

**Результаты управления активами фонда целевого капитала  
«Развитие ДГТУ» за 2024 год и 1 полугодие 2025 года.  
Инвестиционная стратегия в текущих экономических условиях.**

Договор доверительного управления имуществом,  
составляющим целевой капитал (Договор): №ДУ/80012 от 25.07.2012

Учредитель управления: Фонд «Развитие ДГТУ» (Фонд)

Доверительный управляющий: ПАО КБ «Центр-инвест»

Начальник отдела ценных  
Отв. лицо: бумаг Рябунин М.Н.

## 1. Результаты управления активами Фонда за 2024 год и первое полугодие 2025 года.

Результаты доверительного управления за 2024 год и первое полугодие 2025 года представлены в Табл.1.

Табл.1. Результаты доверительного управления.

| <b>Активы Учредителя управления</b> |               |               |               |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| за дату, руб.                       | 30 июн 25     | 31 мар 25     | 31 дек 24     |
| Капитал в управлении                | 25 083 846,95 | 24 860 301,95 | 24 272 468,95 |
| Стоимость чистых активов            | 26 825 499,91 | 26 095 102,83 | 25 702 607,25 |
| Доход от управления имуществом      | 1 741 652,96  | 1 234 800,88  | 1 430 138,30  |

| за период, руб.                              | 2 кв 2025    | 2025 год     | 2024 год     |
|----------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Пополнение капитала в течение периода        | 223 545,00   | 811 378,00   | 1 350 011,46 |
| Начислен доход от управления за период       | 1 741 652,96 | 2 976 453,84 | 1 968 582,34 |
| Выплачен доход в течение периода             | 1 234 800,88 | 2 664 939,18 | 1 060 468,72 |
| Изменение стоимости чистых активов за период | 730 397,08   | 1 122 892,66 | 2 258 125,08 |
| Доходность управления (в процентах годовых)  |              | 25,06%       | 8,35%        |

Источник: Отчет Доверительного управляющего за 2 квартал 2025 года

За 2024 год доходность доверительного управления составила 8,35% годовых, доход от доверительного управления за тот же период составил 1 968,6 тыс. руб. В течение 2024 года по требованию Учредителя управления было выплачено 1 060,5 тыс. руб.

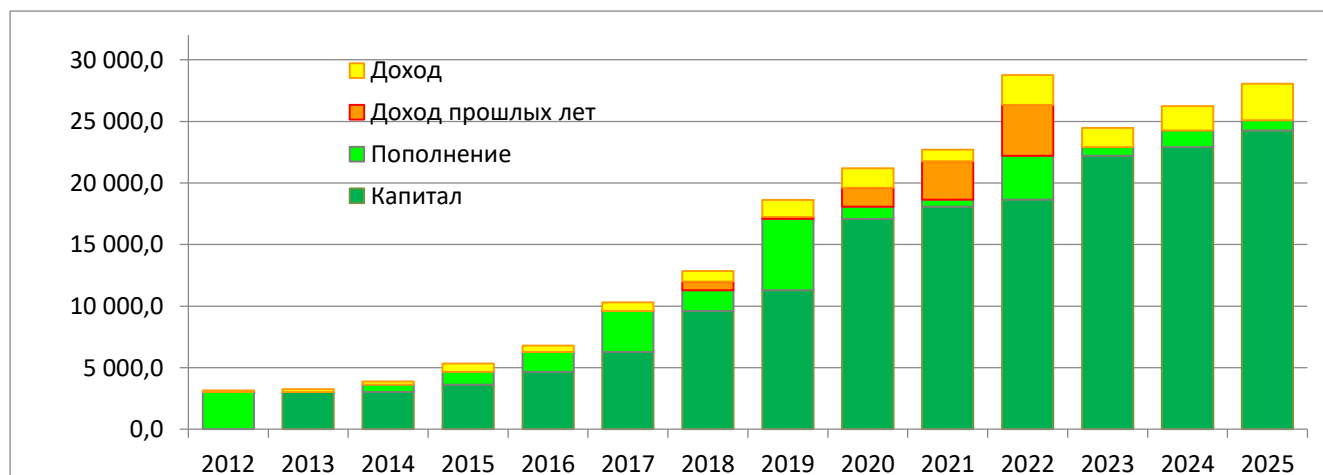
За первое полугодие 2025 года доходность доверительного управления составила 25,06% годовых, доход от доверительного управления за тот же период составил 2 976,5 тыс. руб. В течение первого полугодия 2025 года по требованию Учредителя управления было выплачено 2 665,0 тыс. руб.

