

Российский рынок акций: ждем
сокращения премии за риск

Экономика России: снижение
ставок, поддержка потребления,
умеренный рост ВВП

Налоги и регулирование:
влияние на сектора и компании

Модельный портфель: фокус
на компаниях внутреннего рынка

Обзоры секторов: ключевые
тренды и перспективы

Анализ более 50 публичных
компаний: топ-идеи,
мультипликаторы, потенциал
и риски

Стратегия 2026

Сила внутреннего рынка



Сокращенная мобильная версия

Настоящий материал предназначен для широкого распространения и не является адресованной ограниченной группе лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Все получатели данного материала являются как лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями или лицами с высоким уровнем собственного капитала, так и прочими лицами, которым данный материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуются «указанными получателями материала»). Данный материал может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен не только указанным получателям материала и имеет отношение не только к указанным получателям материала, но и к иным лицам.

Содержание

Инвестиционное резюме	4	Нефтегазовый сектор	67
Наши предпочтения в акциях	7	Металлургический сектор	78
Макроэкономика и рынок облигаций	14	Золото	98
Рынок акций и количественный анализ	22	Электроэнергетика	105
Влияние налогов на доходы компаний	36	ИТ и телекомы	112
Обратные выкупы акций	41	Потребительский сектор	127
Российский рынок на фоне других развивающихся рынков	46	Финансовый сектор	138
Количественные показатели российского рынка акций	51	Транспортный сектор	152
Модельный портфель	61	Сектор недвижимости	158
		Фармацевтический сектор	167

Инвестиционное резюме

Аналитический департамент АТОН к новому 2026 году традиционно представляет подробную стратегию по российскому фондовому рынку. Как и всегда, мы стремимся представить инвесторам и клиентам целостный взгляд на развитие экономики и корпоративный сектор, рассматриваем макротренды, валютный и долговые рынки, предлагаем инвестиционные идеи в акциях и облигациях, оцениваем налоговые изменения и динамику ключевых отраслей. В основе наших прогнозов — финансовые модели десятков крупнейших российских компаний, постоянный диалог с их топ-менеджментом и глубокая отраслевая экспертиза.

Уходящий год оказался сложным для многих эмитентов и инвесторов: сильный рубль, снижение доходов от экспорта и рекордно высокая доходность облигаций ограничивали рост рынка акций. Но фундаментальные оценки многих публичных компаний остаются привлекательными, а влияние ключевых сдерживающих факторов начинает ослабевать. Мы считаем, что в 2026 году рынок может начать восстанавливаться по мере нормализации ставок, снижения премии за риск инвестирования в акции и в случае позитивных событий в геополитике.

В новой Стратегии мы, как обычно, оцениваем потенциал роста индекса Московской биржи и указываем на возможные триггеры, выделяем наши топ-идеи, рассматриваем ключевые драйверы для различных секторов, разбираем дивидендные тенденции. Наша задача — помочь инвесторам вовремя увидеть возможности на фондовом рынке и понять, какие отрасли и компании будут чувствовать себя лучше рынка в условиях меняющейся макроэкономической и геополитической реальности.

Наш основной прогноз рынка акций в 2026 году

В 2026 году мы ожидаем восстановления российского рынка акций. Наш основной прогноз по индексу Московской биржи — достижение 3 300–3 500 пунктов в течение года, что предполагает потенциал роста около 30% относительно текущего уровня (2 520 пунктов). При этом, мы думаем, что на рынке сохранится высокая волатильность на фоне геополитических событий. Ключевые аргументы в пользу роста схожи с теми, что мы приводили год назад.

▪ Снижение процентных ставок

Мы исходим из предположения, что среднегодовая доходность «длинных» ОФЗ будет находиться в диапазоне 14–15%, а к концу 2026 года может снизиться до 12–13%.

▪ Нормализация премии за риск

Премия за риск инвестирования в акции, по нашим оценкам, может уменьшиться с текущих 10–12% до 7–8%. Во многом динамика премии за риск зависит от геополитической ситуации и остается труднопрогнозируемой, однако потенциал ее снижения сохраняется.

▪ Притоки капитала

По мере снижения ставок привлекательность депозитов будет уменьшаться. Мы полагаем, что приток средств частных инвесторов в акции может существенно увеличиться по аналогии с масштабным переходом из депозитов в облигации в 2025 году.

▪ Низкие рыночные мультипликаторы

Текущая медиана показателя P/E российского рынка на 2026 год составляет 5,5х, а средневзвешенный P/E индекса Московской биржи — 4,6х. Низкие показатели относительно исторических значений и других развивающихся рынков являются следствием высоких процентных ставок — при их снижении можно ожидать роста значения мультипликаторов.

Наши фавориты в акциях: компании внутреннего рынка

В 2026 году мы по-прежнему отдаем предпочтение компаниям, ориентированным на внутренний спрос. Ожидаем, что их динамика будет опережать как бумаги экспортеров, так и индекс в целом — аналогично тому, что мы наблюдали в 2025 году.

Нам нравятся компании в сегментах:

- внутреннего потребления: **Ozon, X5**;
- технологий: **«Яндекс»**;
- финансов: **«Т-Технологии», «Ренессанс Страхование», «Сбер»**;
- сырьевых отраслей вне нефтяного сектора: **НОВАТЭК (газ), РУСАЛ (алюминий), «Полюс» (золото)**.

Среди компаний второго эшелона мы выделяем **«Ленту», ЦИАН, «Мать и дитя», Эн+** — в них также доминируют истории внутреннего спроса. Отдельно отметим **девелоперов («ПИК», «Самолет», GlorX)**: эти компании сильнее других выигрывают от снижения ставок и могут показать высокую динамику в 2026 году.

Альтернативные сценарии развития рынка акций

▪ Статус-кво

Индекс Московской биржи остается в диапазоне 2 400–2 600 пунктов. В рамках этого сценария мы предполагаем, что общая экономическая и геополитическая ситуация в России и настроения инвесторов не улучшатся относительно 2025 года. В этом сценарии мы полагаем, что динамику лучше рынка смогут показать крупные компании с высоким уровнем корпоративного управления и наиболее высокими темпами роста прибыли.

▪ Оптимистичный сценарий

Индекс Московской биржи — 3 800–4 000 пунктов. В рамках этого сценария мы исходим из предположения, что в 2026 году макроэкономические и геополитические факторы складываются в максимально благоприятную картину для российского фондового рынка, включая снижение ключевой ставки и «длинных» ОФЗ ниже 12% и нормализации премии за риск.

Ожидаемые дивиденды в 2026 году⁽¹⁾

По нашим оценкам, средняя дивидендная доходность российского рынка акций составляет 10%. Топ-5 бумаг с самой высокой дивидендной доходностью — ЦИАН (30%), ВТБ (~28%), Х5 (20%), МТС (17%) и «Хэдхантер» (16%). При этом для части компаний столь высокие выплаты будут разовыми, и их дивидендная доходность должна нормализоваться в последующие годы. Суммарный объем дивидендов за 2025 год, как мы ожидаем, снизится примерно на 30% год к году из-за падения прибыли компаний, прежде всего экспортоориентированных.

Взгляд на макро

К концу 2026 года ключевая ставка может снизиться до 12%, а ее среднее значение по году видится в районе 14%. Мы полагаем, что ставки по банковским депозитам будут двигаться вниз примерно с той же скоростью, что и ключевая. Снижение привлекательности вкладов — основного инструмента сбережений — скорее всего, будет стимулировать потребление. В среднесрочной перспективе смягчение монетарной политики должно позитивно сказаться и на инвестиционной активности корпораций. На наш взгляд, совокупность этих факторов может позволить российской экономике продемонстрировать в 2026 году рост порядка 1,5% ВВП.

Взгляд на рубль

В начале 2026 года предложение валюты в рамках операций ЦБ РФ вне бюджетного правила должно сократиться, так как завершатся продажи, отложенные с 2024 года, а «зеркалирование» инвестиций из ФНБ снизится из-за неравномерного их распределения по 2025 году. Помимо этого, по мере снижения ставок можно ожидать улучшения динамики как потребления, так и инвестиций, что может стимулировать импорт и, соответственно, спрос на валюту. В результате рубль может несколько ослабеть. На наш взгляд, средний уровень обменного курса в 2026 году составит 90 рублей за доллар США.

Риски недостижения наших целей по индексу, на наш взгляд, следующие:⁽²⁾

- Ни ключевая процентная ставка, ни доходность долгосрочных облигаций не снижаются относительно текущих уровней в течение 2026 года, но главное — не меняются ожидания инвесторов относительно динамики ставок.
- Мировые цены на сырьевые товары, главным образом нефть, снижаются при сохранении крепкого курса рубля относительно доллара США. Это может негативно повлиять на доходы федерального бюджета и темпы роста российской экономики, которые могут существенно замедлиться.
- Геополитическая ситуация остается столь же напряженной и неопределенной или имеет тенденцию к ухудшению.

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

Источник: оценки и прогнозы АТОН

(1) Ожидаемый дивиденд на акцию в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется. (2) Инвестор может столкнуться с иными рисками, не указанными в данном материале

Наши фавориты в российских акциях на 2026⁽¹⁾

Компания (тикер)	Капитализация млрд руб. ⁽⁴⁾	Целевая цена за акцию, руб. ⁽²⁾	Потенциал роста ⁽³⁾	EV/EBITDA 25П/26П
НОВАТЭК (NVTK RX)	3 271	1 500	39%	3,4x/3,3x

НОВАТЭК — наш фаворит среди российских нефтегазовых компаний. Постепенный рост поставок с «Арктик СПГ 2» должен способствовать переоценке НОВАТЭКа, который торгуется с существенным 40% дисконтом к своим историческим мультипликаторам. Санкционные риски остаются существенными для компании.

Полюс (PLZL RX)	2 037	3 000	40%	4,6x/3,7x
---------------------------	-------	-------	-----	-----------

Мы считаем, что золото сохраняет потенциал роста в 2026 году на фоне глобальных торговых войн и геополитической неопределенности. «Полюс» — наш фаворит среди российских золотодобывающих компаний. Акции сохраняют потенциал роста на фоне недорогой оценки и развития ключевого проекта роста Сухой Лог.

РУСАЛ (RUAL RX)	443	40	37%	3,8x/3,4x
Эн+ (ENPG RX)	246	550	43%	3,5x/3,3x

РУСАЛ и Эн+: девальвация рубля — ключевой фактор в инвестиционном кейсе. Цены на алюминий приблизились к \$3 000 за тонну на фоне улучшения дисциплины производства в Китае и сильного спроса. С учетом ожидаемой умеренной девальвации рубля и снижения ставки мы считаем акции РУСАЛа и Эн+ привлекательными для инвестиций в 2026 году.

Интер РАО (IRAO RX)	294	4,7	67%	отр./отр.
-------------------------------	-----	-----	-----	-----------

Сохраняем позитивный взгляд на ценную бумагу ввиду дешевой оценки (околонулевой показатель EV/EBITDA 2025П) и значительной денежной «подушки». Компания стабильно платит дивиденды и предлагает один из самых высоких показателей дивидендной доходности⁽²⁾ в секторе генерации (доходность в следующие 12 месяцев может составить порядка 12%). Компания реализует масштабную инвестиционную программу с потенциалом удвоения EBITDA к 2030 г.

(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. (2) Целевая цена акции в следующие 12 месяцев рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Справедливые цены не являются гарантированными. Приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется; (3) Потенциал роста акций рассчитывается как отношение разницы между целевой и текущей ценой акции к текущей цене акции; (4) По данным на 14 ноября 2025 года.
Источник: «Интерфакс», Московская биржа, Sbonds, данные компаний, оценки АТОН
Прогнозные дивиденды рассчитаны в соответствии с ожиданиями аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются

Компания (тикер)	Капитализация млрд руб. ⁽⁴⁾	Целевая цена за акцию, руб. ⁽¹⁾	Потенциал роста ⁽²⁾	EV/EBITDA 25П/26П
Яндекс (YDEX RX)	1 554	7 000	77%	6,3x/4,7x

«Яндекс» показывает сильные результаты (EBITDA +38% за 9М25), несмотря на сложный макроэкономический фон: замедление динамики «Поиска» компенсируется прочими сегментами, а эффект масштаба и операционная дисциплина поддерживают рост рентабельности. Считаем, что рынок недооценивает потенциал новых направлений — ИИ-продуктов, финтеха, Б2Б-теха и автономного транспорта, — которые могут добавить десятки процентов к справедливой стоимости компании. Ожидаем, что вклад этих направлений станет значительно более заметным в 2026 году.

