- **Внимание на долговую нагрузку.** В условиях высоких ставок чистая рентабельность компаний с повышенной долговой нагрузкой находится под давлением. Они же могут оказаться наиболее чувствительными к снижению ставок в экономике.

Мультипликатор EV/EBITDA (EV/GMV для Ozon) и дивидендная доходность



X5:

- **Лидер ритейла:** высокие темпы роста продаж (+20% в 2025 г.) и высокая дивидендная доходность (30% на следующие 12 месяцев с учетом накопленного дивиденда).
- **Мультипликаторы:** 4,4x EV/EBITDA и 9x P/E за 2025 г.

Ozon:

- **Рост и рентабельность:** компания поддерживает высокие темпы роста оборота в 30-40%, а скорректированная EBITDA за 2025 г. составит 70-90 млрд руб. (63 млрд руб. в 2024 г.).
- **Мультипликатор:** 0,2x EV/GMV за 2025 г.

Novabeв:

- **Новая стратегия:** план предполагает увеличение выручки за 5 лет в 2 раза, до 270 млрд руб., менеджмент указывает на стратегическую возможность размещения акций сети.
- **Мультипликаторы:** 3,2x EV/EBITDA и 6x P/E за 2025 г.

Топ-пики

4 Технологии

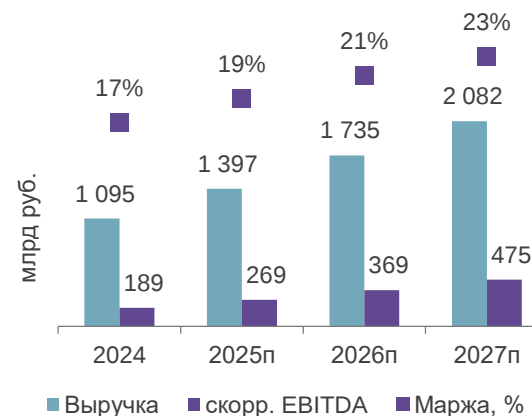
Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.



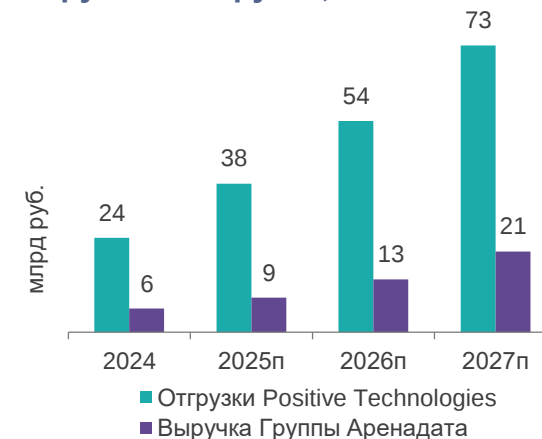
Позитивные тренды на ключевых рынках, перспективы роста компаний и оценка лежат в основе нашего положительного взгляда на технологический сектор.

- **Рекламный рынок продолжает расти двузначными темпами.** По данным АКАР, в 1к25 сегмент интернет-рекламы вырос на 12% г/г, а по итогам всего 2025 г. рост может составить 17-21%, согласно прогнозам Okkam. При этом направление ритейл-медиа (каналы e-commerce) может увеличиться более чем на 70% г/г.
- **Спрос на российские ИТ-решения и ПО сохраняет устойчивость** на фоне продолжающейся цифровизации и замещения зарубежных продуктов. В 2024-2030 гг. рынок российских СУБД и инструментов обработки данных будет расти в среднем на 16% в год (прогноз ЦСР), а рынок кибербезопасности – на 15% в год (прогноз Б1). Strategy Partners также ожидает среднегодовые темпы роста российского рынка инфраструктурного ПО на уровне 15% в 2024-2030 гг.
- **На рынке труда по-прежнему рекордно низкий уровень безработицы,** несмотря на снижение активности работодателей в условиях жесткой ДКП. Улучшение макроэкономических условий в сочетании с усилением дефицита кадров должны способствовать развитию Хэдхантера в долгосрочной перспективе. Циан может стать бенефициаром **постепенной нормализации на рынке недвижимости и реализации отложенного спроса.**
- Яндекс активно развивает такие перспективные направления, как **ИИ, роботизация и беспилотные технологии.**
- **Ключевые риски:** макроэкономика, конкуренция, дефицит ИТ-кадров, регулирование, более низкие дивиденды, сокращение ИТ-бюджетов.

Яндекс: динамика финансовых показателей, 2024-2027 гг.



Positive Technologies и Аренадата: отгрузки и выручка, 2024-2027 гг.



Топ-пики

Яндекс:

- **Ведущая технологическая компания в России.** Компания предлагает клиентам диверсифицированный портфель сервисов и демонстрирует высокие темпы роста с потенциальным улучшением рентабельности.
- **Мультипликаторы:** 6,2x и 4,2x EV/EBITDA за 2025-2026 гг., около 35% дисконт к российскому технологическому сектору.

Positive Technologies и Группа Аренадата:

- **Сезонно сильное 2п25.** Ожидаем высоких темпов роста финансовых показателей в сезонно сильном втором полугодии. По итогам 2025 г. Positive Technologies ожидает роста отгрузок на 37-58% г/г, а Группа Аренадата прогнозирует рост выручки более чем на 40%.
- **Мультипликаторы:** 6,0x и 5,8x EV/EBITDAC за 2026 г. соответственно, более 15% дисконт к российским производителям ПО.

Циан:

- **Улучшение динамики финансовых показателей в 2п25 и специальный дивиденд.** По нашим оценкам, доходность специального дивиденда может составить около 25%. Выплата может состояться ближе к концу 2025 г.
- **Мультипликаторы:** 8,9x и 5,6x EV/EBITDA за 2025-2026 гг.

4 Транспорт

Источники: данные компаний,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
Расчеты на 25.06.2025 г.



Мы придерживаемся положительного взгляда на сектор и выделяем в качестве фаворитов Совкомфлот и НМТП.

Морская транспортировка

- Ждем улучшения финансовых показателей Совкомфлота по итогам 2к25. По нашим оценкам, в 1к25 компания прошла низшую точку в динамике финансовых показателей. На результаты за 2к25 позитивное влияние окажет увеличение коммерческой загрузки флота и рост мировых ставок фрахта на спотовом рынке.

