

21.03.2025

## Российский фондовый рынок

**Акции** Завершение недели на рынке акций определяют итоги заседания ЦБ

**Облигации** Не исключаем локальной коррекции RGBI при сохранении ставки на сегодняшнем заседании

## В фокусе

### Роснефть - стабильность, несмотря на обстоятельства

Компания вчера вечером представила отчетность за 2024 г. по МСФО. Выручка составила рекордные 10 139 млрд руб., увеличившись на 10,7% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, показатель EBITDA составил также рекордные 3 029 млрд руб. (+0,8% г/г), чистая прибыль, относящаяся к акционерам, составила 1 084 млрд руб., что на 14,4% ниже г/г. Результаты по прибыли оказались вровень с консенсусом Интерфакса.

Компания достойно отчиталась за 2024 г., учитывая, что работать приходилось в непростых условиях. На рост выручки в основном повлияло увеличение рублевой цены нефти Urals, при этом необходимость участия в сделке ОПЕК+ сдерживала возможность для наращивания добычи (добыча углеводородов сократилась на 5,2% г/г, до 255,9 млн т н.э.). EBITDA увеличилась символически, но Роснефть продолжала работать над расходами, что не сильно сказалось на рентабельности - она скорректировалась до 30% против 32,7% год назад. Удельные затраты на добычу углеводородов удалось удержать ниже 3 долл./барр.н.э. Снижение чистой прибыли - ожидаемо и обусловлено ростом ставок плюс неденежными факторами: такими как курсовая переоценка валютных обязательств и эффект изменения ставки по налогу на прибыль.

Примечательно, что Роснефть нарастила долговую нагрузку незначительно: соотношение чистый долг/EBITDA на конец 2024 г. составило 1,2х против 0,9х на конец 2023 г., что является комфортным уровнем. Свободный скорректированный денежный поток за год снизился на 9,3%, что было обусловлено плановым ростом капзатрат на 11,2%. Мы положительно оцениваем результаты Роснефти, отмечая, что компания остается единственной в секторе, публикующей квартальную отчетность.

Наш таргет на горизонте 12 мес. сохраняем - 720 руб./акцию, ждем запуска флагамена Восток ойл с 2026 г., с которым связаны высокие перспективы (лучшие в секторе) по наращиванию добычи. Также из плюсов отметим, что Роснефть единственная компания в секторе, реализующая программу обратного выкупа акций, что может поддержать котировки в случае падения. С точки зрения дивидендной доходности - не самые лучшие результаты, но стабильные, что повышает уровень доверия акционеров. Мы ждем, что за 2П 2024 дивиденд составит порядка 14,7 руб., доходность 2,6%.

---

## Российский рынок акций

**Вчера индекс МосБиржи (-0,3%) продолжил волатильную консолидацию:** преимущественно индекс удерживался в диапазоне 3200-3250 пунктов, в середине дня краткосрочно падая ниже на сообщениях о переносе встреч в Саудовской Аравии на понедельник. Большинство основных «фишек» показало по итогам дня сдержанное, в пределах 1%, снижение, в «плюсе» завершили торговый день Роснефть (+0,2%) и ЛУКОЙЛ (+1%). Среди ликвидных бумаг ростом выделились акции девелоперов и сталелитейщиков (Самолет: +3%; Эталон: +6,3%; ТМК: +3%; ММК: +2,2%), поддержанные, в первую очередь, надеждами на смягчение риторики ЦБ. А также Соллерс (+2%). В аутсайдерах дня слабо отчитавшийся и объявивший о допэмиссии ВК (-8,1%).

Рынок остается в ожидании новых вводных по геополитике или сигналов от ЦБ. **В первой половине пятничных торгов индекс МосБиржи может остаться в нижней части диапазона 3200-3250 пунктов.** Определяют движение рынка акций во второй половине дня итоги заседания ЦБ: по нашему мнению, обнадеживающие сигналы по ДКП окажут поддержку сентименту и оживят спрос на акции, их отсутствие способно увести индекс ниже 3200 пунктов.