Ozon (OZON RX)	847	6 650	70%	7,6x/4,8x
-----------------------	------------	--------------	------------	------------------

Инвестиционный кейс Ozon сочетает высокие темпы роста и улучшение маржинальности (выручка +69% г/г, EBITDA +215% г/г за 3К25). На горизонте трех лет EBITDA компании, по нашим оценкам, может утроиться за счет увеличения оборота, эффекта масштаба и развития прибыльных сегментов рекламы и финтеха. Видим четкие катализаторы для переоценки акций в среднесрочной перспективе: в частности, сильные квартальные результаты, прогнозы менеджмента на 2026 год, дивидендные выплаты (по нашим оценкам, около 290 рублей на акцию на горизонте года) и выкуп акций. ⁽³⁾

X5 (X5 RX)	734	3 750	39%	3,6x/2,9x
-------------------	------------	--------------	------------	------------------

X5, по нашим наблюдениям, демонстрирует наиболее сильную динамику сопоставимых продаж среди публичных аналогов (12,9% г/г за 9М25 против 11,6% г/г у «Ленты» и 9,8% г/г у «Магнита» за 1П25). Последние результаты отражают улучшение ситуации с контролем затрат (рентабельность EBITDA за 3К25 составила 6,4% от выручки против 5,8% в 1П25). Ожидаем, что с течением времени отдача от инвестиций в автоматизацию позволит сохранить этот тренд. По нашим оценкам, группа может выплатить порядка 530 рублей на акцию в следующие 12 месяцев, что может поддержать котировки. ⁽³⁾

Лента (LENT RX)	205	2 340	32%	3,4x/3,2x
------------------------	------------	--------------	------------	------------------

«Лента», по нашим наблюдениям, демонстрирует заметное улучшение операционных метрик и успешно интегрирует активы в рамках M&A-стратегии. Компания существенно снизила долговую нагрузку — на сентябрь 2025 года отношение чистого долга к EBITDA составило 0,9x против 1,4x годом ранее — что приближает ее к началу дивидендных выплат. ⁽³⁾ При этом менеджмент пока делает ставку на создание стоимости через консолидацию сектора посредством M&A, что рынок может оценивать позитивно с учетом успешного опыта последних сделок.

Мать и дитя (MDMG RX)	96	1 600	26%	7,3x/6,3x
------------------------------	-----------	--------------	------------	------------------

В ближайшие кварталы результаты ГК «Мать и дитя» будут поддерживать эффект от консолидации сети клиник «Эксперт», который, по нашим оценкам, может добавить к выручке порядка 15–20%. Параллельно группа демонстрирует сильный органический рост: LfL-выручка за 9М25 увеличилась на 15,6% г/г. В 2027–2028 гг. «Мать и дитя» планирует открыть два госпиталя и несколько клиник, что также будет способствовать дальнейшему росту. В дополнение к росту компания может выплатить дивиденды — по нашим расчетам, на горизонте года выплаты могут составить около 100 рублей на акцию. ⁽³⁾

Циан (CNRU RX)	52	770	15%	12,4x/8,0x
-----------------------	-----------	------------	------------	-------------------

Прочные позиции «Циана» в Москве и городах-миллионниках, а также достаточно низкая доля в бюджетах риелторов создают потенциал для роста монетизации. Менеджмент планирует повысить рентабельность EBITDA до 30–40% к 2027 году с 25% в 2024, чему способствует операционный рычаг. Видим потенциал ускорения роста по мере восстановления рынка новостроек. По нашим расчетам, на горизонте года компания сможет выплатить дивиденды в размере до 200 рублей на акцию, что соответствует дивидендной доходности в районе 30%. ⁽³⁾

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. (1) Целевая цена акции в следующие 12 месяцев рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Целевые цены не являются гарантированными. (2) Потенциал роста акций рассчитывается как отношение разницы между целевой и текущей ценой акции к текущей цене акции. (3) Выплата дивидендов и выкуп акций не гарантированы. (4) По данным на 14 ноября 2025 года.

Источник: «Интерфакс», Московская биржа, Investing.com, данные компаний, оценки АТОН

Компания (тикер)	Капитализация млрд руб. ⁽⁴⁾	Целевая цена за акцию, руб. ⁽¹⁾	Потенциал роста ⁽²⁾	P/B 25П/26П
Сбер (SBER RX)	6 722	390	31%	0,8x/0,7x

«Сбер» на протяжении многих лет демонстрировал стабильно высокие результаты: значительный доход на капитал (ROE), устойчивую чистую процентную маржу, а также рост чистой прибыли (в среднем на 20% ежегодно с 2020 по 2024) и активов (14%). Даже периоды экономических спадов и кризисов банк проходит достаточно уверенно, а финансовый масштаб «Сбера» позволяет ему много инвестировать в инновации, включая развитие ИИ. В настоящий момент акции «Сбера» относятся к классу так называемых стоимостных акций (value stocks), смысл которых в низкой рыночной оценке при относительно невысоких темпах роста.

Т-Технологии (T RX)	749	4 500	54%	1,2x/0,9x
--------------------------------	------------	--------------	------------	------------------

«Т-Технологии» остаются одним из наших ключевых фаворитов на российском фондовом рынке. Группа демонстрирует высокие темпы роста — ожидается увеличение чистой прибыли на 40% г/г в 2025 году. Обширная клиентская база (более 50 млн человек) и растущая доля небанковского бизнеса в структуре доходов снижают зависимость компании от общего состояния банковского сектора. Группа способна обеспечивать рентабельность капитала (ROE) на уровне выше 30%, поддерживать устойчивый рост (среднегодовой темп прироста чистой прибыли — 27% в 2025–2028 годах) и выплачивать дивиденды ⁽³⁾ в размере 30% от чистой прибыли.

Ренессанс Страхование (RENI RX)	56	140	40%	1,0x/0,9x
--	-----------	------------	------------	------------------

Мы видим привлекательным инвестиционный кейс «Ренессанс Страхования» в долгосрочной перспективе. «Ренессанс» продолжает демонстрировать устойчивый рост: общий объем собранных премий за 9 месяцев 2025 года увеличился на 28,2% г/г до 151,6 млрд руб., а ROE компании остается относительно высоким — 25,4%. Мы считаем, что российский страховой рынок имеет значительный потенциал роста, чему способствуют как увеличение объемов накопительного страхования, так и повышение интереса к страховым продуктам на фоне изменений налоговой политики (прогрессивная ставка налога может стимулировать спрос на страховые решения).

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. (1) Целевая цена акции в следующие 12 месяцев рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Справедливые цены не являются гарантированными; (2) Потенциал роста акций рассчитывается как отношение разницы между целевой и текущей ценой акции к текущей цене акции; (3) Дивиденды не гарантированы. (4) По данным на 14 ноября 2025 года. Источник: «Интерфакс», Московская биржа, данные компаний, оценки и прогнозы АТОН

Потенциал роста российских акций

Компания	Тикер	Рейтинг ⁽¹⁾	Текущая цена за акцию, ₽ ⁽²⁾	Целевая цена акции, ₽ ⁽³⁾	Потенциал роста ⁽⁴⁾	Дивиденд на акцию, ₽ ⁽⁵⁾	Дивиденд. доходность	Полная доходность ⁽⁶⁾
Финансовый сектор								
Сбер	SBER RX	Выше рынка	297	390	31%	37	12%	43%
МосБиржа	MOEX RX	Нейтрально	163	190	17%	18	11%	28%
ВТБ	VTBR RX	Нейтрально	69	120	75%	19	28%	103%
Т - Технологии	T RX	Выше рынка	2 924	4 500	54%	197	7%	61%
Ренессанс Стр.	RENI RX	Выше рынка	100	140	40%	10	10%	50%
Совкомбанк	SVCB RX	Ниже рынка	13	15	17%	0,6	5%	22%
Европлан	LEAS RX	Нейтрально	577	750	30%	58	10%	40%
Банк СПБ	BSPB RX	Ниже рынка	345	360	4%	36	10%	14%
МТС - Банк	MBNK RX	Выше рынка	1 279	1 750	37%	80	6%	43%
Транспорт								
Совкомфлот	FLOT RX	Нейтрально	71	90	26%	-	-	26%
Аэрофлот	AFLT RX	Нейтрально	51	60	19%	5	10%	29%
Недвижимость								
Самолет	SMLT RX	Выше рынка	858	1 040	21%	-	-	21%
GloriaX	GLRX RX	Выше рынка	60	118	96%	-	-	96%
Фармацевтика								
Промомед	PRMD RX	Выше рынка	388	640	65%	-	-	65%
Озон Фарма	OZPH RX	Нет рейтинга	51	73	44%	2	3%	47%
Электроэнергетика								
Юнипро	UPRO RX	Нейтрально	1,36	1,85	36%	-	-	36%
РусГидро	HYDR RX	Нейтрально	0,38	0,50	32%	-	-	32%
ИнтерРАО	IRAO RX	Выше рынка	2,81	4,70	67%	0,35	12%	80%
Нефть и газ								
Газпром	GAZP RX	Нейтрально	118	150	27%	-	-	27%
НОВАТЭК	NVTK RX	Выше рынка	1 077	1 500	39%	82	8%	47%
Роснефть	ROSN RX	Нейтрально	382	450	18%	32	8%	26%
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	Нейтрально	5 115	6 000	17%	605	12%	29%
Газпром нефть	SIBN RX	Нейтрально	471	550	17%	37	8%	25%
Татнефть	TATN RX	Нейтрально	547	650	19%	43	8%	27%
Транснефть	TRNFP RX	Выше рынка	1 258	1 751	39%	176	14%	53%

(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

(2) Текущая цена акции рассчитана на закрытие рынка 14.11.2025.

(3) Целевая цена акции прогнозируется на конец 2026 года. Она рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные целевой цены не являются гарантированными.

(4) Потенциал роста рассчитывается как отношение величины целевой цены акции к текущей цене акции.

(5) Ожидаемый дивиденд на акцию в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется.

(6) Полная доходность акций рассчитывается как сумма потенциала роста и ожидаемых дивидендов в следующие 12 месяцев.

Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Компания	Тикер	Рейтинг ⁽¹⁾	Текущая цена за акцию, ₽ ⁽²⁾	Целевая цена акции, ₽ ⁽³⁾	Потенциал роста ⁽⁴⁾	Дивиденд на акцию, ₽ ⁽⁵⁾	Дивиденд. доходность	Полная доходность ⁽⁶⁾
Сырьевой сектор								
Норникель	GMKN RX	Выше рынка	124	165	33%	7	6%	39%
РУСАЛ	RUAL RX	Нейтрально	29	40	37%	-	-	37%
Эн+	ENPG RX	Выше рынка	386	550	43%	-	-	43%
ММК	MAGN RX	Нейтрально	25	30	21%	1	4%	25%
Северсталь	CHMF RX	Нейтрально	862	1 000	16%	-	-	16%
НЛМК	NLMK RX	Нейтрально	99	120	21%	5	5%	26%
АЛРОСА	ALRS RX	Нейтрально	38	50	30%	3	7%	37%
Полюс	PLZL RX	Выше рынка	2 150	3 000	40%	162	8%	48%
Южурал-золото	UGLD RX	Нейтрально	0,5	0,6	29%	-	-	29%
Селигдар	SELG RX	Нейтрально	43,2	55	27%	-	-	27%
Фосагро	PHOR RX	Выше рынка	6 644	8 500	28%	671	10%	38%
ТМК	TRMK RX	Нейтрально	104	130	26%	-	-	26%
Распадская	RASP RX	Ниже рынка	161	150	-7%	-	-	-7%
ИТ и телекомы								
Яндекс	YDEX RX	Выше рынка	3 953	7 000	77%	220	6%	83%
Ozon	OZON RX	Выше рынка	3 914	6 650	70%	290	7%	77%
HeadHunter	HEAD RX	Выше рынка	2 770	3 860	39%	450	16%	55%
Астра	ASTR RX	Нейтрально	296	360	22%	10	3%	25%
VK	VKCO RX	Нейтрально	270	330	22%	-	-	22%
Диасофт	DIAS RX	Нейтрально	1 919	2 200	15%	120	6%	21%
Циан	CNRU RX	Выше рынка	668	770	15%	200	30%	45%
МТС	MTSS RX	Выше рынка	204	300	47%	35	17%	64%
Ростелеком	RTKM RX	Выше рынка	58	80	37%	2,7	5%	42%
Потребительский сектор								
X5 Group	X5 RX	Выше рынка	2 703	3 750	39%	530	20%	59%
Магнит	MGNT RX	Нейтрально	2 849	3 530	24%	-	-	24%
Fix Price	FIXR RX	Нейтрально	0,6	0,80	30%	0,06	10%	40%
Лента	LENT RX	Выше рынка	1 768	2 340	32%	70	4%	36%
Henderson	HNFG RX	Выше рынка	521	720	38%	30	6%	44%
Мать и дитя	MDMG RX	Выше рынка	1 272	1 600	26%	100	8%	34%

(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

(2) Текущая цена акции рассчитана на закрытие рынка 14.11.2025.

(3) Целевая цена акции прогнозируется на конец 2026 года. Она рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные целевой цены не являются гарантированными.