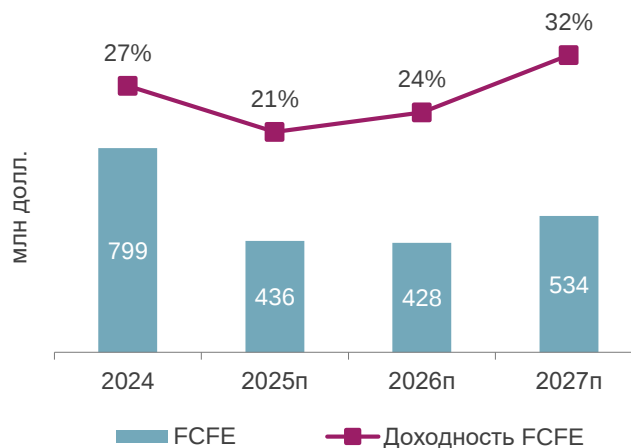
Портовые услуги

- Двухзначный рост тарифов НМТП на перевалку. В 2025 г. тарифы на перевалку большинства навалочных и генеральных грузов выросли на 22-25% г/г, а на перевалку контейнеров – в среднем на 60% г/г.

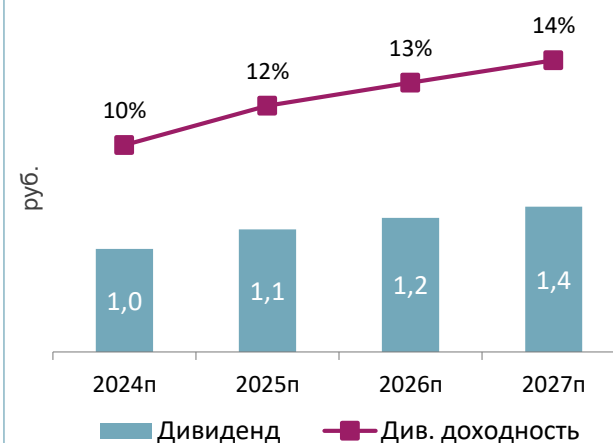
Авиаперевозки

- В 1к25 темпы роста доходной ставки Аэрофлота снизились. В 1к25 рост показателя составил 7% г/г (против 14% в 4к24). Считаем, что данная динамика сохранится на протяжении всего года. Мы выделяем рост доходной ставки в качестве ключевого фактора роста бизнеса Аэрофлота на фоне стабилизации операционных показателей.
- В то же время демпферные выплаты снижаются в условиях дешевеющей нефти. По нашим оценкам, в 2025 г. объем выплат сократится в 2,5 раза относительно уровня 2024 г. Сохраняем нейтральный взгляд на акции Аэрофлота.

Прогноз динамики FCFE Совкомфлота



Прогноз дивидендной доходности НМТП



Совкомфлот:

- Доходность FCFE 2025 г. на уровне 21%. Несмотря на снижение финансовых результатов, мы ожидаем, что FCFE Совкомфлота в 2025 г. составит 436 млн долл.
- Чистая денежная позиция в следующие три года увеличится. По нашим оценкам, чистая денежная позиция в пересчете на акцию составит 45 руб. (58% от текущей цены).
- Мультипликаторы: 2,7x EV/EBITDA 2025п, 3,8x P/E 2025п, дивидендная доходность 10,3%.

НМТП:

- Высокая рентабельность позволяет финансировать инвестиционную программу из операционного денежного потока. Доходность FCFE на горизонте 2025-2027 гг. составит 15%.
- Дивиденд НМТП по итогам 2024 г. составит 0,96 руб./акц. – дивидендная доходность 10%. Мы считаем, что выплата по итогам 2025 г. окажется еще выше: 1,15 руб./акц. за счет двухзначной индексации тарифов на перевалку (доходность 12,5%).
- Мультипликаторы: 2,7x EV/EBITDA 2025п, 3,8x P/E 2025п, дивидендная доходность 10,3%.

Топ-лики

5

Глобальные рынки



5 Экономика США

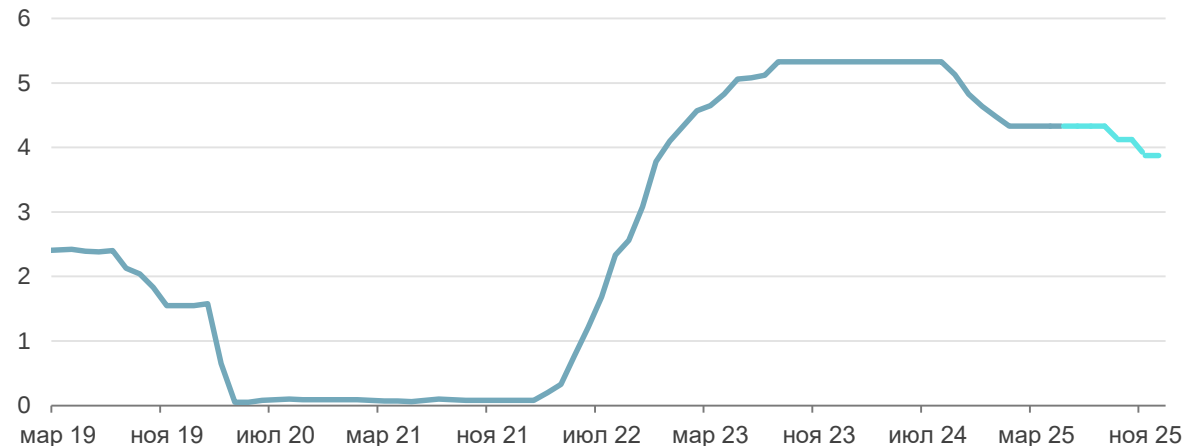
Источники: Аналитические информационные агентства, расчеты и оценки ВИМ Инвестиции



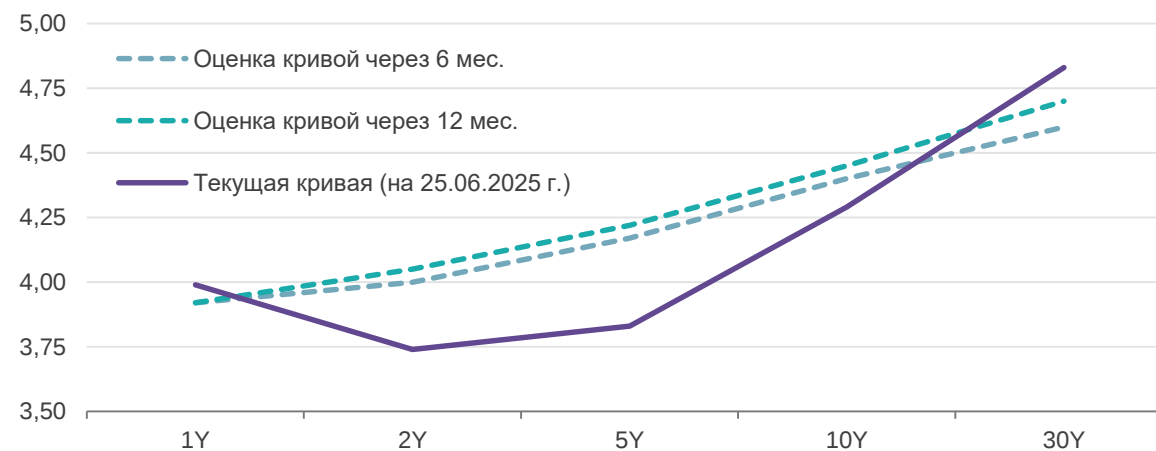
Соглашение о торговых пошлинах снизило риски рецессии в США