Таким образом, доход за первое полугодие 2025 года превысил, более чем на 50%, доход за весь 2024 год. Основной причиной увеличения доходности доверительного управления является снижение Ключевой ставки Банка России, которое вызвало снижение рыночных ставок и рост цен на инструменты с фиксированной доходностью. Портфель ценных бумаг Фонда более чем на 65% состоит из таких инструментов.

## 2. Анализ динамики основных показателей активов Фонда, находящихся в доверительном управлении.

Динамика стоимости чистых активов (СЧА), находящихся в доверительном управлении, за весь период действия договора ДУ представлена на Рис.1. Данные за 2025 год приведены по состоянию на 01.07.2025.

Рис. 1. Динамика СЧА за период с 2012 по 2025 годы



Источник: расчеты Доверительного управляющего.

График на Рис.1 иллюстрирует достаточно динамичный процесс. Так как Учредитель управления выводит всю сумму дохода от доверительного управления, динамика активов определяется исключительно величиной пополнения активов в доверительном управлении.

Динамика дохода от доверительного управления активами Фонда с указанием доходности за весь период действия договора ДУ представлена на Рис.2. Данные за 2025 год приведены по состоянию на 01.07.2025.

Рис. 2. Динамика дохода от доверительного управления за период с 2012 по 2025 годы



Источник: расчеты Доверительного управляющего.

В последние годы наблюдается достаточно сильная волатильность на финансовых рынках. Ключевая ставка Банка России колеблется в широком диапазоне, оказывая непосредственное влияние на ценообразование на рынке облигаций, являющихся основным инструментом, в который размещены активы Фонда. Как следствие, значительные колебания испытывает величина дохода от доверительного управления. Тем не менее доход от доверительного управления имеет положительный тренд. Основным фактором роста дохода от доверительного управления в период с 2012 по 2024 год являлся пополнение активов в доверительном управлении за счет активного фандрайзинга и политика Фонда в отношении изъятия дохода от доверительного управления.

По прогнозам Доверительного управляющего в 2026 - 2027 годах доходность доверительного управления (в процентах годовых) окажется ниже, чем в 2025 году, при этом ожидается, что доход от доверительного управления, выраженный в рублях, сложится на уровне выше, чем в доход за 2022 год, в том числе за счет пополнения активов в доверительном управлении.

Полное изъятие дохода от доверительного управления Учредителем управления приводит к стагнации СЧА в реальном выражении, когда пополнение активов, находящихся в доверительном управлении, за счет фандрайзинга не покрывает обесценение активов под воздействием инфляции. Капитализация части дохода от доверительного управления в периоды получения повышенного дохода в сочетании с активным фандрайзингом позволило бы сохранить рост целевого капитала в реальном выражении в долгосрочной перспективе.

Динамика доходности от доверительного управления, выраженная в процентах годовых, в сравнении инфляцией и доходностью индекса государственных облигаций полной доходности (RGBITR) представлена на Рис. 3. В качестве значений доходности за 2025 год принята доходность ДУ и RGBITR за первое полугодие 2025 года, значение инфляции за 2025 год равно значению инфляции за 12 месяцев по состоянию на 01.06.2025 по данным Росстата.

Рис. 3. Доходность ДУ в сравнении с бэнчмарками за период с 2012 по 2025 годы



Источники: Росстат, Московская Биржа, расчеты Доверительного управляющего.