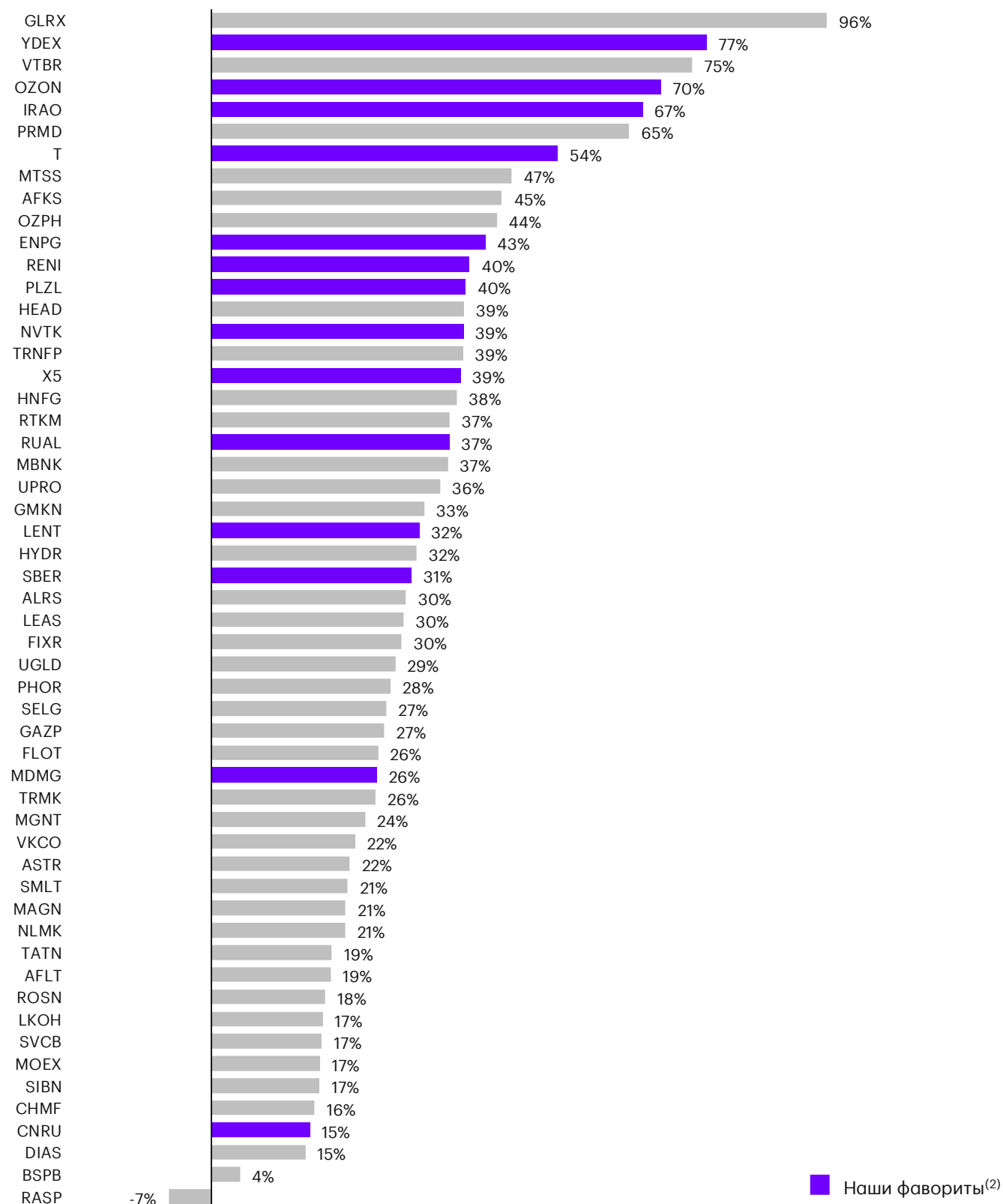
(4) Потенциал роста рассчитывается как отношение величины целевой цены акции к текущей цене акции.

(5) Ожидаемый дивиденд на акцию в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется.

(6) Полная доходность акций рассчитывается как сумма потенциала роста и ожидаемых дивидендов в следующие 12 месяцев.

Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

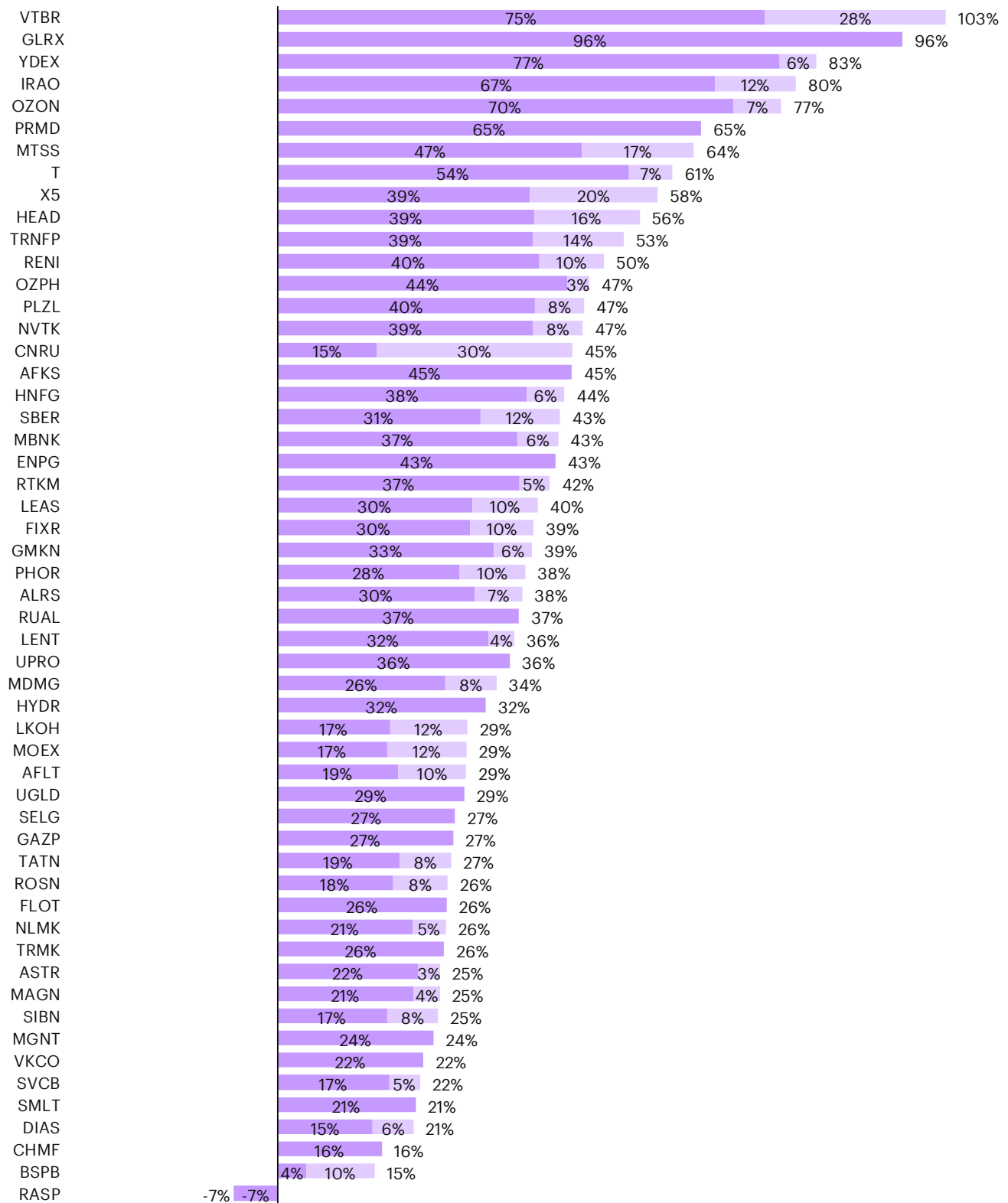
Ранжирование акций по потенциалу роста к целевой цене⁽¹⁾



(1) Потенциал роста рассчитывается как отношение величины цены акции в следующие 12 месяцев к текущей цене акции; целевая цена акции рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Приведенная информация отражает ожидания, доходность не гарантирована.

(2) Выбор фаворитов определяется субъективным мнением аналитиков на основании набора факторов, в том числе потенциала роста цены, дивидендной доходности, уровня ликвидности, корпоративных рисков и перспектив развития.

Ранжирование акций по полной доходности, включая возможные дивиденды⁽¹⁾



Потенциал роста



Возможная див. доходность



Полная доходность

(1) Полная доходность акций рассчитывается как сумма потенциала роста и ожидаемых дивидендов в следующие 12 месяцев. Приведенная информация о выплате дивидендов и росте доходности отражает ожидания, выплата и рост доходности не гарантируется
Источник: Мосбиржа, расчеты и оценки АТОН

Макроэкономика и рынок облигаций

Российская экономика: ускорится ли рост?

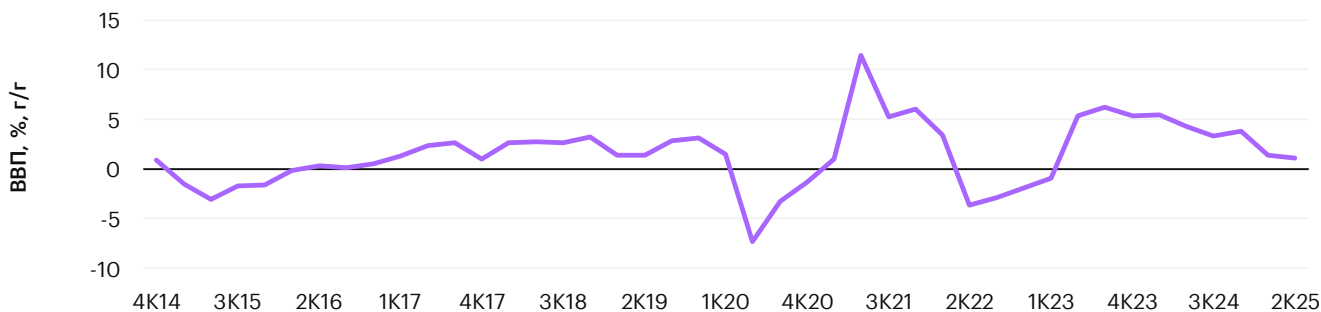
Базовым сценарием развития событий для российской экономики в 2025 году было замедление роста. Этого ожидало как правительство, прогнозирувавшее в конце 2024 года снижение темпов годового роста ВВП до +2,5% г/г, так и большинство аналитиков, чьи оценки были еще более скромными — преимущественно в диапазоне +1-2%. Однако реальность оказалась гораздо сложнее — по итогам 2025 года рост экономики, судя по всему, окажется в районе 1%. Столь резкое снижение темпов роста во многом объясняется накопленным эффектом продолжительного периода высоких процентных ставок. С одной стороны, этот фактор повысил сберегательную активность населения, что отрицательно сказалось на динамике потребления. С другой стороны, многие корпорации предпочли отложить запуск новых проектов из-за дороговизны заемных ресурсов, что негативно отразилось на динамике инвестиций.

Более низкие, чем ожидалось, темпы экономического роста стали одной из причин увеличения дефицита бюджета с ранее планировавшихся 0,5% ВВП до 2,5-2,6% ВВП. В этих условиях правительство было вынуждено радикально увеличить программу заимствований в 2025 году, а также увеличить налоговую нагрузку с 2026 года (в первую очередь, в части НДС).

Структура бюджета на будущий год выглядит сбалансированной, и оценка дефицита на уровне 1,6% ВВП представляется нам вполне адекватной. Отметим, что для финансирования дефицита правительство планирует использовать только заимствования, не прибегая к средствам ФНБ.

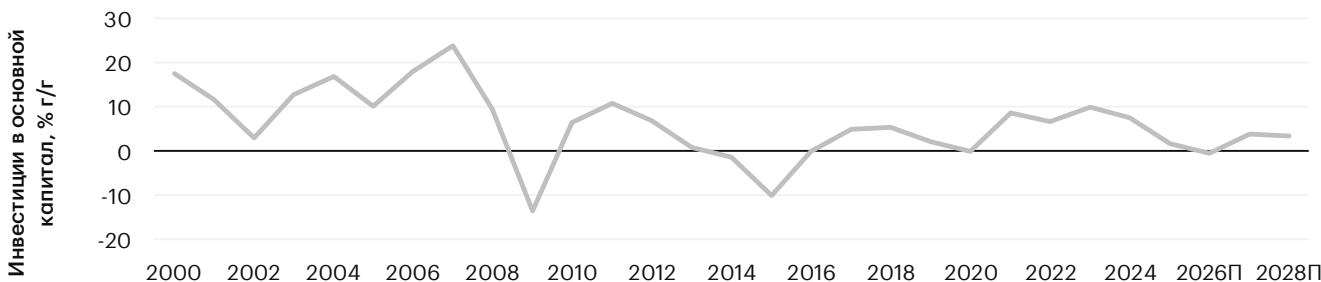
Одновременно с этим жесткая монетарная политика ЦБ РФ начала приносить плоды в виде замедления темпов инфляции, что позволило регулятору начать цикл снижения ключевой ставки, которая к моменту написания обзора опустилась с 21 до 16,5%. При этом потенциал дальнейшего снижения еще далеко не исчерпан. На наш взгляд, к концу 2026 года ключевая ставка может вполне снизиться до 12%, а ее среднее значение по году составить 14%. Мы полагаем, что ставки по банковским депозитам будут двигаться вниз примерно с той же скоростью, что и ключевая. Снижение привлекательности вкладов — основного инструмента сбережений — скорее всего, будет стимулировать потребление. В среднесрочной перспективе смягчение монетарной политики должно позитивно сказаться и на инвестиционной активности корпораций. На наш взгляд, совокупность этих факторов позволит российской экономике продемонстрировать в 2026 году рост порядка 1,5% ВВП.