- Снижение администрацией президента Трампа торговых пошлин сняло опасения относительно наступления рецессии в США в 2025 г.
- Вместе с тем риски возникновения напряженности в международных торговых отношениях все еще велики. В ближайшие 1-2 года оцениваем вероятный уровень пошлин со стороны США для Китая на уровне порядка 30%, для других стран-импортеров – в 15%.
- Одновременно для экономического роста в США важны сроки утверждения налоговых льгот в этом году. Если они будут согласованы в июле, то рост ВВП в 2025 г. может восстановиться примерно до 2,2% г/г. Если это произойдет в сентябре, то рост может быть меньше нашего прогноза в 1,8-1,9% г/г.
- Потребительская инфляция в США продолжает снижаться. Базовый индекс РСЕ в апреле 2025 г. опустился до 4-летнего минимума в 2,5% г/г. Эта цифра не отражает апрельский шок торговых пошлин. Однако ускорение может носить ограниченный характер.
- Федрезерв после снижения ставок в прошлом году до 4,25-4,50% взял паузу в цикле смягчения. Ожидаем от ФРС снижения ставки до конца 2025 г. на 25-50 бп.
- Прогнозируем доходности 10-летних гособлигаций США в диапазоне 4,25-4,50% годовых, ожидаем ее ближе к верхней границе на конец 2025 г.

Эффективная ставка ФРС с прогнозом, %



Оценка кривой доходности гособлигаций США, %



5 Экономика Китая

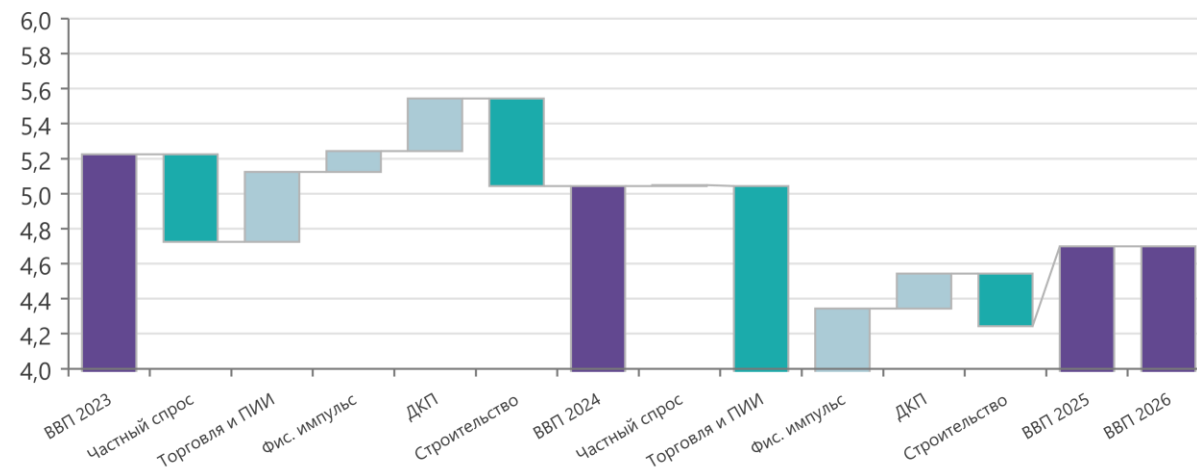
Источники: Аналитические информационные агентства,
расчеты и оценки ВИМ Инвестиции



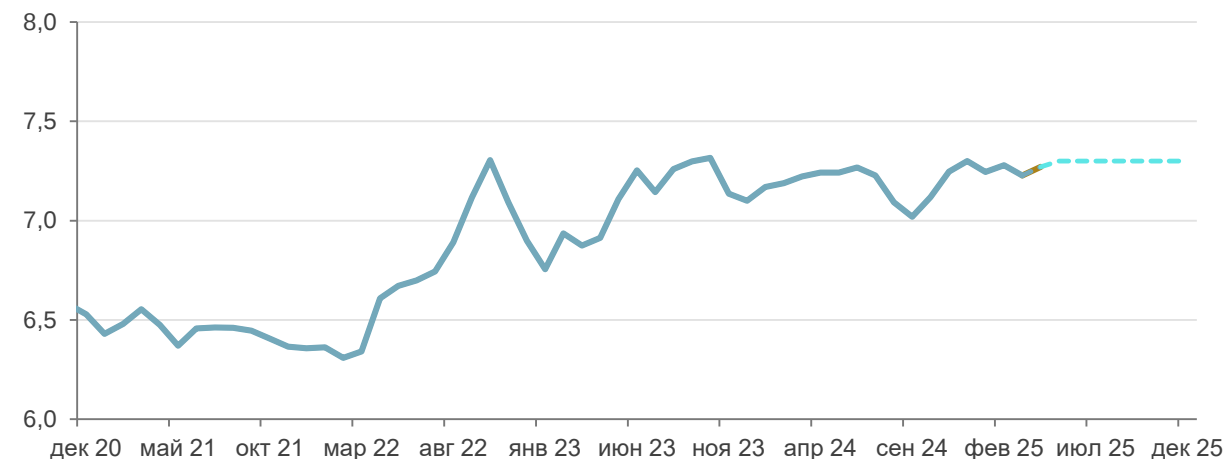
Фискальное стимулирование окажет поддержку экономическому росту в Китае

- Разрядка в торговых отношениях Китая и США, а также фискальные меры, направленные на поддержание внутреннего потребления, должны обеспечить стабильный рост китайской экономики. По нашим оценкам, темпы роста ВВП Китая в 2025 и 2026 гг. составят 4,7% г/г.
- Дефляция, наблюдаемая в Китае с начала 2025 г. на фоне снижения цен на продовольствие, вероятно, носит временный характер. Рост зарплат и выделение социальных трансфертов малообеспеченным группам населения должны поддержать потребительский спрос. Оцениваем инфляцию в 2025 г. на уровне 0,3%.
- Ожидаем в 2025 г. снижения ставки 7-дневного репо на 20 бп, до 1,2%. Норматив обязательного резервирования (RRR) в мае был снижен для крупных банков на 50 бп, до 7,5%. Считаем, что к концу 2025 г. он снизится еще на 50 бп – это высвободит дополнительно ликвидность в объеме порядка 2 трлн юаней.
- Ждем уровень доходностей 5-летних гособлигаций Китая вблизи текущих значений – в районе 1,5% годовых до конца 2025 г. Долгосрочные выпуски могут снизиться в доходности на 10 бп.
- Последние годы Народный банк Китая старался не допускать ослабления юаня выше отметки в 7,3 к доллару, в том числе и в этом году. Слабый курс юаня частично компенсирует китайским производителям потери от вводимых торговых пошлин.
- Курс юаня, вероятно, будет вблизи отметки 7,3 в паре с долларом к концу 2025 г.