Как уже отмечалось выше, основным фактором роста доходности от доверительного управления, доходности RGBITR в 2025 году является начало периода снижения Ключевой ставки Банка России. В декабре 2024 года отказ Банка России от повышения Ключевой ставки вызвал волну роста цен на облигации. Однако итоговые результаты 2024 года остались скромными, так как цены на облигации ранее снижались на протяжении всего 2024 года. В июне 2025 года Банк России впервые с сентября 2022 года снизил Ключевую ставку на 100 б.п., начав тем самым, по мнению рынка, цикл снижения Ключевой ставки и смягчения денежно-кредитной политики в целом. Июньское решение Банка России по ставке вызвало вторую волну роста цен на облигации, что в наибольшей степени повлияло на результаты первого полугодия 2025 года.

По прогнозам Доверительного управляющего, рост индекса RGBITR по итогам 2025 года, вероятно, превысит результат доверительного управления. Однако Доверительный управляющий считает использование RGBITR в качестве бэнчмарка не оправданным с учетом целей Учредителя управления. Так за период с 2021 по 2024 годы (4 года подряд) накопленная доходность RGBITR является отрицательной.

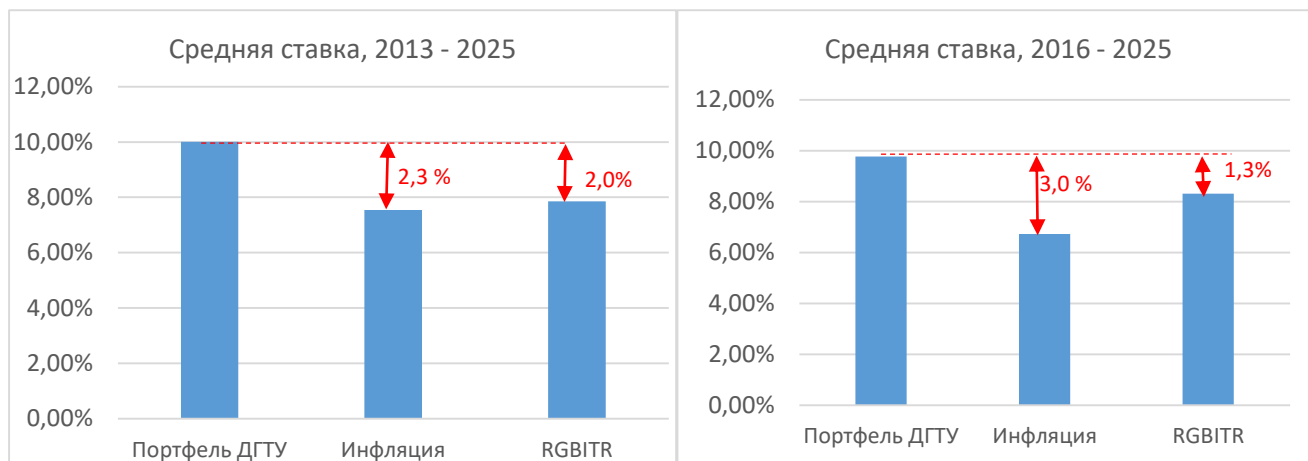
### 3. Стратегия управления.

Доходность управления активами прямо пропорциональна риску, который управляющий принимает на портфель активов. Чем выше принимаемый риск, тем выше ожидаемая доходность и тем выше вероятность того, что на отдельных периодах времени доходность окажется отрицательной.

По мнению Доверительного управляющего первоочередной целью управления активами Фонда является ежегодное (в случае более частого изъятия дохода от доверительного управления – ежеквартальное) получение дохода. Поэтому для долгосрочного устойчивого получения результата от доверительного управления, по мнению Доверительного управляющего, выбор инфляции в качестве бэнчмарка и консервативной Стратегии управления выглядит наиболее оправданным.

Консервативная стратегия управления, применяемая Доверительным управляющим, доставляет среднегодовую премию к инфляции на уровне около 2% годовых на любом 10 летнем отрезке времени и за весь период действия договора ДУ. Доверительный управляющий считает применяемую стратегию наиболее удовлетворяющей инвестиционным целям Учредителя управления. Так за весь период управления активами Фонда не было ни одного годового отчетного периода, по итогам которого был зафиксирован отрицательный финансовый результат. На Рис.4 представлены результаты данных расчетов.