Темпы роста экономики РФ замедлились в 2025 году



Источник: Росстат

Прогноз правительства по инвестиц. активности в 2026 г. выглядит слишком пессимистичным



Источник: Росстат, прогнозы Минэкономразвития

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

Валютный рынок: время чудес

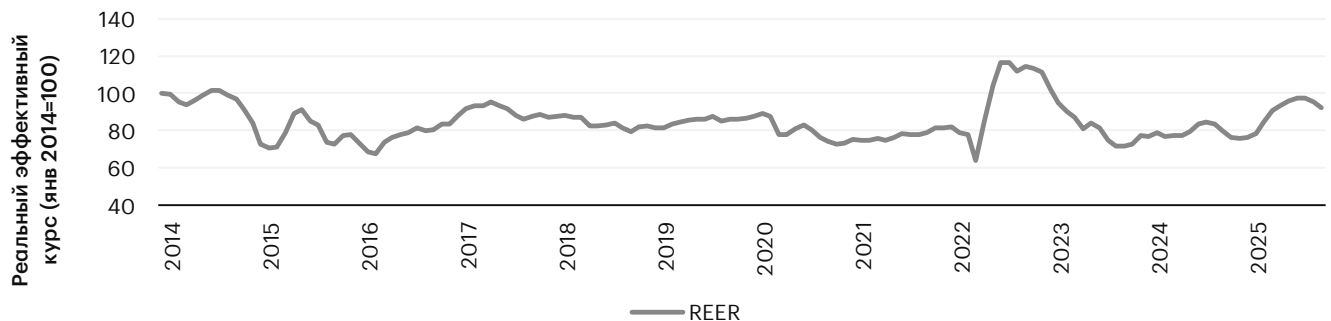
Динамика обменного курса в 2025 году стала причиной и темой многочисленных дискуссий в инвестиционной среде. Консенсус-прогноз предполагал, что после существенного укрепления в начале года (которое во многом компенсировало ослабление, вызванное санкциями в конце 2024 г.) рубль может начать слабеть. В пользу этого предположения говорили и значения курса в реальном выражении (который в уходящем году приближался к максимумам 2014-2015 гг.), и сокращение профицита по счету текущих операций. Однако этим ожиданиям не суждено было сбыться — в период с апреля по середину ноября курс колебался в коридоре 78–86 рублей за доллар США без какой-либо ярко выраженной тенденции. Стоит отметить, что в бюджет на 2025 год правительство закладывало средний курс 96,5 рублей за доллар. Столь значительное отклонение курса от прогноза стало одной из причин недобора нефтегазовых доходов.

Подобная динамика курса объяснялась целым рядом факторов. Стоит упомянуть значительную разницу между процентными ставками в России и за ее пределами, что стимулировало экспортеров конвертировать подавляющую часть своей выручки и сберегать ее в рублях (справедливости ради надо отметить, что санкционное давление тоже сыграло определенную роль). Напомним, что в августе правительство обнулило норматив по обязательной

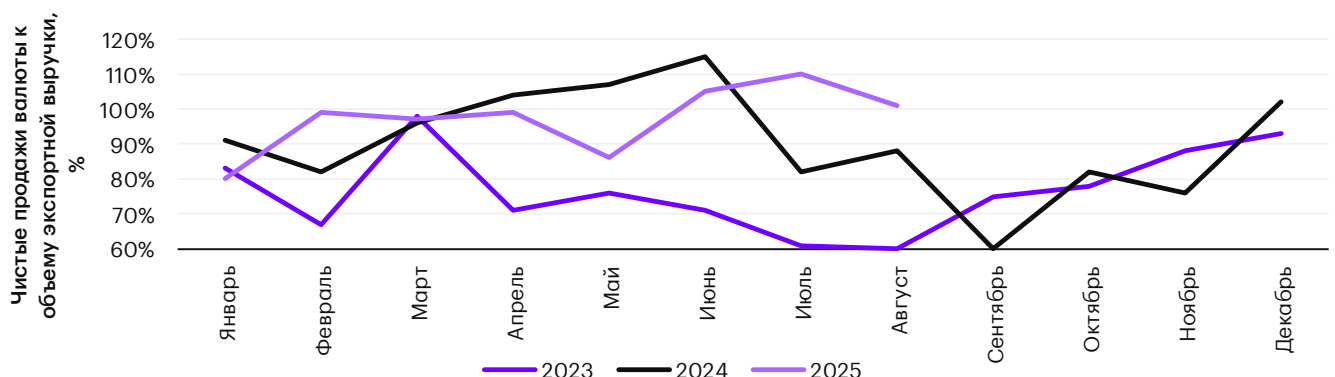
продаже валютной выручки, но это мало повлияло на поведение экспортеров. Помимо этого, высокие процентные ставки сдерживали как динамику потребления, так и инвестиции, что, свою очередь, сказывалось на динамике импорта, объем которого при прочих равных должен расти, если курс остается сильным долгое время. Наконец, снизился спрос на покупку валюты со стороны населения, тяготеющего к вложениям в квазивалютные облигации, расчеты по которым осуществляются в рублях.

Мы полагаем, что в 2026 году ситуация несколько изменится. Предложение валюты в рамках операций ЦБ РФ вне бюджетного правила должно сократиться в начале года, так как завершатся продажи, отложенные с 2024 года, а «зеркалирование» инвестиций из ФНБ снизится из-за неравномерного их распределения по 2025 году. Помимо этого, по мере снижения ставок можно ожидать улучшения динамики как потребления, так и инвестиций, что может стимулировать импорт и, соответственно, спрос на валюту. В результате рубль может несколько ослабеть. На наш взгляд, средний уровень обменного курса в 2026 г. составит 90 рублей за доллар США.

В реальном выражении курс был близок к значениям 2014-15 гг.



Экспортеры продавали почти всю валютную выручку



Источник: ЦБ РФ, оценки АТОН

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

Рынок ОФЗ: снижение ставки, геополитика и амбициозный план заимствований

На рынке облигаций в 2025 году преобладали позитивные настроения. Ключевое влияние оказали ожидания по снижению ключевой ставки, а также надежды на скорое разрешение конфликта на Украине. Последнее обстоятельство обуславливало повышенную волатильность на рынках, особенно в первой половине года. Долгожданный переход ЦБ РФ к смягчению денежно-кредитной политики и оптимистичные ожидания инвесторов стимулировали спрос на долгосрочные ОФЗ, в результате чего доходность по 10-летним бумагам к концу лета опустилась ниже 13,5% годовых. Затем жесткая риторика Банка России и опасения «навеса» первичного предложения со стороны Минфина на фоне роста дефицита бюджета привели к достаточно глубокой коррекции рынка. К середине 4-го квартала 2025 года ситуация в ОФЗ несколько стабилизировалась и доходность 10-летних бумаг снизилась до 14,5% годовых.

Мы видим возможности для дальнейшего снижения ключевой ставки. На конец 2026 года она может составить 12%, а кривая ОФЗ — приобрести плоский вид.¹ В этой связи долгосрочные гособлигации могут сохранить свою привлекательность на среднесрочном горизонте.

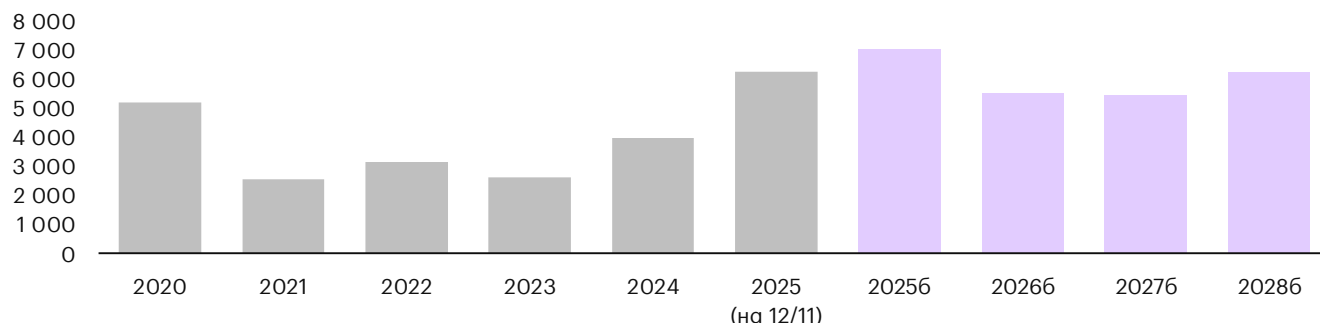
Благоприятная рыночная конъюнктура существенно повысила аппетит инвесторов к процентному риску, что обеспечило Минфину заметный успех в размещении долговых бумаг. Надо сказать, что 2025 год оказался уникальным с точки зрения интереса к бумагам: высокий спрос на классические ОФЗ проявляли как банки (в том числе из-за замедления кредитования), так и доверительные управляющие. Вторые, по нашим оценкам, обеспечили нетто-покупку ОФЗ на 1,6 трлн рублей с начала года. Первые 10 месяцев Минфин исполнял программу заимствований исключительно посредством выпуска классических ОФЗ, однако ее расширение до 7,0 трлн рублей вынудило правительство пойти на размещение облигаций с плавающим купоном впервые с декабря 2024 года. На середину ноября Минфину удалось исполнить годовой план на 89%, выпустив бумаг на 7,2 трлн рублей по номиналу.

Планы по заимствованиям на 2026 год выглядят амбициозно — их валовой объем должен составить 5,5 трлн рублей, а в чистом выражении правительство планирует привлечь с рынка 4,2 трлн рублей. Тактика Минфина будет зависеть от баланса спроса, устойчивость которого будет определяться ДКП и геополитикой.

Доходность 10-летних синтетических ОФЗ, % годовых



Объем эмиссии ОФЗ (валовой), млрд рублей



б – бюджетный план

(1) Наступление указанных событий не гарантировано

Источник: Сbonds, Министерство финансов Российской Федерации, Московская биржа, оценки АТОН

Корпоративные облигации: рост спроса и формирование рынка валютных облигаций

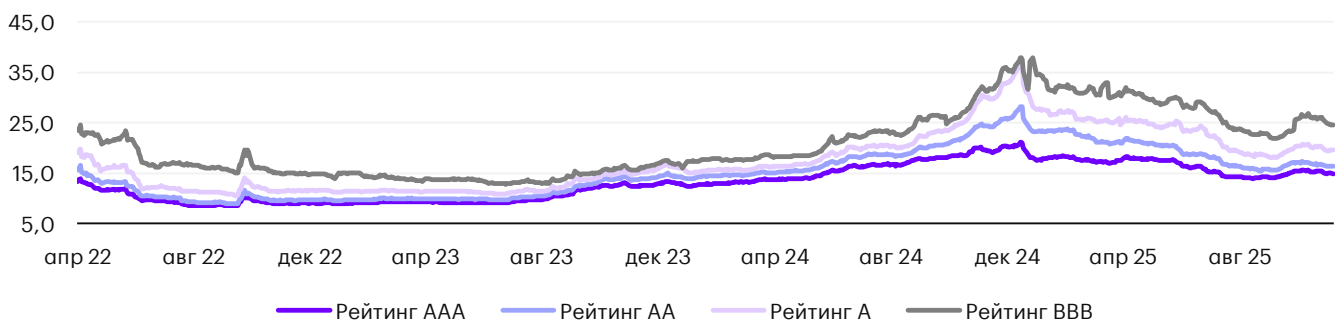
В корпоративном сегменте с начала 2025 года наблюдался достаточно устойчивый тренд на снижение доходности — так, показатель широкого рынка упал с 22,1% годовых до 16,4% на середину ноября. Такая динамика отражает как сдвиг показателей доходности в ОФЗ схожей дюрации, так и существенное сужение кредитных спредов. Вопреки опасениям участников рынка, после начала цикла снижения ключевой ставки распродажи во «флоатерах» не случилось. Напротив, бумаги с плавающей ставкой активно росли в цене на фоне сужения спредов к базовым ставкам вслед за «фиксами».

Заметное смягчение ДКУ, позитивные ожидания инвесторов и перспективы улучшения геополитического фона привели к росту спроса на корпоративный риск. По нашим оценкам, с начала 2025 года размещено рыночных корпоративных облигаций на 4,3 трлн рублей, около трети этого объема пришлось на квазивалютные бумаги. В 2025 году сложились идеальные условия для первичного рынка квазивалютных облигаций: высокие девальвационные ожидания инвесторов на фоне избыточно крепкого рубля, которые формировали большой спрос, а также значительная разница между ставками рублевых и валютных бумаг, которая стимулировала эмитентов выходить на рынок.

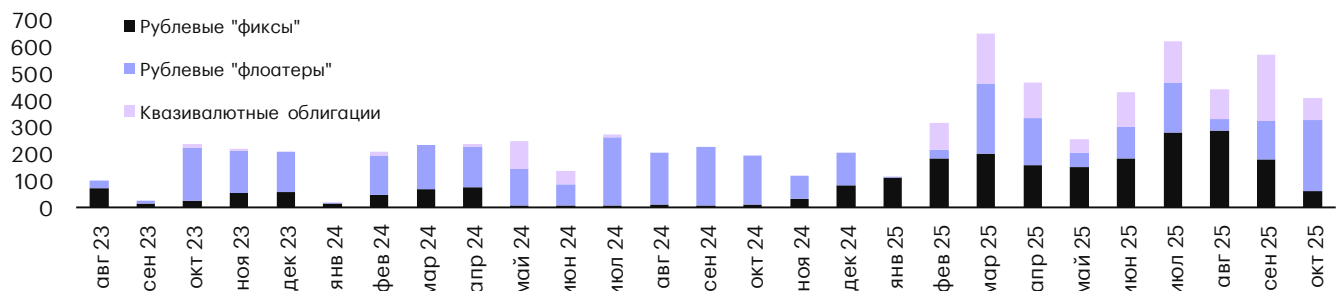
Согласно нашему анализу, за прошедшие 1,5 года увеличилось число «уязвимых» эмитентов вследствие как ухудшения ликвидной позиции, так и роста долговой нагрузки вкупе с сокращением запаса на обслуживание долга. При прочих равных условиях это повышает риски рефинансирования, однако начавшийся цикл снижения ключевой ставки и сохраняющиеся, пусть и более умеренные, ожидания его продолжения пока позволяют эмитентам, даже имеющим слабое кредитное качество, привлекать средства на рынке облигаций.