Динамика составляющих ВВП Китая, %



Прогноз курса USDCNY



5 Рынок нефти

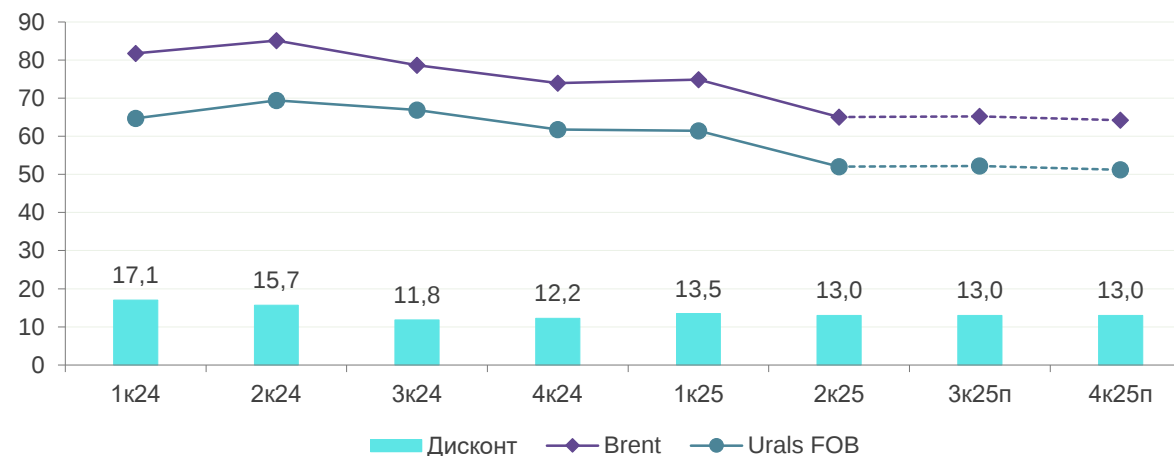
Источники: ОПЕК, МЭА, Минэнерго США,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



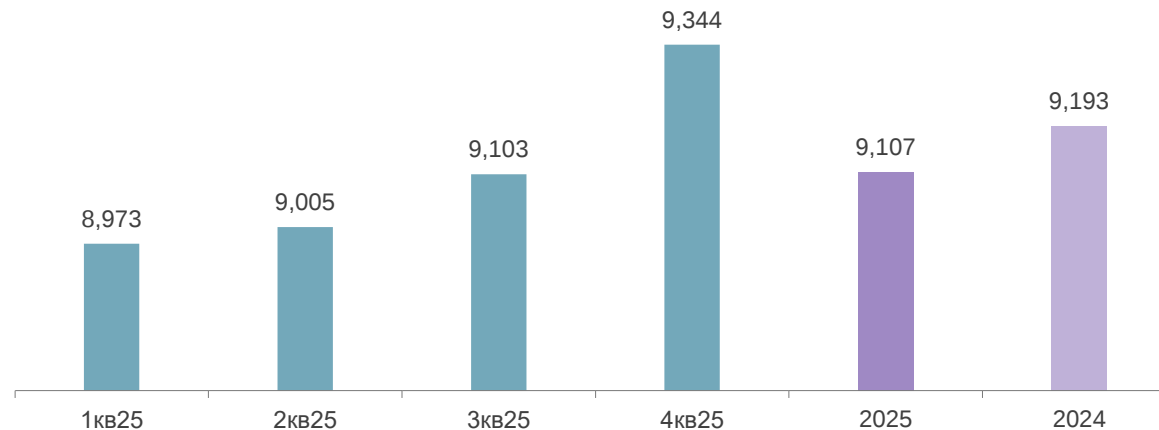
Наш прогноз средней цены нефти Brent в 2025 г. – 67 долл./барр.

- Мы ожидаем снижения средней цены нефти Brent с 79,9 долл./барр. в 2024 г. до 67,4 долл./барр. в 2025 г. Основная причина – замедление роста мировой экономики, усиленное торговыми пошлинами.
- Дополнительное давление на цены оказывает политика ОПЕК+ по поэтапному наращиванию добычи. С мая по июль альянс планирует увеличивать производство на 411 тыс. барр./сут. ежемесячно. С учетом компенсаций за прошлые превышения квот добыча ОПЕК+ увеличится слабее, а в России может незначительно сократиться – в среднем за 2025 г. на 86 тыс. барр./сут. г/г.
- Снятие добровольных ограничений, изначально запланированное на сентябрь 2026 г., теперь может завершиться в марте 2026 г. Общая величина добровольных ограничений – 2,2 млн барр./сут., доля России в них – 471 тыс. барр./сут.
- При отсутствии новых внешних ограничений мы закладываем сохранение дисконтов для российской нефти на уровне 2к25 и налоговой цены на уровне 53-54 долл./барр. до конца года.

Цена Urals и дисконт к Brent, долл./барр.



Добыча в России в соответствии с ограничениями ОПЕК+, млн барр./сут.



5 Золото

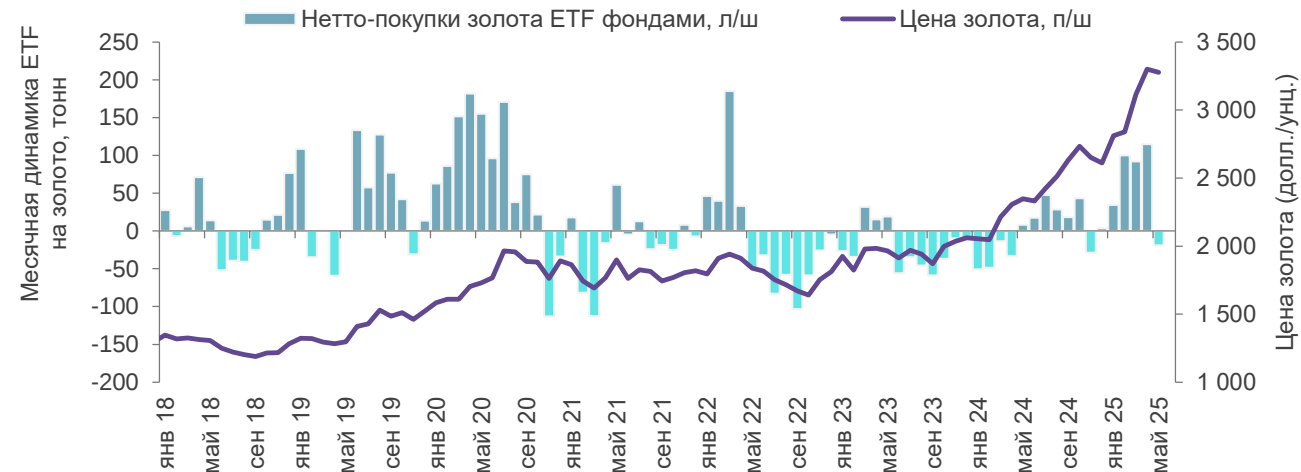
Источники: Аналитические информационные агентства,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Рентабельность 90-го перцентиля



Наш прогноз – 3300 долл./унц. в среднем до конца 2025 г.