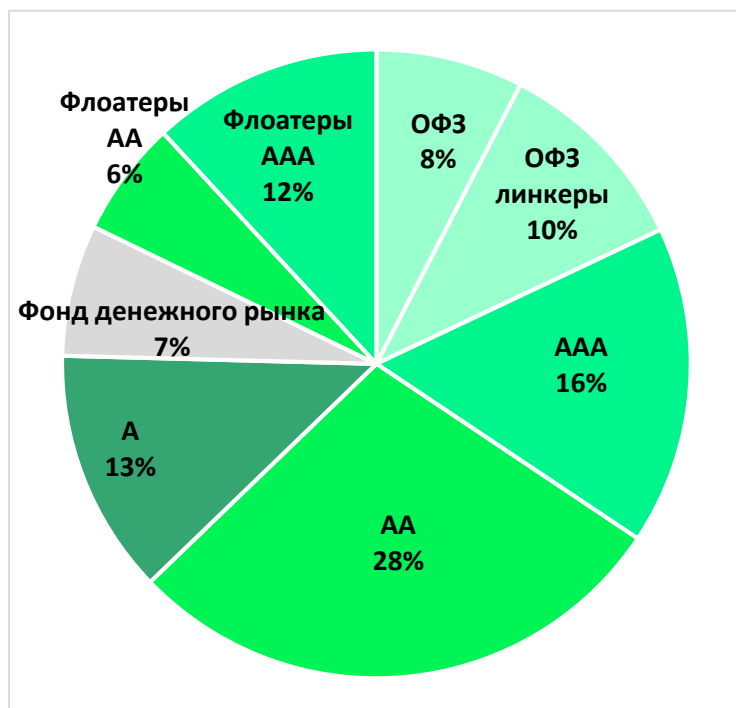
Рис. 4. Доходность ДУ в сравнении с бэнчмарками на среднесрочном периоде



Источники: Росстат, Московская Биржа, расчеты Доверительного управляющего.

В соответствии с принятой инвестиционной декларацией активы Фонда размещаются в государственные облигации, корпоративные облигации эмитентов с инвестиционным рейтингом<sup>1</sup>, фонды денежного рынка.

Рис. 5. Структура портфеля Фонда по видам активов



Основные параметры портфеля по состоянию на 01.07.2025:

Средняя дюрация<sup>2</sup> портфеля 566 дней (1,5 г).

Доходность к погашению 20,2% годовых.

<sup>1</sup> Кредитный рейтинг уровня А, АА, ААА от российских рейтинговых агентств.

<sup>2</sup> Средневзвешенный срок до погашения облигаций.

Стратегия управления предполагает глубокую диверсификацию по видам процентного риска (фиксированная доходность, флоатеры<sup>3</sup>, инфляционные линкеры<sup>4</sup>), по кредитному риску (21 выпуск 19 корпоративных эмитентов), по срокам погашения (от 07.2025 до 05.2041). Более подробная информация об активах, включенных в состав портфеля Фонда с указанием сроков погашения приведена в Отчете Доверительного управляющего за 2 квартал 2025 года, являющегося приложением к настоящему аналитическому отчету.

В разные периоды времени управления активами Фонда Доверительный управляющий включал в состав активов российские акции с небольшой долей. Однако в последние годы Доверительный управляющий отказывается от покупки российских акций. После 2021 года российский рынок акций характеризуется повышенной волатильностью, оттоком капитала, участвовавшими случаями нарушения прав инвесторов.

За период с 2004 по 2024 год средняя реальная доходность индекса акций Московской биржи полной доходности (MCFTR) на скользящем десятилетнем окне по расчетам Доверительного управляющего составила 4,15% годовых. Этот результат не учитывает затрат на совершение операций. При этом в 5 случаях из 21 годового периода значение индекса MCFTR снизилось в абсолютном выражении, что означает убытки для инвесторов в российские акции.