За неполные 11 месяцев 2025 года количество эмитентов, впервые допустивших дефолт, достигло 15, что превышает медианный показатель за последние 6 лет (равный 7). Ситуация пока далека от критической, однако мы видим ненулевую вероятность продолжения роста числа дефолтов на фоне все еще высоких ставок и ожидаемого замедления темпов экономического роста вкупе со снижением инфляции. По этой причине мы по-прежнему предпочитаем избегать кредитного риска эмитентов с низкими кредитными рейтингами, отдавая предпочтение компаниям с комфортным уровнем долговой нагрузки и хорошей ликвидностью.

Доходность корпоративных облигаций, % годовых



Объем размещения корпоративных облигаций(1), млрд рублей



Источник: Sbonds, оценки АТОН, Мосбиржа

Примечание: (1) без учета нерыночных, ипотечных, коммерческих и структурных облигаций, а также ЦФА, замещающих облигаций и секьюритизации.

Наши фавориты на рублевом рынке облигаций

Выпуск (ISIN)	Отрасль	Текущий купон, %	Цена	Доход-ность, Сред. % ⁽¹⁾	Сред. б. п.	Дюрация, лет	Объем, млрд руб.	Погашение	Пут-опцион	Рейтинг эмитента («Эксперт РА» / АКРА)
Авто Финанс Банк, БО-001P-16 (RU000A10D9K0)	Банки	16,65%	101,6	17,0%	311	1,9	6,0	14.02.2028	—	ruAA/AA(RU)
АФК Система, 002P-03 (RU000A10BY94)	Холдинги	21,50%	106,0	17,9%	454	1,2	12,0	24.03.2027	—	ruAA-/AA-(RU)
Балтийский лизинг, БО-П16 (RU000A10BJX9)	Лизинг и аренда	22,25%	103,9	21,0%	757	1,3	4,5	14.05.2028	—	ruAA-/AA-(RU)
Группа ЛСР, 001P-10 (RU000A10B0B0)	Строительство зданий	24,00%	105,3	17,9%	515	0,7	4,0	07.02.2030	01.09.2026	ruA/A(RU)
ГТЛК, 002P-09 (RU000A10C6F7)	Лизинг и аренда	16,75%	99,6	18,3%	421	2,2	20,0	04.07.2029	—	ruAA-/AA-(RU)
ДелоПорто, 001P-04 (RU000A10B487)	Вспомогательная транспортная деятельность	20,75%	103,5	17,6%	478	0,8	15,0	11.09.2026	—	ruAA/-
ДельтаЛизинг, 001P-02 (RU000A10B0J3)	Лизинг и аренда	24,00%	107,7	18,6%	558	1,1	4,5	19.02.2028	—	ruAA-/AA-(RU)
ИКС 5 ФИНАНС, 003P-07 (RU000A10AНА3)	FMCG-ритейл	13,25%	98,4	15,2%	204	1,5	21,0	04.12.2034	19.07.2027	ruAAA/AAA(RU) ⁽²⁾
Инарктика, 002P-01 (RU000A107W48)	Производство продуктов и напитков	14,25%	97,3	17,7%	438	1,2	3,0	26.02.2027	—	-/A+(RU)
МБЭС, 002P-04 (RU000A10CC99)	Банки	14,65%	97,2	17,1%	291	2,2	6,0	23.06.2035	02.08.2028	-/AAA(RU)
Медскан, 001P-01 (RU000A10BYZ3)	Медицинские услуги	18,50%	103,0	18,0%	458	1,6	3,0	22.09.2027	—	ruA/-
МКПАО Яндекс, 001P-02 (RU000A10CMT9)	Холдинги	13,50%	98,7	15,2%	109	2,0	25,0	26.02.2028	—	ruAAA/AAA(RU)
МТС, 001P-29 (RU000A10CQ85)	Связь и телекоммуникации	14,00%	98,7	16,0%	282	1,2	15,0	17.08.2030	11.03.2027	ruAAA/AAA(RU)
РЖД, 001P-42R (RU000A10BGF2)	Железнодорожный транспорт	17,40%	107,5	15,6%	112	2,6	30,0	05.04.2040	06.04.2029	ruAAA/AAA(RU)
Ростелеком, 001P-16R (RU000A10BG13)	Связь и телекоммуникации	17,65%	104,2	15,4%	194	1,3	15,0	12.04.2027	—	ruAAA/AA+(RU)
Сбербанк России, 002P-SBER44 (RU000A1069P3)	Банки	9,35%	96,9	16,0%	404	0,5	68,0	27.05.2026	—	-/AAA(RU)
Селектел, 001P-06R (RU000A10CU89)	ИТ-сервисы и программное обеспечение	15,40%	100,4	16,3%	239	2,0	6,0	14.03.2028	—	ruAA-/A+(RU)
Томская область, 34074 (RU000A10BW70)	Муниципальный	18,25%	104,0	17,4%	348	1,9	5,0	13.03.2028	—	ruBBB+/BBB+(RU)
Ульяновская область, 34011 (RU000A10DBD4)	Муниципальный	17,50%	100,9	18,1%	434	1,9	2,0	26.09.2028	—	ruBBB/-
Эталон Финанс, 002P-03 (RU000A10BAP4)	Строительство зданий	25,50%	110,1	18,7%	542	1,2	6,8	01.04.2027	—	ruA/-

Данные по состоянию на 11.11.2025

Источник: Cbonds, оценки АТОН

Примечание: (1) Возможный доход при условии выполнения эмитентом своих обязательств, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. (2) Рейтинг эмиссии.

Наши фавориты на рублевом рынке облигаций (флоатеры)

Выпуск (ISIN)	Отрасль	Текущий купон, %	Цена	Базовая ставка	Маржа, п. п.	Погашение	Пут-опцион	Объем, млрд руб.	Рейтинг эмитента («Эксперт РА» / АКРА)
АПРОСА_001P-01 (RU000A109L49)	Добыча прочих полезных ископаемых	—	99,9	KC	1,20	02.09.2028	—	45,0	ruAAA/AAA(RU)
Аэрофлот_П02-Б0-01 (RU000A10BGJ4)	Воздушный транспорт	—	101,8	KC	2,40	08.04.2028	—	45,0	ruAA/AA(RU)
Банк ПСБ_003P-09 (RU000A109TJ6)	Банки	18,50	100,4	KC	1,50	15.10.2027	—	17,0	ruAAA/AAA(RU)
ВЭБ.РФ_ПБ0-002P-53 (RU000A10C6S0)	Институты развития и государственные агентства	—	99,9	RUONIA	1,75	25.07.2028	—	100,0	-/AAA(RU)
Газпром Капитал_Б0-003P-06 (RU000A10D2Q2)	Нефтегазовая отрасль	—	100,1	KC	1,40	30.09.2027	—	25,0	ruAAA/AAA(RU)
Газпром Нефть_005P-02R (RU000A10DA66)	Нефтегазовая отрасль	—	99,9	KC	1,50	10.04.2029	—	57,0	ruAAA/AAA(RU)
ГМК Норильский никель_Б0-001P-07 (RU000A1083A6)	Цветная металлургия	18,30	99,9	KC	1,30	28.02.2029	—	100,0	ruAAA/-
Группа Черкизово_Б0-001P-07 (RU000A1094F2)	Производство продуктов и напитков	—	99,9	KC	1,35	15.07.2027	—	7,0	ruAA/AA(RU)
ГТЛК_001P-03 (RU000A0JXE06)	Лизинг и аренда	19,20	98,9	KC	2,20	22.01.2032	03.08.2027	10,0	ruAA-/AA-(RU)
ДОМ.РФ_002P-05 (RU000A109U97)	Институты развития и государственные агентства	18,25	100,0	KC	1,25	18.10.2026	—	101,0	ruAAA/AAA(RU)
МегаФон_Б0-002P-10 (RU000A10D1W2)	Связь и телекоммуникации	—	99,9	KC	1,15	29.10.2027	—	30,0	ruAAA/AAA(RU)
Металлоинвест_002P-01 (RU000A10C725)	Черная металлургия	—	99,9	KC	1,65	12.07.2028	—	55,0	-/AA+(RU)
МКПАО Яндекс_001P-01 (RU000A10BF48)	Холдинги	—	100,9	KC	1,70	11.04.2027	—	40,0	ruAAA/AAA(RU)
МТС_002P-05 (RU000A1083W0)	Связь и телекоммуникации	—	98,7	KC	1,30	23.09.2027	—	25,0	ruAAA/AAA(RU)
РЖД_001P-28R (RU000A106ZL5)	Железнодорожный транспорт	18,07	99,8	RUONIA	1,20	20.09.2030	—	45,0	ruAAA/AAA(RU)
Россети Ленэнерго_001P-01 (RU000A107EC7)	Электроэнергетика	17,65	99,9	KC	1,15	27.11.2027	—	10,0	ruAAA/AAA(RU)
Ростелеком_001P-21R (RU000A10DCJ9)	Связь и телекоммуникации	—	99,9	KC	1,45	22.10.2027	—	30,0	ruAAA/AA+(RU)
Росэксимбанк_002P-04 (RU000A1077V4)	Банки	20,00	100,1	KC	2,00	03.11.2033	17.11.2026	20,0	ruAA+/AA+(RU)
РусГидро_Б0-002P-01 (RU000A10A349)	Электроэнергетика	—	100,9	KC	2,00	04.11.2026	—	40,0	ruAAA/AAA(RU)
СИБУР Холдинг_001P-02 (RU000A10A7H3)	Химическая и нефтехимическая промышленность	—	101,1	KC	2,50	23.11.2026	—	9,9	ruAAA/AAA(RU)

Данные по состоянию на 11.11.2025
Источник: Cbonds, оценки АТОН

Наши фавориты среди валютных облигаций

Выпуск (ISIN)	Отрасль	Текущий купон, %	Цена	Доходность, % ⁽¹⁾	Дюрация, лет	Валюта	Объем, млн	Погашение	Колл-опцион	Рейтинг эмитента («Эксперт РА» / АКРА)
Акрон, БО-001P-07 (RU000A10B347)	Удобрения	10,50%	103,1	7,58%	1,0	CNY	1 600	31.08.2027	—	ruAA/-
Акрон, БО-002P-01 (RU000A10DBZ7)	Удобрения	7,70%	100,2	7,89%	2,9	USD	150	14.03.2029	—	ruAA/-
Атомэнергпром, 01P-06 (RU000A10C3M0)	Электроэнергетика	7,20%	100,4	7,27%	3,2	USD	600	13.07.2029	—	ruAAA/AAA(RU)
ВЭБ.РФ, ПБО-002P-54B (RU000A10CTX6)	Институты развития и государственные агентства	7,15%	99,9	7,41%	4,1	USD	600	31.08.2030	—	-/AAA(RU)
Газпром Капитал, БО-003P-13 (RU000A10BFM0)	Нефтегазовая отрасль	7,65%	101,1	7,40%	2,3	USD	350	02.05.2028	—	ruAAA/AAA(RU)
Газпром Капитал, БО-003P-19 (RU000A10CP52)	Нефтегазовая отрасль	6,40%	98,9	7,30%	1,7	CNY	5 000	30.08.2027	—	ruAAA/AAA(RU)
Газпром Капитал, 3Q3Q-1-D (RU000A105SG2)	Нефтегазовая отрасль	3,25%	84,5	7,69%	3,9	USD	1 464	25.02.2030	—	ruAAA/AAA(RU)
Газпром Нефть, 005P-01R (RU000A10D483)	Нефтегазовая отрасль	7,50%	101,3	7,31%	3,0	USD	210	29.03.2029	—	ruAAA/AAA(RU)
ГМК Норильский никель, БО-001P-14-USD (RU000A10CRC4)	Цветная металлургия	6,40%	98,2	7,22%	3,4	USD	850	26.08.2029	—	ruAAA/-
ГТЛК, 3Q27-D (RU000A107B43)	Лизинг и аренда	4,65%	93,5	10,22%	1,3	USD	347	10.03.2027	—	ruAA-/AA-(RU)
Металлоинвест, 001P-12 (RU000A10B0C8)	Черная металлургия	10,20%	103,9	7,29%	1,2	CNY	1 500	23.02.2027	—	-/AA+(RU)
Металлоинвест, 002P-02 (RU000A10CSG3)	Черная металлургия	6,30%	96,3	7,49%	4,1	USD	100	24.08.2030	—	-/AA+(RU)
НОВАТЭК, 001P-05 (RU000A10C9Y2)	Нефтегазовая отрасль	7,00%	99,4	7,41%	3,6	USD	750	11.01.2030	—	ruAAA/AAA(RU)
ПИК-Корпорация, 001P-05 (RU000A105146)	Строительство зданий	5,63%	95,0	11,22%	1,0	USD	395	19.11.2026	—	-/AA-(RU)
Плюс, 3Q28-D (RU000A108P79)	Добыча драгоценных металлов	3,25%	89,6	7,41%	2,8	USD	451	14.10.2028	—	ruAAA/-
СИБУР Холдинг, 001P-08 (RU000A10CMR3)	Химическая и нефтехимическая промышленность	6,65%	99,0	7,17%	4,1	USD	400	08.08.2030	—	ruAAA/AAA(RU)
ФосАгро, БО-02-04 (RU000A10CZ68)	Удобрения	7,00%	99,6	7,38%	2,6	USD	250	12.10.2028	—	ruAAA/AAA(RU)
Эн+ Гидро, 001PC-08 (RU000A10D301)	Электроэнергетика	7,80%	100,0	8,09%	1,3	CNY	1 000	06.04.2027	—	-/-