## Российский рынок облигаций

Накануне заседания ЦБ инвесторы заняли выжидательную позицию – **индекс RGBI незначительно откатился от своих локальных максимумов в течение дня (закрытие на уровне 112,79 пунктов).**

От сегодняшнего заседания ждем сохранения ставки при смягчении сигнала регулятора. Отметим, что на долговом рынке сейчас отмечается чрезмерный оптимизм и сохранение ставки может стать поводом для локальной коррекции индекса RGBI.

Среднесрочно рыночная конъюнктура для облигаций остается позитивной – дезинфляционные факторы продолжают действовать (укрепление рубля и торможение кредитования), что постепенно начинает проявляться в оперативных данных по инфляции. **Продолжаем рекомендовать накапливать в долговом портфеле длинные ОФЗ-ПД и/или корпоративные выпуски с рейтингом AAA/AA.**

## Корпоративные и экономические события

### Инфляция остановлена?

Рост цен снова обновил недельные минимумы с сентября 2024г. – 0,06%, после 0,11% недель ранее. Годовой уровень инфляции остаётся в районе 10,1% г/г за счёт низкой статистической базы. Теперь уже нет сомнений, что инфляция развивается несколько ниже прогноза ЦБ и на конец I кв. составит 10,2-10,3% г/г, против 10,6% по ожиданиям регулятора.

Наше мнение: В сегменте продуктов питания, который выступал основным драйвером инфляции последние полгода, выраженный слом тренда и даже

небольшое снижение индекса цен за последнюю неделю. Низким остаётся рост цен на непродовольственные товары и услуги.

Одним из основных факторов торможения инфляции стало устойчивое укрепление рубля. На днях Институт конъюнктуры аграрного рынка, заявил, что на оптовом рынке сельхоз продукции наблюдается снижение цен по большинству позиций, что не характерно для данного сезона. Основным фактором эксперты ИКАР назвали укрепление рубля.

Станет ли крепкий рубль трендом или краткосрочным явлением покажет время и геополитический сценарий. Однако, если ценовая динамика в ближайший месяц останется на уровне последних двух недель, а инфляционные ожидания продолжат снижаться, 25 апреля у ЦБ появятся серьёзные основания начать снижения ключевой ставки. Прогноз итогов заседания 21 марта не меняем.

## **Новые базы расчета индексов Московской Биржи**

Московская Биржа по рекомендации Индексного комитета сформировала базы расчета индексов акций, которые будут действовать с 21 марта 2025 года. В базу расчета Индекса МосБиржи и Индекса РТС войдут обыкновенные акции МКПАО "МД Медикал Груп", обыкновенные акции ПАО "Группа Ренессанс Страхование", тогда как обыкновенные акции ПАО "Магнит", обыкновенные акции ПАО "ЛК "Европлан", привилегированные акции ПАО "Мечел" и обыкновенные акции ПАО "ГК "Самолет" будут исключены из индекса.

Наше мнение: Индексные фонды будут корректировать состав бумаг для соответствия бенчмарку, поэтому ждем, что по выбывающим бумагам может быть снижение цен акций, а по включаемым, наоборот - цены вырастут. Состав Индекса в итоге сократится до 47 бумаг, а три бумаги (Газпром, Сбер, ЛУКОЙЛ) будут занимать 41%.

## **ВК: рост убытка и допэмиссия**

ВК отчиталась за 2024 г. по МСФО, результаты неоднозначны - минус по скорр.ЕВITDA и рост чистого убытка. Компания сообщила, что планирует провести допэмиссию для погашения долга.