- С начала 2025 г. цены на золото продолжили расти и превысили отметку 3300 долл./унц., оторвавшись от фундаментально обоснованных уровней в 2500 долл./унц. (исторически цены на золото превышают маржинальные затраты на 10-15%).
- Росту цены золота способствуют следующие факторы:
 - Рекордные покупки золота мировыми ETF – с мая 2024 г. было закуплено 462 тонны (около 10% годового физического спроса);
 - Наращивание центральными банками золота в резервах по мере ухода от доллара (тенденция продолжается почти 2 года);
 - Риски в глобальной экономике на фоне трений в международной торговле;
 - Продолжающийся цикл снижения процентных ставок в США, ЕС и Китае – золото становится привлекательнее снижающихся ставок по депозитам и облигациям;
 - Геополитические риски.
- Действие данных факторов вряд ли ослабнет. До конца года они продолжают оказывать поддержку золоту – цена будет удерживаться выше своих фундаментальных уровней.
- Золото в российской инфраструктуре выступает в качестве защиты от девальвации рубля. Ждем планомерного ослабления курса рубля (до 85-90 руб. за доллар до конца 2025 г.), который, вероятно, превысит 100 руб. уже в 2026 г.

Покупки золота ETF-фондами



Уровень рентабельности золотодобытчиков



5 Биткоин

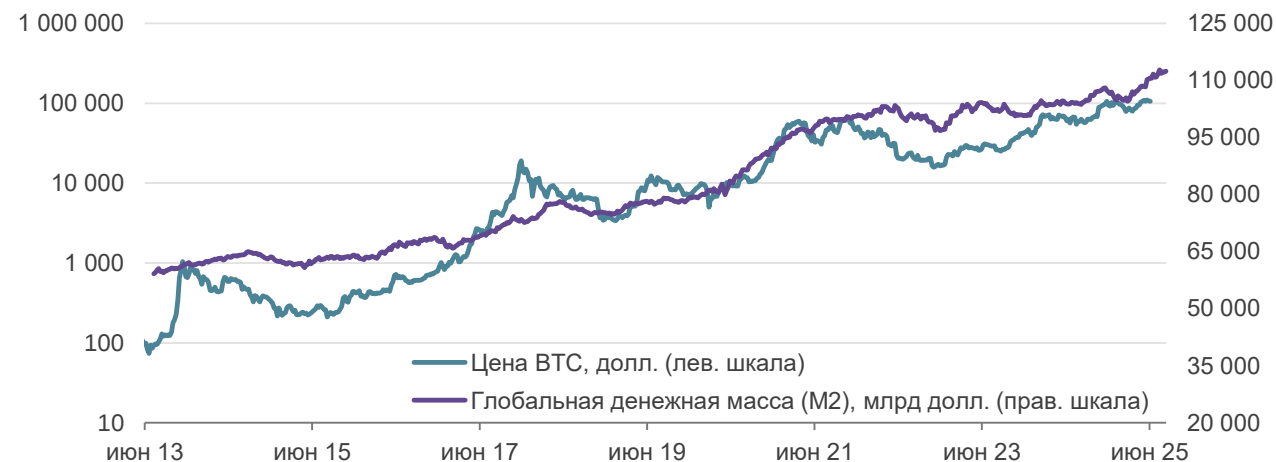
Источники: Аналитические информационные агентства,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



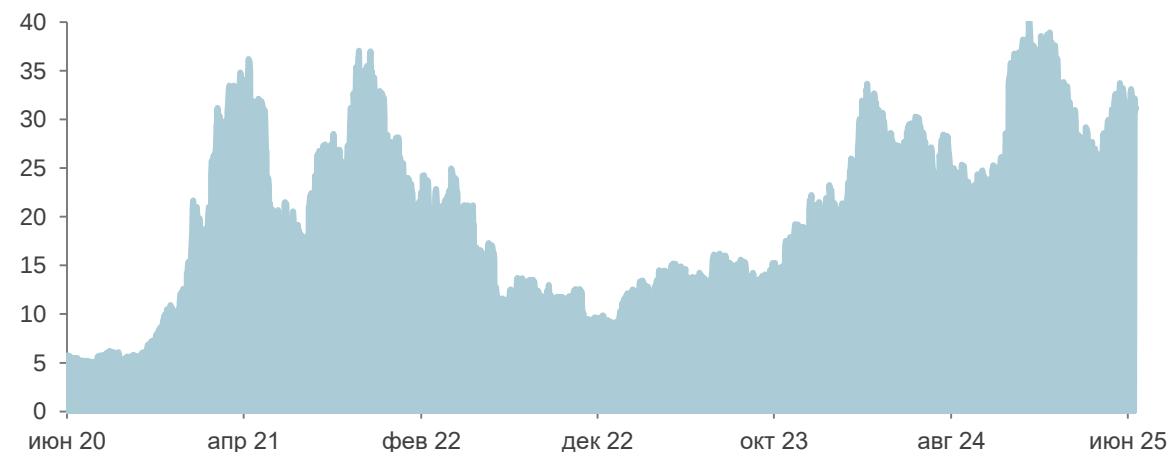
Регуляторные инициативы в США и потоки в биткоин – позитивные катализаторы 2п25

- Одобрение Сенатом США закона GENIUS (S.1582) создаст юридический базис для стейблкоинов. Законопроект Палаты представителей США (HR.3633) закрепит статус ключевых криптовалют в виде цифровых товаров, которые попадут под юрисдикцию Комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC) – агентство становится главным регулятором криптовалют, что обеспечит большую прозрачность рынку.
- Факторами роста для биткоина (BTC) весной 2025 г. стали положительная динамика рискованных активов и возросшая обеспокоенность относительно устойчивости фиатных валют, включая доллар США.
- Мы ожидаем дополнительной поддержки биткоину со стороны законодательных инициатив в США, продолжения снижения процентных ставок ФРС и ЕЦБ, принятия мер фискального стимулирования в Китае.
- Наш прогноз цены биткоина на 12 мес. – 130 тыс. долл., что обусловлено увеличением доли BTC в мировом портфеле активов с 0,1% в 2020 г. до 0,8% в 2025 г. Ожидаем, что в 2026 г. эта доля вырастет до 1,0% на фоне продолжающегося притока средств и законодательной поддержки.
- Мы отмечаем хороший момент для входа в биткоин после того, как миновала эскалация в торговых отношениях США и Китая, а президент Трамп встал на сторону криптовалют (президент США призывает создать стратегический биткоин-резерв). Инвесторы рассматривают биткоин в качестве привлекательного рискованного актива, а цена BTC восстанавливается по отношению к золоту.