Данные по состоянию на 11.11.2025

Источник: Cbonds, оценки АТОН

Примечание: (1) Возможный доход при условии выполнения эмитентом своих обязательств, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Рынок акций и количественный анализ

Год минувший (2025)

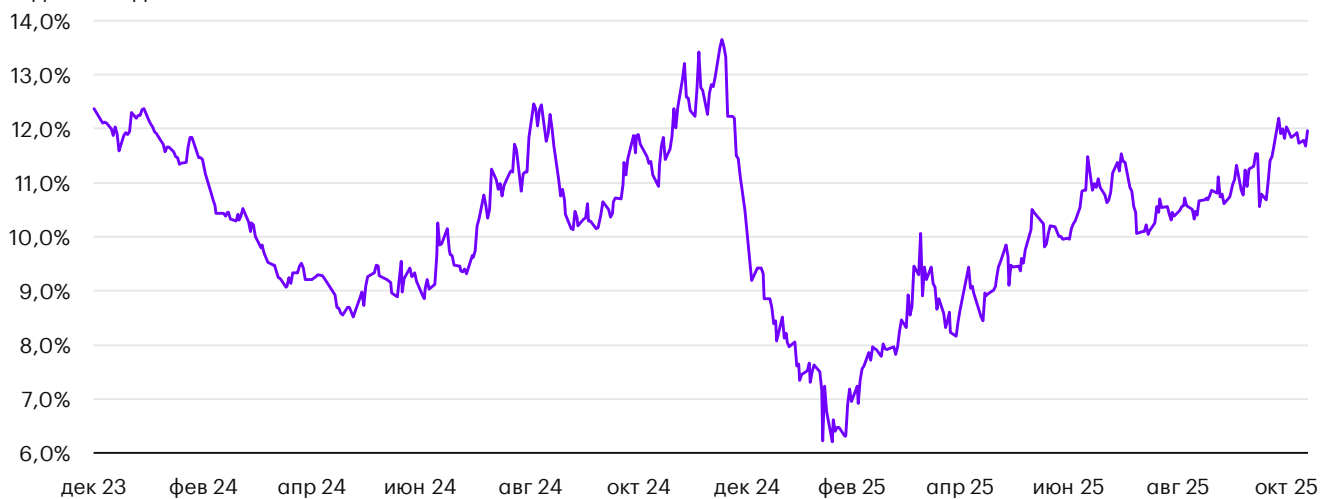
Индекс Московской биржи завершает 2025 год с результатом -12,4% год к году, на уровне 2 526 пунктов (по состоянию на 14.11.2025). Ровно год назад в нашей очередной стратегии мы прогнозировали рост индекса в 2025 году до уровней 3300–3500 пунктов.

Формально, в конце февраля 2025 года индекс действительно достиг пика в 3370 пунктов на фоне ожиданий геополитической разрядки. Однако эти ожидания не оправдались, и с тех пор рынок двигался вниз, лишь изредка показывая кратковременные отскоки.

Причин для пессимистичных настроений инвесторов было немало:

Рост премии за риск

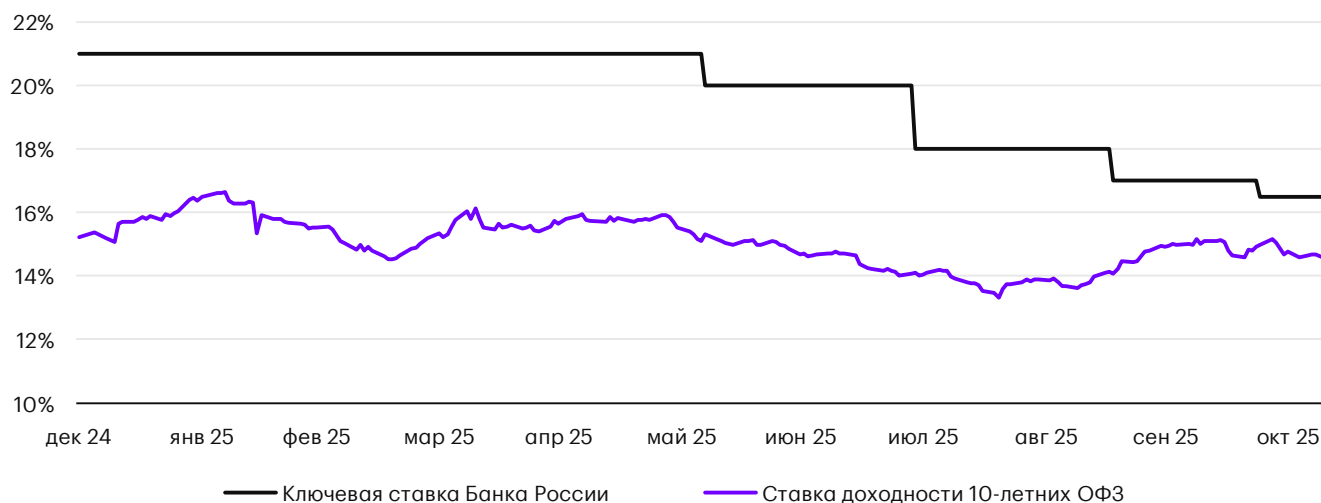
Отсутствие позитивных геополитических новостей привело к росту премии за риск инвестирования в российские акции. Если исторически она составляла в среднем 6–8%, то сейчас, по нашим оценкам, поднялась до 10–12%.



Замедленное снижение доходности «длинных» ОФЗ

Несмотря на то, что ключевая ставка с начала 2025 года снизилась на 4,5 п.п. до 16,5%, доходности «длинных» выпусков ОФЗ остались на уровне начала года в ~15%. Именно они выступают ориентиром для безрисковой ставки (risk-free rate), которая используется в оценке стоимости акций.

Динамика ключевой ставки и доходность 10-летних ОФЗ



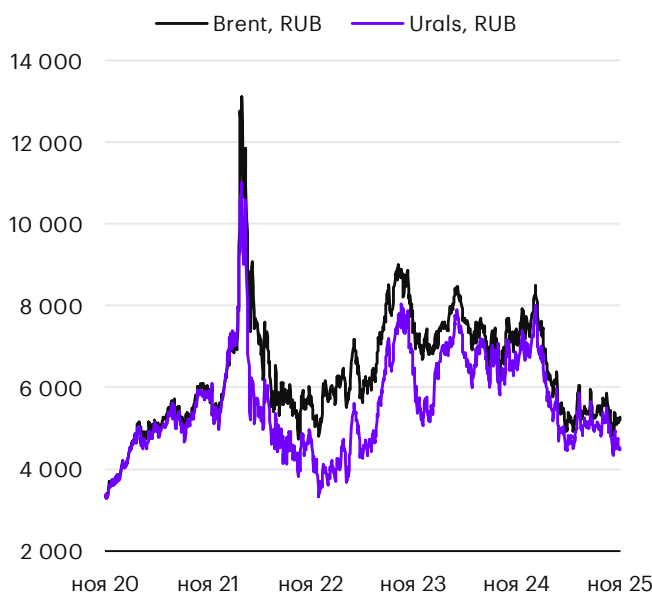
Источник: оценки и прогнозы АТОН, ЦБ РФ, Мосбиржа

Сокращение прибылей компаний

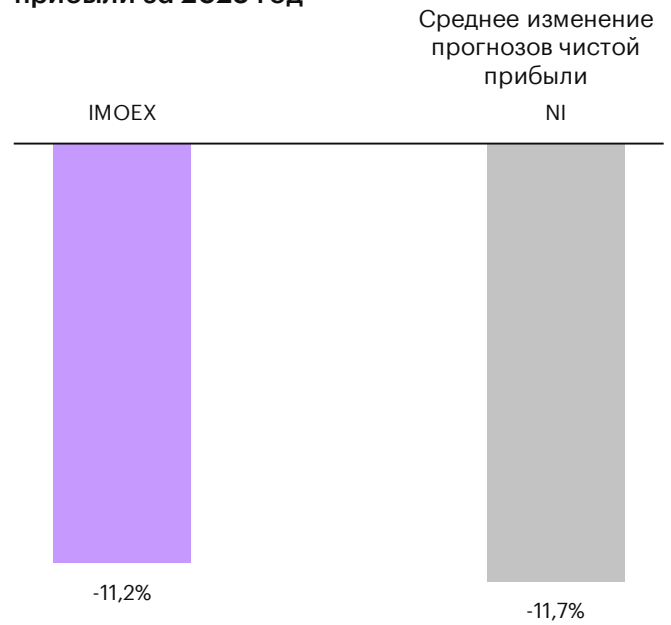
Замедление экономического роста, крепкий рубль и падение цен на нефть привели к сокращению прибыли многих российских публичных компаний. Наши текущие оценки (на ноябрь 2025 года) чистой прибыли компаний, которые мы анализируем, за весь 2025 год оказались в среднем на 20% ниже относительно наших же прогнозов, которые мы публиковали в предыдущей годовой стратегии

на 2025 год. В первую очередь, хуже ожиданий оказались результаты экспортеров (нефтяные компании и металлургический сектор), для которых мы моделировали более слабый курс рубля относительно доллара США (-90 рублей).

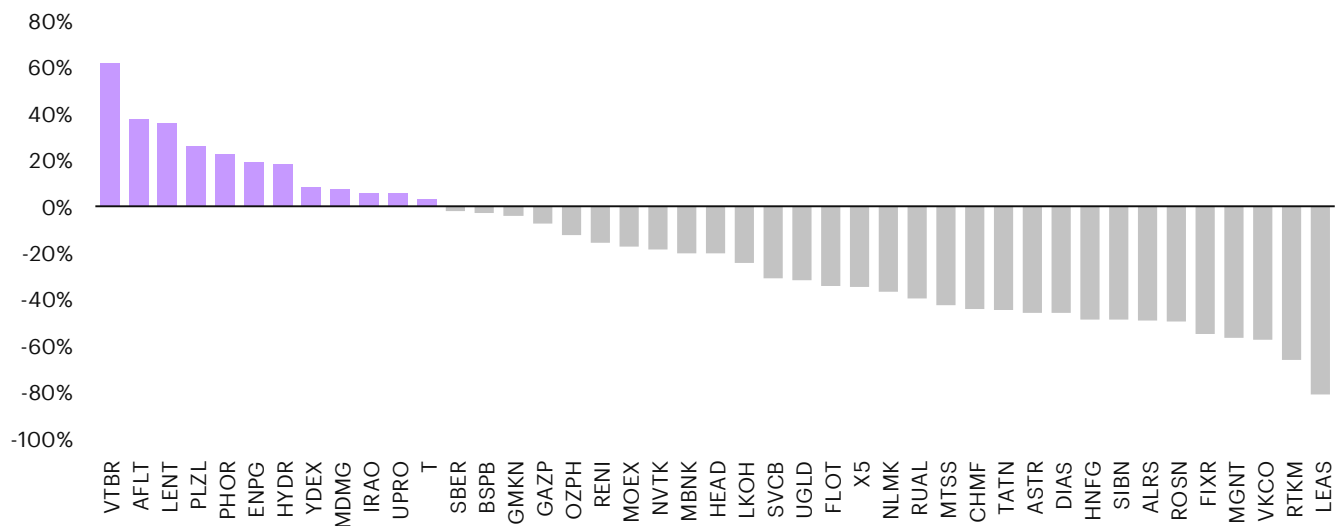
Динамика цены Brent и Urals в рублях



Динамика Индекса Московской биржи и среднее изменение прогнозов чистой прибыли за 2025 год



Изменение прогнозов аналитиков АТОН по чистой прибыли компаний относительно начала 2025 года