Финансовые результаты за 2024 г.:

- Выручка: 147,5 млрд руб., +23% г/г
- EBITDA скорр.: -4,9 млрд руб. против 190 млн руб. в 2023 г.
- Чистый убыток: 94,87 млрд руб. (X3 раза)
- Чистый долг: 174,2 млрд руб. (X1,5 раза)

Драйвер роста выручки - онлайн-реклама (вклад 65%), +20% г/г, до 96,1 млрд руб. На операционном уровне компания осталась убыточной, расходы выросли практически по всем статьям, основные - расходы на персонал и маркетинг, вознаграждение агентам, партнерам и пр.

Скорректированная EBITDA ушла в минус практически до 5 млрд руб., из всех сегментов в плюсе только образовательные технологии и технологии для бизнеса. На увеличение чистого убытка в 3 раза г/г заметное влияние оказали рост расходов по уплате процентов, убыток от переоценки финансовых инструментов и курсовые разницы.

ВК нарастила чистый долг в 1,5 раза г/г, до 174,2 млрд руб., из которых 105 млрд руб. - краткосрочные обязательства.

Для снижения долговой нагрузки компания планирует допэмиссию, вопрос решится на голосовании на БОСА 30 апреля. Предполагается привлечь до 115 млрд руб., будет выпущено еще 354 млн акций по цене 324,9 руб./акцию к уже имеющимся 227,8 млн. Размытие долей миноритариев будет ощутимым. При этом ВК планирует в этом году выйти в плюс по скорр. EBITDA и ожидает, что показатель превысит 10 млрд руб. Основной стратегией станет увеличение рентабельности и фокусирование на развитии точек будущего долгосрочного роста. Также ВК ожидает снижения долговой нагрузки и не планирует ее наращивать в будущем (допэмиссии должно хватить на закрытие краткосрочных долгов), а реализацию крупных инвестиционных проектов намерена осуществлять в формате партнерств.

Наше мнение: Ставим оценку ВК на пересмотр: высокая ставка и необходимость инвестиций в активное развитие обернулись против компании. В дальнейшем важным будет то, как ВК будет выходить из сложившейся ситуации.

### **ММК: интерес на долгосрок**

Компания представила финансовые результаты по МСФО за 2024 год:

- Выручка: 768,5 млрд руб. (+0,7% г/г);
- EBITDA: 153,02 млрд руб. (-21,8% г/г);
- Рентабельность по EBITDA: 19,9% (-5,7 п.п за год);
- Чистая прибыль: 79,74 млрд руб. (-32,6% г/г);
- Рентабельность по чистой прибыли: 10,4% (-5,1 п.п за год);
- Свободный денежный поток: 35,5 млрд руб. (+15,3% г/г);
- Чистый долг/EBITDA отрицателен: -0,48x (-0,46x годом ранее).

Результаты отражают заметное ухудшение с осени конъюнктуры внутренних рынков металлопродукции, спад спроса со стороны строительной отрасли при инфляционном росте издержек и негативную ситуацию на рынках угля. Несколько смягчает влияние отраслевых проблем фактор высоких ставок – компания получила на имеющиеся денежные средства 18,3 млрд руб. процентов.

Наше мнение: Для долгосрочных инвесторов компания остается интересной. ММК умело использует слабость спроса, высвобождая оборотный капитал и сохраняет неплохую рентабельность, имеет, пусть и уменьшающуюся, чистую денежную позицию и, благодаря завершению ключевых инвестпроектов, собирается значительно сократить капвложения, что настраивает на дивидендные выплаты, пусть и небольшие, в 2025 году.

Текущие оценки ММК также неплохи: форвардный P/E составляет 5,2x, что примерно на 20% ниже уровней 2020-2021гг.

Акции компании считаем хорошей ставкой на скорое смягчение ДКП, которое позволит ММК заметно улучшить операционные и финансовые показатели. Наша оценка справедливой стоимости акций ММК на горизонте 12 месяцев – 52 руб.