Динамика глобальной денежной массы и цены BTC



Соотношение BTC и золота



5 Пара EURUSD

Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*Значение индекса деловых настроений PMI выше 50 означает рост экономики, ниже 50 – экономический спад



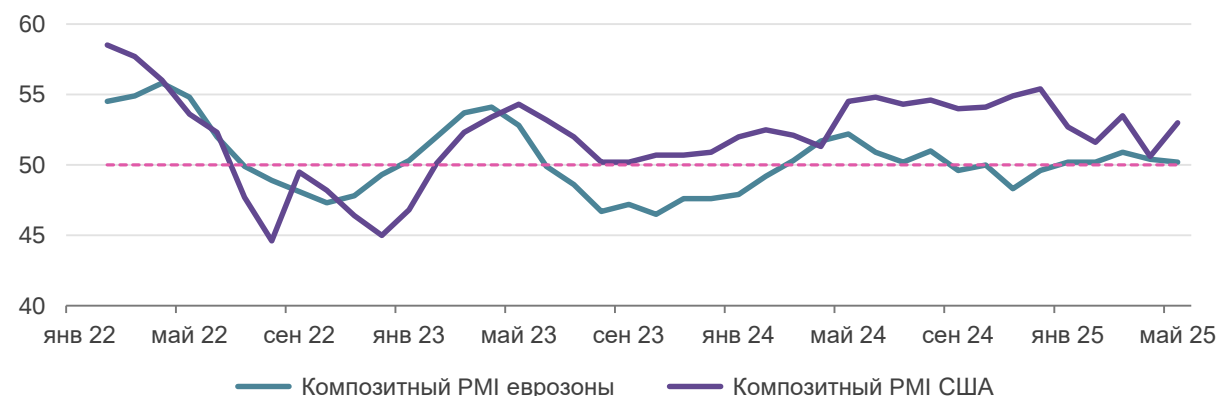
Пара EURUSD, вероятно, вернется к отметке 1,10 к концу 2025 г.

- Пара EURUSD резко выросла в 1п25 на фоне торговых трений США с другими странами, которые инициировала администрация Трампа.
- В ходе роста пара EURUSD утратила корреляцию с разницей в доходностях 2-летних ставок в Германии и США. Сейчас справедливый курс пары EURUSD, исходя из прежних корреляций, находится на уровне 1,02.
- После торговой деэскалации и отказа США от непомерных тарифов деловые и потребительские настроения резко улучшились. Индексы деловых настроений PMI, которые служат опережающими индикаторами роста, по-прежнему показывают, что экономика еврозоны находится на грани стагнации на фоне сохраняющегося экономического роста в США.
- Слабый экономический рост и низкая инфляция в еврозоне дают возможность снижать ставки – в этом году ЕЦБ понизил депозитную ставку на 100 бп, и ожидается ее снижение еще на 25 бп. В то же время ФРС не снижала ставку в этом году, при этом рынок закладывает снижение до 50 бп до конца 2025 г.
- Полагаем, что дисконт, заложенный рынком в курс доллара с поправкой на политику Трампа, является чрезмерным, ждем постепенного возврата долларом утраченных позиций.

Разрыв корреляции EURUSD и разницы ставок США и Германии



Деловые настроения* в США показывают рост, в еврозоне – отсутствие роста



6

Приложения



6 Розничный инвестор на российском рынке акций

Источники: МосБиржа, ЦБ РФ, оценки и расчеты ВИМ Инвестиции
*«Портфель частного инвестора» в мае 2025 г. (аналитический продукт МосБиржи) – 10 наиболее популярных акций российских компаний в инвестиционных портфелях физических лиц



- Доля физических лиц на российском рынке акций возросла на фоне ухода иностранных инвесторов – в мае 2025 г. она составила 76% от общего объема торгов.
- В 2023-2025 гг. фондовый рынок стал больше зависеть от сентимента розничных инвесторов.

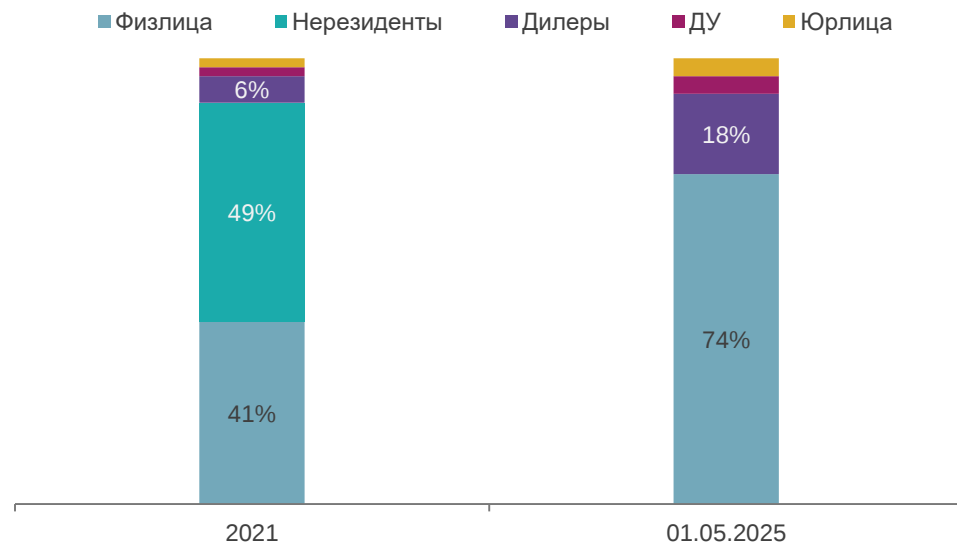
«ПОРТФЕЛЬ ЧАСТНОГО ИНВЕСТОРА» – ТОП-10 АКЦИЙ*