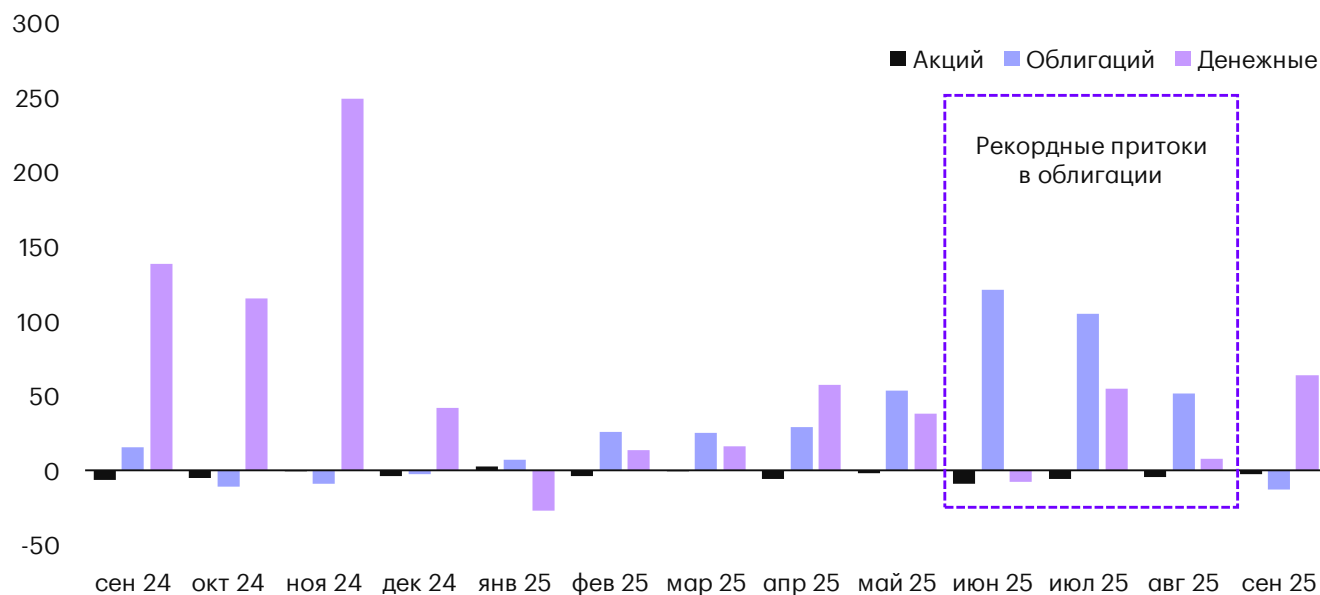
Источник: оценки и прогнозы АТОН, ЦБ РФ, Мосбиржа, данные компаний

Высокая привлекательность облигаций

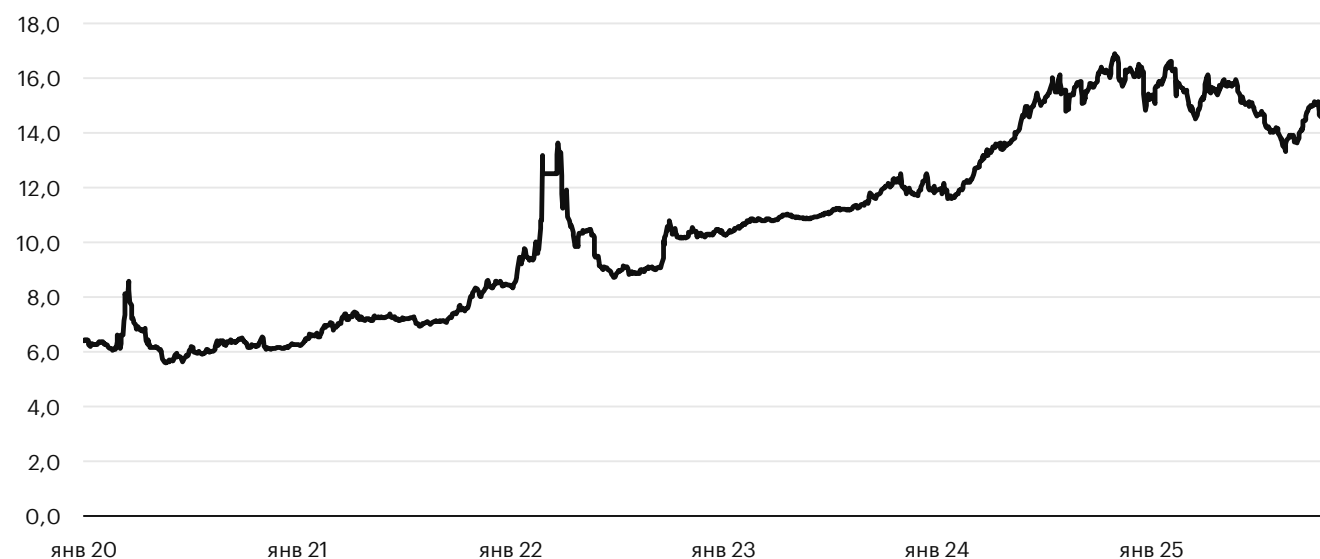
Во второй половине 2025 года многие россияне столкнулись с окончанием срока действия депозитов, открытых в период высоких процентных ставок. Новые ставки оказались менее привлекательными (хотя они все еще относительно высоки по сравнению с уровнем 2019-2020 годов), и часть сбережений была перенаправлена в облигации — в первую

очередь в ОФЗ. Исключительно высокая доходность на рынке облигаций сделала этот инструмент более привлекательным по соотношению «риск/доходность» по сравнению с акциями. В частности, в отдельные месяцы чистые притоки в облигации превышали 100 млрд рублей в месяц, в то время как в акциях наблюдается ежемесячный отток.

Динамика притока/оттока средств в фонды, млрд руб.



Доходность к погашению «длинных» ОФЗ (10 лет), %



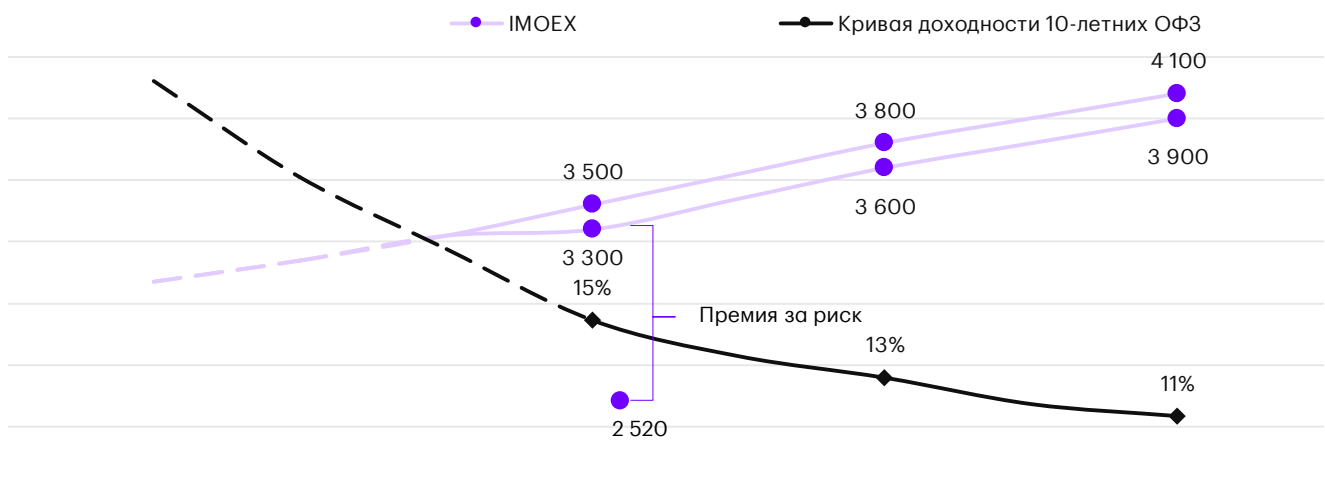
Источник: Investfunds, ЦБ РФ, оценки и прогнозы АТОН

Год грядущий (2026)

На 2026 год мы сохраняем основной прогноз по индексу Московской биржи без изменений — на уровне 3300–3500 пунктов, что предполагает средний потенциал роста около 30% относительно текущего уровня индекса (2520 пунктов). Одной из ключевых причин неизменности нашего прогноза является то, что фундаментальные факторы, на которых он базировался год назад, существенно не изменились. Мы по-прежнему исходим из предположения, что доходность «длинных» ОФЗ, которые мы используем в качестве безрисковой ставки, будет находиться на уровне около 14,0–15,0%,

а нормализованная премия за риск инвестирования в акции (без учета геополитических факторов) — около 7,0%. Наш прогноз также предполагает средний курс рубля на уровне 90 рублей за доллар. Определенные риски для реализации нашего прогноза несут компании экспортно-ориентированных отраслей (нефтегазовой и металлургической), которые занимают доминирующий вес в индексе. Снижение цен на сырьевые товары и более крепкий рубль вновь могут помешать достижению целевого уровня.

Оценка зависимости уровня индекса Московской биржи от доходности «длинных» ОФЗ



Основания для сохранения нашего прогноза следующие:

Продолжение цикла снижения ключевой ставки

ЦБ закладывает пока относительно широкий среднегодовой диапазон ключевой ставки в 2026 году — 13–15% и к концу 2026 года, по нашему мнению, ставка может снизиться до 12–13%. Вслед за ней снизятся ставки по депозитам и доходности облигаций. При снижении доходности облигаций частные инвесторы, вероятно, начнут активнее вкладываться в акции российских компаний,

особенно те, которые платят стабильные дивиденды с доходностью выше 10–12% и демонстрируют устойчивый рост бизнеса. Важно напомнить, что доля акций в свободном обращении на рынке (free float) относительно мала — около 3 трлн руб. Поэтому даже приток в размере 100–200 млрд руб. (что сопоставимо с месячными притоками в облигации) способен заметно повлиять на котировки.

Изменение прогнозов ЦБ по динамике ключевой ставки

Дата пересмотра прогноза	2025	2026	2027
октябрь 2024	17,0–20,0%	12,0–13,0%	7,5–8,5%
февраль 2025	19,0–22,0%	13,0–14,0%	7,5–8,5%
апрель 2025	19,5–21,5%	13,0–14,0%	7,5–8,5%
июль 2025	18,8–19,6%	12,0–13,0%	7,5–8,5%
октябрь 2025	19,2%	13,0–15,0%	7,5–8,5%

Потенциальное снижение премии за риск инвестирования в акции

Текущая премия за риск инвестирования в акции выглядит выше средней (см. стр. 22) и, вероятно, связана с сохранением геополитической напряженности. Мы полагаем, что при отсутствии ухудшений геополитической ситуации возможен ее

возврат к среднему историческому уровню — около 7,0%. По нашим расчетам, это соответствует росту индекса до 3500 пунктов. Текущий уровень индекса указывает на премию за риск порядка 10–12%.

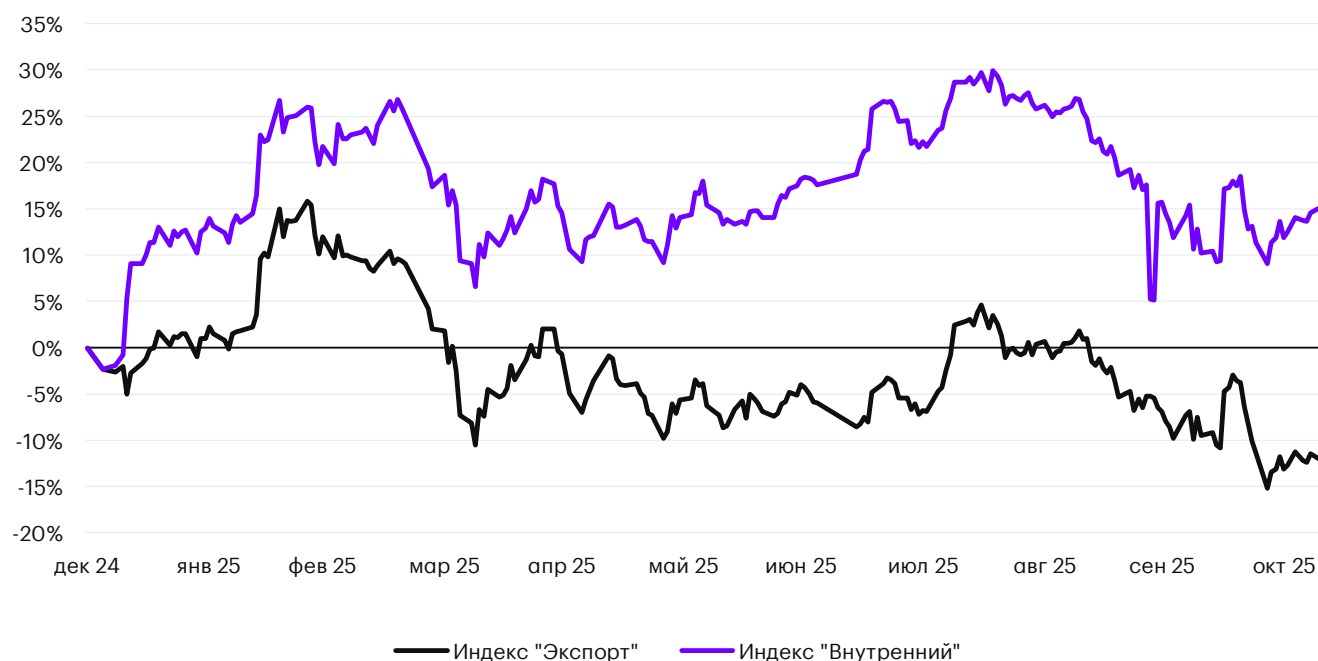
Фокус на компаниях, ориентированных на внутренний рынок

В 2026 году мы продолжаем отдавать предпочтение компаниям, ориентированным на внутренний спрос. Мы ожидаем, что их динамика будет превосходить как экспортеров, так и индекс в целом — аналогично тому, что мы наблюдали в 2025 году.