Таким образом, инвестиции в российские акции предоставляют дополнительную премию к инфляции по сравнению с применяемой в настоящее время стратегией управления в размере всего около 2% годовых.

Принимая во внимание, что российские акции, обладают ограниченной доходностью в сочетании с высоким статистическим риском получения убытка и возросшими в последние годы нерыночными рисками российского фондового рынка, Доверительный управляющий считает российские акции активом, инвестиции в который не соответствуют инвестиционным целям Учредителя управления.

Доверительный управляющий также не включает в портфель активы, номинированные в иностранных валютах или связанные с курсом иностранных валют к рублю, так как доходы, расходы и расчет результата управления осуществляется в российских рублях, а валютный рынок после 2021 года не является, по мнению Доверительного управляющего, эффективным вследствие действующих многочисленных санкционных ограничений.

Таким образом, Доверительный управляющий считает используемую консервативную стратегию управления наиболее отвечающей инвестиционным целям Фонда. Консервативная стратегия предполагает принятие на активы Фонда ограниченного риска для получения регулярного дохода - ежегодного или даже ежеквартального.

В настоящее время Доверительный управляющий целиком берет на себя функции инвестиционного комитета, который определяет основные положения стратегии управления: распределение активов на верхнем уровне, глубину диверсификации, инвестиционные цели доверительного управления, уровень рисков, которые готов принять на свой портфель Учредитель управления, выбор бэнчмарка, контроль над соблюдением Доверительным управляющим условий инвестиционной декларации. Доверительный управляющий готов вовлекать представителей Учредителя управления в работу инвестиционного комитета на уровне, который Учредитель управления сочтет для себя наиболее комфортным и необходимым.

#### **4. Прогнозы и планы.**

Основным фактором, оказывающим влияние на ценообразование на рынке облигаций, является уровень Ключевой ставки Банка России и ожидания рынка по ее динамике. Мы ожидаем продолжение снижения Ключевой ставки в обозримой перспективе. Это снижение должно оказать поддерживающий для цен на облигации эффект. Доверительный управляющий ожидает доходность доверительного управления активами Фонда по итогам 2025 года в диапазоне 20-25 процентов годовых (доход от доверительного управления от 5 млн. руб.). В 2026 и 2027 годах доходность доверительного управления ожидается на уровне ниже доходности за 2025 год, но выше средней доходности доверительного управления за период 2012-2024 годов (8,75% годовых).

---

<sup>3</sup> Облигации с плавающим купоном, привязанным, как правило к Ключевой ставке Банка России или ставке RUONIA.

<sup>4</sup> ОФЗ, номинал которых индексируется в соответствии с уровнем инфляции.

Привести более точные цифры прогнозов в настоящее время не представляется возможным, так как итоговые цифры будут зависеть не только от факта снижения Ключевой ставки, но и темпов этого снижения, формы кривой доходности, наличия или отсутствия сопутствующих экономических и геополитических шоков.

По мере охлаждения российской экономики, Банк России должен будет перейти к смягчению денежно-кредитной политики (ДКП), то есть к сокращению положительного спреда Ключевой ставки над уровнем инфляции. Не исключено, что в ближайшей перспективе российской экономике потребуются прямая монетарная поддержка, когда Ключевая ставка находится на уровне, близком к инфляции или даже ниже. При таком смягчении ДКП особенный интерес будут представлять инфляционные линкеры. В настоящее время их доля в портфеле составляет около 10%. Доверительный управляющий планирует эту долю увеличить.

Риски рецессии российской экономики возрастают. В целях сокращения кредитного риска, принимаемого на портфель, Доверительный управляющий планирует сократить долю облигаций эмитентов с кредитным рейтингом А в пользу облигаций эмитентов с более высоким кредитным рейтингом.

Доверительный управляющий планирует поддерживать дюрацию портфеля облигаций на текущем уровне (около 550 дней). На случай шоков на рынке облигаций планируется поддержание доли защитных активов в портфеле: корпоративных флоатеров, инфляционных линкеров – по 10%-15%.