~86%

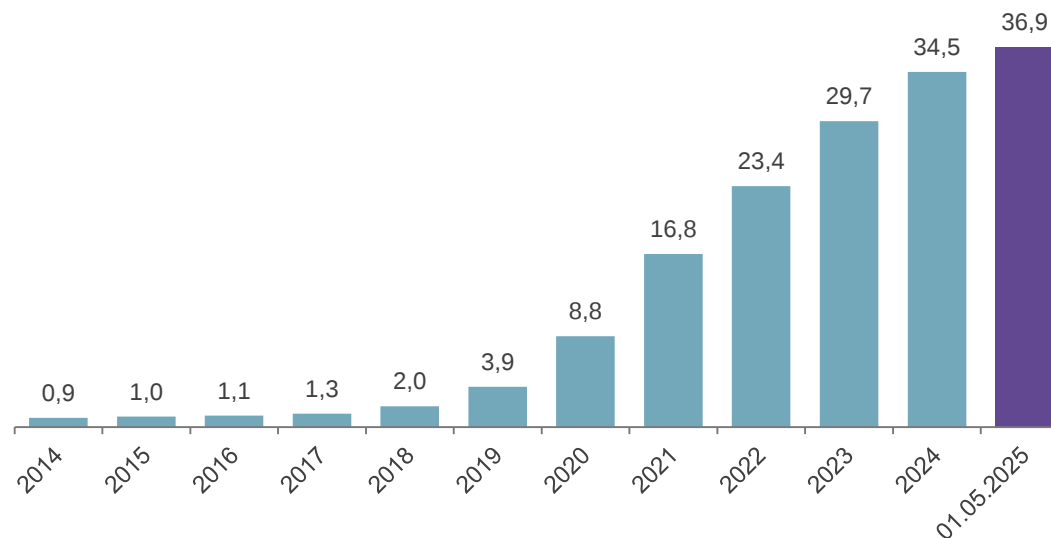
Доля акций стоимости в портфеле частного инвестора

— Сбербанк	— X5
— Лукойл	— Яндекс
— Газпром	— Роснефть
— Сбербанк прив.	— Сургутнефтегаз прив.
— Т-Технологии	— ВТБ

Оборот в режиме основных торгов по группам клиентов



Количество уникальных розничных клиентов, млн



6 Рынок российских облигаций

Источники: МосБиржа, Cbonds,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



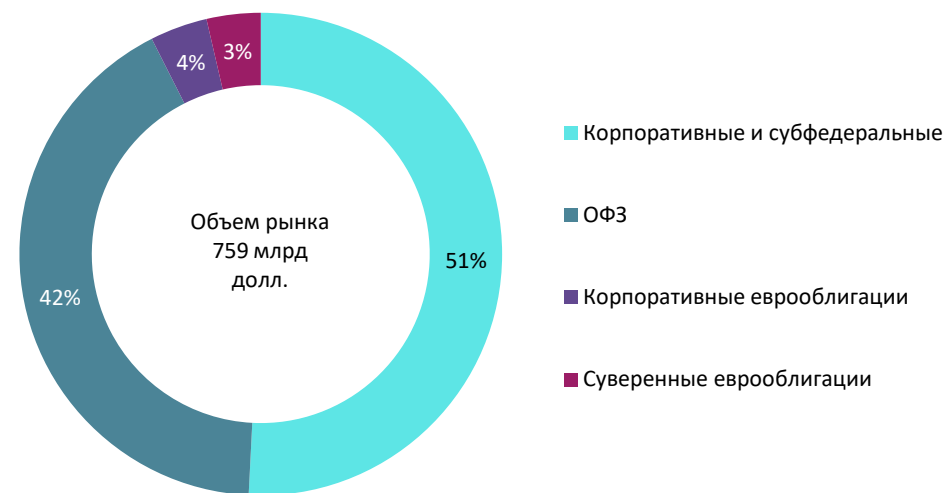
- Объем российского рынка инструментов с фиксированной доходностью превышает 759 млрд долл.
- Российский рынок облигаций включает в себя емкий рынок внутреннего долга в национальной валюте, на который приходится более 4/5 рынка.

- Менее 1/5 российского рынка облигаций приходится на выпуски в иностранной валюте.
- В структуре российского рынка долга преобладают корпоративные облигации, на которые приходится 3/5 объема выпусков, и 2/5 составляют суверенные облигации.

Динамика и объем рынка российских инструментов с фиксированной доходностью, млрд долл.



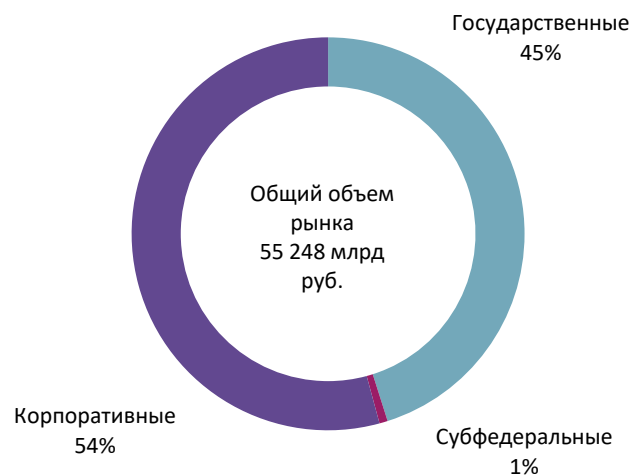
Структура рынка российских инструментов с фиксированной доходностью



Российский рынок локальных облигаций это:

- 55 трлн руб. выпусков в обращении.
- Превалируют суверенные облигации и корпоративные заемщики 1-го эшелона с рейтингами AAA(RU) / ruAAA.
- В корпоративном сегменте преобладают облигации финансового, нефтегазового и транспортного секторов.
- Основную роль играют институциональные инвесторы (банки, пенсионные фонды и др.), доля физических лиц в объеме торгов составляет 33% (май 2025 г.).
- Доля нерезидентов в ОФЗ на 1 июня 2025 г. составила 3,9%, или 969 млрд руб. (данные ЦБ РФ).