### **Т-Технологии: позитивные прогнозы на 2025 год**

Компания представила отчетность за 2024 г., включающую результаты Росбанка – рентабельность капитала Группы осталась выше 30%, несмотря на консолидацию менее маржинальных бизнес-направлений (ипотека и корпоративный бизнес). За счет Росбанка и органического роста бизнеса балансовые показатели Группы выросли за год в 2,3-2,6 раза, рост прибыли составил 51% за год. При этом основную синергию от объединения с Росбанком Группа ожидает в 2025 году. Отметим позитивные прогнозы Т-технологий на текущий год – сохранение ROE более 30% и рост чистой прибыли более чем на 40% на фоне прогноза Банка России по снижению чистой прибыли банковского сектора до 3-3,5 трлн руб. с 3,8 трлн руб. в 2024 г.

Наше мнение: Повышаем целевую цену акций Т-Технологий до 4450 руб. с рекомендацией «покупать», потенциал роста 22%.

Планируемые размещения облигаций

| Эмитент            | Выпуск           | Рейтинг: АКРА/Эксперт | Ориентир купона / доходности | Оферта / Погашение, лет | Закрытие книги заявок |
|--------------------|------------------|-----------------------|------------------------------|-------------------------|-----------------------|
| МСБ-Лизинг         | 003P-04          | BBB-/-                | 27,5% / 31,25%               | 1,5 / 5 (амортиз.)      | 24 мар                |
| МСБ-Лизинг         | 003P-05          | BBB-/-                | КС + 650 б.п.                | - / 5                   | 24 мар                |
| Русал              | БО-001P-12 (CNY) | A+/A+                 | будет определен позднее      | - / 1                   | 24-28 мар             |
| Аптечная сеть 36,6 | 002P-02          | BBB+/-                | 25,5% / 28,7%                | 1,5 / 3                 | 27 мар                |
| Селигдар           | 001P-03          | -/A+ (AA- НРА)        | 23,5%-23,75% / 26,21%-26,52% | - / 2,5                 | 3 апр                 |
| Глоракс            | 001P-04          | BBB-/-                | 25,5% / 28,7%                | - / 3                   | 4 апр                 |
| ЯТЭК               | 001P-05          | A/-                   | 24,0% / 26,83%               | - / 1,5                 | 8 апр                 |
| ЯТЭК               | 001P-06          | A/-                   | КС + 500 б.п.                | - / 2                   | 8 апр                 |

Источник: Интерфакс, ПСБ Аналитика

Календарь ключевых корпоративных событий

| Дата     | Компания/отрасль | Событие                                                                                                       |
|----------|------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 21 марта | Банк России      | Заседание по ключевой ставке                                                                                  |
| 21 марта | Х5               | Финансовые результаты по МСФО за 2024 г.                                                                      |
| 21 марта | МосБиржа         | Новые базы расчета индексов                                                                                   |
| 21 марта | Транснефть       | Заседание СД: в повестке вопрос новых инвестиционных проектов                                                 |
| 21 марта | Полюс            | Последний день в стакане Т+1 перед приостановкой в связи с дроблением акций. Возобновление торгов – 27 марта. |
| 25 марта | HENDERSDON       | День инвестора                                                                                                |

|          |         |                                          |
|----------|---------|------------------------------------------|
| 25 марта | ОКЕЙ    | ВОСА: в повестке вопрос о редомициляции  |
| 25 марта | Элемент | Финансовые результаты по МСФО за 2024 г. |

Источник: данные компаний, Интерфакс, ПСБ Аналитика



**ПСБ Аналитика**

Центр аналитики и экспертизы ПСБ

**Получить комментарий аналитика легко!**

[Press-center@psbank.ru](mailto:Press-center@psbank.ru)

**[ПСБ Аналитика](#) в Телеграмм!**

1. Отсканируйте QR-код
2. Подпишитесь
3. Читайте!



© 2025 ПАО «Промсвязьбанк». 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 «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» 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 «Промсвязьбанк» 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 «Промсвязьбанк». Комментарии подготовлены на основе данных, размещенных в открытых источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», 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 «Промсвязьбанк», 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