Структура рынка локальных облигаций



Рынок корпоративных рублевых облигаций по отраслям



6 Рынок валютных облигаций

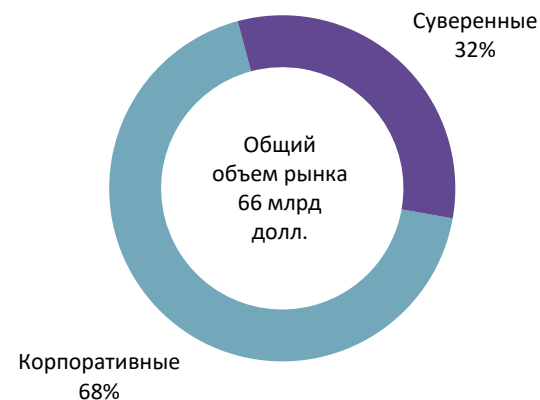
Источники: МосБиржа, Cbonds,
оценки и расчеты ВИМ Инвестиции



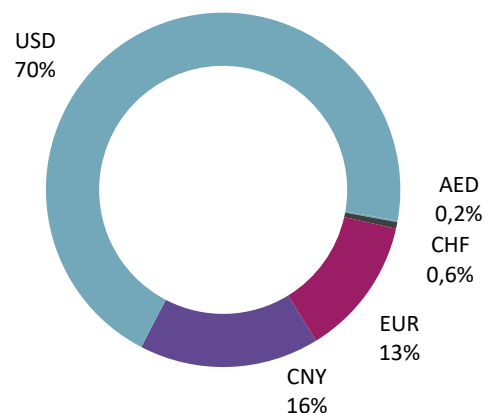
Российский рынок локальных валютных облигаций это:

- 66 млрд долл. выпусков в обращении.
- В структуре преобладают корпоративные облигации, на которые приходится 2/3 объема выпусков, и 1/3 составляют суверенные облигации.
- Преимущественно долларовые выпуски – более 2/3, еще 1/6 приходится на выпуски в юанях и 1/8 – в евро.
- В корпоративном сегменте преобладают облигации нефтегазового, металлургического и финансового секторов.
- В 2022-2024 гг. прошло масштабное замещение российских еврооблигаций на локальные валютные облигации в объеме более 45 млрд долл., из которых суверенные – около 21 млрд долл.

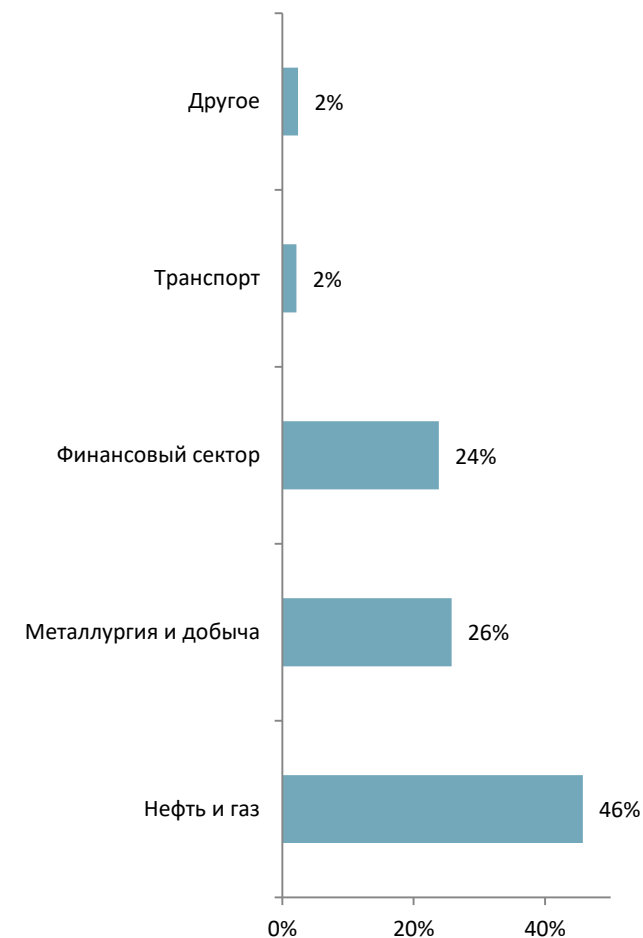
Структура рынка российских валютных облигаций



Структура российских валютных облигаций



Российские валютные корпоративные облигации по секторам



АО ВИМ Инвестиции (лицензия ФКЦБ России от 06.03.2002 № 21-000-1-00059 на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами, без ограничения срока действия; Лицензия ФСФР России от 20.03.2007 № 045-10038-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами, без ограничения срока действия).

Настоящий документ и содержащиеся в нем сведения предназначены исключительно для информационных целей. Документ не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение АО ВИМ Инвестиции о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу, не являющемуся офертой, публичной офертой по какому бы то ни было действующему законодательству. Предоставляемая информация не может рассматриваться в качестве рекомендации к инвестированию средств, а также гарантий или обещаний в будущем доходности вложений.

Никакие положения информации или материалов, представленных в документе, не являются и не должны рассматриваться как индивидуальные инвестиционные рекомендации и/или намерение АО ВИМ Инвестиции предоставить услуги инвестиционного советника.

АО ВИМ Инвестиции не может гарантировать, что финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в настоящем документе, подходят лицам в соответствии с их инвестиционным профилем. Данные материалы основаны на публичной и общедоступной информации.

Прежде чем воспользоваться какой-либо услугой или приобретением финансового инструмента или инвестиционного продукта, Вы должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от услуги и/или продукта, налоговые,

юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки при пользовании конкретной услугой, свою готовность и возможность принять такие риски.

Любые логотипы, если таковые приведены в настоящей презентации, используются исключительно в информационных целях, не имеют целью введение клиентов в заблуждение о характере и специфике услуг, оказываемых АО ВИМ Инвестиции, или получение дополнительного преимущества за счет использования таких логотипов, равно как продвижение товаров или услуг правообладателей таких логотипов, или нанесение ущерба их деловой репутации.

Термины и положения, приведенные в настоящих материалах, должны толковаться исключительно в контексте соответствующих сделок и операций и/или ценных бумаг и/или финансовых инструментов и могут полностью не соответствовать значениям, определенным законодательством РФ или иным применимым законодательством.

Материал не является гарантией или обещанием будущей эффективности или доходности от инвестиционной деятельности.

Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией таких же результатов в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в инвестиционные фонды.

Все прошлые данные имеют документальное подтверждение. Нет никаких гарантий прибыли или доходов от финансовых инструментов, пока иная информация не указана в соответствующих публикациях.

Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом.

На размер дохода могут повлиять, среди прочего, инвестиционные стратегии и цели финансового инструмента и существенные рыночные и экономические условия, в том числе процентные ставки и рыночные условия в целом.

Различные стратегии, применяемые к финансовым инструментам, могут оказать существенное влияние на результаты, описанные в настоящем материале. Адрес АО ВИМ Инвестиции: Россия, 123112, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Пресненский, Пресненская набережная, дом 10, строение 1, этаж 38, помещение I, телефон 8-800-770-70-88 (для бесплатной междугородной и мобильной связи), адрес сайта в сети Интернет www.wealthim.ru. Информация о рисках, которые могут реализоваться при инвестировании в финансовые инструменты приведена в Декларации о рисках, размещенной на сайте Управляющей компании по адресу <https://www.wealthim.ru/about/disclosure/security/>

Будущая доходность от оказания услуг АО ВИМ Инвестиции не гарантированы государством или иными лицами, а фактическая доходность от оказания услуг может отличаться от указанной в расчетах будущей доходности