Рассчитанный нами индекс экспортных компаний с начала 2025 года показал падение на 10% против роста в индексе компаний с бизнесом внутри России на 16%. Для расчета динамики индексов использовалась динамика суммы капитализации free-float компаний, входящих в индекс Мосбиржи.

Для наглядности мы разделили компании, которые входят в состав индекса Московской биржи, на две составляющих – индекс компаний внутренних секторов и компаний, ориентированных на экспорт.

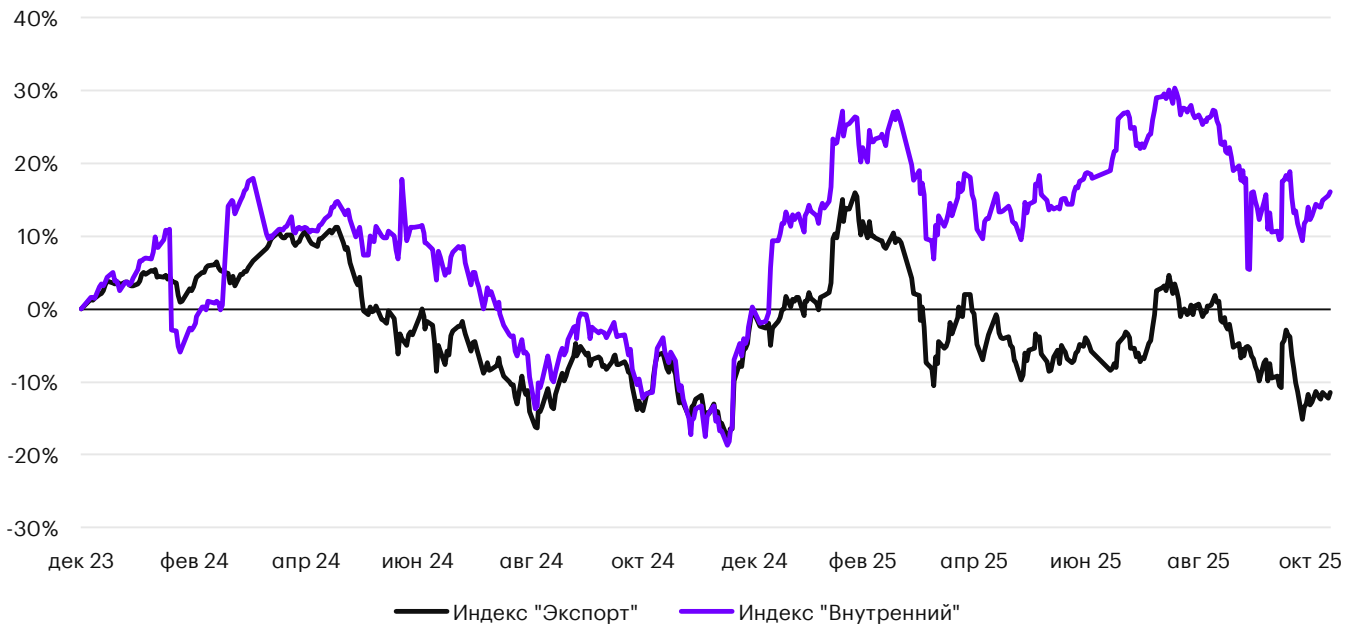
Динамика индекса «внутренних» компаний и экспортеров с начала 2025 года



Если взять индексы с начала 2024 года, то акции экспортеров снизились на 10% против роста на 23% в индексе компаний с бизнесом внутри России. Подобная динамика может отражать большее количество факторов, негативно влияющих

на экспортеров, включая более существенное влияние внешних ограничений на бизнес, а также зависимость финансовых результатов от курса рубля.

Динамика индекса «внутренних» компаний и экспортеров с начала 2024 года



Фокус на компании, которые способны быстро расти

В условиях замедления темпов роста экономики и снижения доходов экспортеров, важно также иметь в инвестиционных портфелях компании, которые могут показать сильный рост доходов в 2026 году.

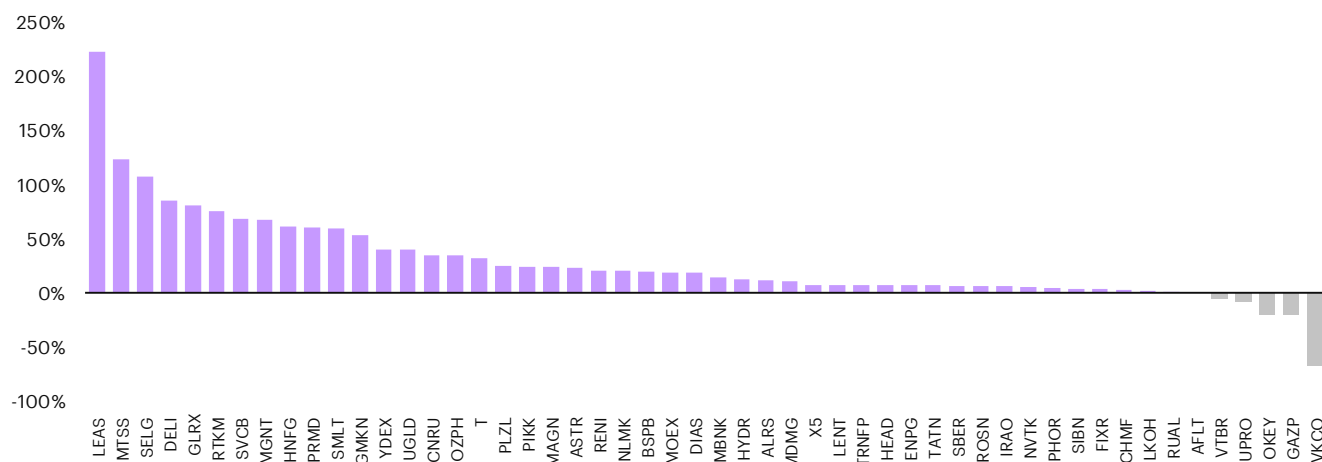
Ниже мы ранжируем публичные компании, которые мы анализируем и по которым рассчитываем прогнозные показатели (ЕВITDA и чистую прибыль) на следующий год.

Динамика изменения прогнозной ЕВITDA компаний в 2026 год относительно 2025 года, %



Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано. Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Динамика прогнозной чистой прибыли компаний на 2026 год относительно 2025 года, %



Альтернативные сценарии развития ситуации на рынке акций

Как мы указали выше, одним из ключевых драйверов роста российского рынка акций является снижение премии за риск инвестирования в акции, которая в настоящий момент находится выше исторических значений. При этом ее динамика зависит от настроений инвесторов и труднопрогнозируемых внешних факторов, включая геополитические. Этим она существенно отличается от безрисковой ставки,

основанной на доходности «длинных» ОФЗ, динамика которой тесно связана с макроэкономическими параметрами, прогнозами и ДКП.

Соответственно, помимо основного сценария, мы представляем два альтернативных сценария развития ситуации на рынке акций в 2026 году: статус-кво и оптимистичный.

Статус-кво: индекс Московской биржи в диапазоне 2 400–2 600 пунктов

В рамках этого сценария мы предполагаем, что общая экономическая ситуация в России и настроения инвесторов не улучшатся относительно 2025 года. В частности:

- показатели доходности «длинных» ОФЗ сохраняются на текущем уровне — около 15,0%;
- геополитическая напряженность остается высокой, что поддерживает повышенную премию за риск инвестирования в акции (выше 10%);
- дальнейшее усиление санкций, сохранение дисконта российской нефти к мировым ценам и относительно крепкий рубль сдерживают рост доходов компаний, прежде всего ориентированных на внешние рынки.

В этом сценарии мы полагаем, что динамику лучше рынка смогут показать крупные компании с высоким уровнем корпоративного управления и наиболее высокими темпами роста прибыли, к которым мы относим, например, «Яндекс», Ozon и «Т-Технологии».

Оптимистичный сценарий: индекс Московской биржи — 3 800–4 000 пунктов

В рамках этого сценария мы исходим из предположения, что в 2026 году макроэкономические и геополитические факторы складываются в благоприятную картину:

- стабильное замедление инфляции позволяет Банку России продолжать снижать ключевую ставку, и, согласно прогнозам регулятора, к началу 2027 года она опускается ниже 12%; соразмерно снижается доходность «длинных» ОФЗ;
- премия за риск инвестирования в акции возвращается к нормальному уровню — 7,0–8,0%;
- нормализация процентных ставок стимулирует рост потребления;
- динамика корпоративных доходов ускоряется относительно 2025 года и выше наших прогнозов;
- мультипликатор P/E переоценивается относительно других крупных развивающихся рынков — выше 8,0х.

В этом сценарии растет большинство российских компаний практически во всех секторах и выделить явных фаворитов сложно. Тем не менее наш базовый фокус-лист выглядит актуальным и в этом сценарии.

Компании-бенефициары геополитической стабилизации

В условиях возможного прогресса в мирных переговорах между Россией и Украиной рассматриваем какие компании могут потенциально выиграть от завершения конфликта. Наиболее положительным эффектом может быть для нефтегазовой отрасли, также от мирного соглашения и снятия санкций могут выиграть компании финансового сектора, транспортные компании и представители сектора металлов и добычи.

Компания (тикер)	Рын. кап-я, млрд руб.	Целевая цена, руб. ⁽¹⁾	Потенциал роста ⁽²⁾	Рейтинг ⁽³⁾
НОВАТЭК (NVTK RX)	3 271	1 500	39%	ВЫШЕ РЫНКА
Газпром (GAZP RX)	2 797	150	27%	НЕЙТРАЛЬНО

Снятие санкционных ограничений может вновь открыть Газпрому доступ на премиальный европейский рынок, что может повысить рентабельность продаж и нарастить объемы экспортных поставок. Для НОВАТЭКа снятие ограничений может позволить снова использовать европейский перевалочный пункты и повысить цены реализации СПГ с санкционных проектов. Получение ледовых танкеров Arc7, необходимых для зимних поставок с Арктик СПГ-2, может упростить логистическую цепочку и позволить увеличить производство на Арктик СПГ-2 и общие продажи.

ЛУКОЙЛ (LKOH RX)	3 155	6 000	17%	НЕЙТРАЛЬНО
Роснефть (ROSN RX)	4 051	450	18%	НЕЙТРАЛЬНО

Снятие санкционных ограничений с российских нефтегазовых компаний может оказать негативное влияние на мировые нефтяные цены, однако при этом может способствовать снижению текущего дисконта российской нефти марки Urals вплоть до исторических значений в \$1-2. Для «Роснефти» такой сценарий способствовал бы развитию «Восток Ойла» и привлечению иностранных участников в этот проект. Для ЛУКОЙЛа снятие санкционных ограничений позволило бы отказаться от продажи иностранных активов и улучшить их интеграцию с российским производственным кластером.

Норникель (GMKN RX)	1 894	165	33%	ВЫШЕ РЫНКА
РУСАЛ (RUAL RX)	443	40	37%	НЕЙТРАЛЬНО

Нормализация расчетов может помочь «Норникелю» снизить оборотный капитал млрд долларов до примерно 1 млрд долларов, что позитивно скажется на свободном денежном потоке. Для РУСАЛа в условиях повышенной долговой нагрузки доступ к мировым рынкам капитала может положительно сказаться на стоимости долга. Возможная отмена ограничений на поставки российского алюминия в Европу может позитивно сказаться на результатах компании.

Юнипро (UPRO RX)	86	1,85	36%	НЕЙТРАЛЬНО
-------------------------	-----------	-------------	------------	-------------------

Снятие внешнего управления может позволить компании вернуться к выплате дивидендов.

Совкомфлот (FLOT RX)	170	90	26%	НЕЙТРАЛЬНО
-----------------------------	------------	-----------	------------	-------------------

Снятие санкций с флота, возобновления международных операций компании, отмена дисконтов по ставкам за фрахт, возможность получать финансирование от международных банков и заказывать новые суда.

Мосбиржа (MOEX RX)	370	190	17%	НЕЙТРАЛЬНО
---------------------------	------------	------------	------------	-------------------

Отмена санкций на НРД. Возможность восстановить торги валютами долларом и евро, возвращение иностранных инвесторов.

Аэрофлот (AFLT RX)	201	60	19%	НЕЙТРАЛЬНО
---------------------------	------------	-----------	------------	-------------------

Восстановление международных полетов, в том числе в Европу и США. Возможность закупать новые самолеты Boeing и Airbus.

СПБ Биржа (SPBE RX)	—	—	—	НЕТ РЕЙТИНГА
----------------------------	----------	----------	----------	---------------------

Возможность восстановления торговли иностранными ценными бумагами.

(1) Целевая цена акции прогнозируется на конец 2026 года. Она рассчитывается аналитиками ООО «АТОН» на основании собственных финансовых моделей. Цена зависит от использования разных переменных, сценариев развития и ставок дисконтирования. Данные целевой цены не являются гарантированными. (2) Потенциал роста рассчитывается как отношение величины целевой цены акции к текущей цене акции. (3) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Данные представлены на 14.11.2025.

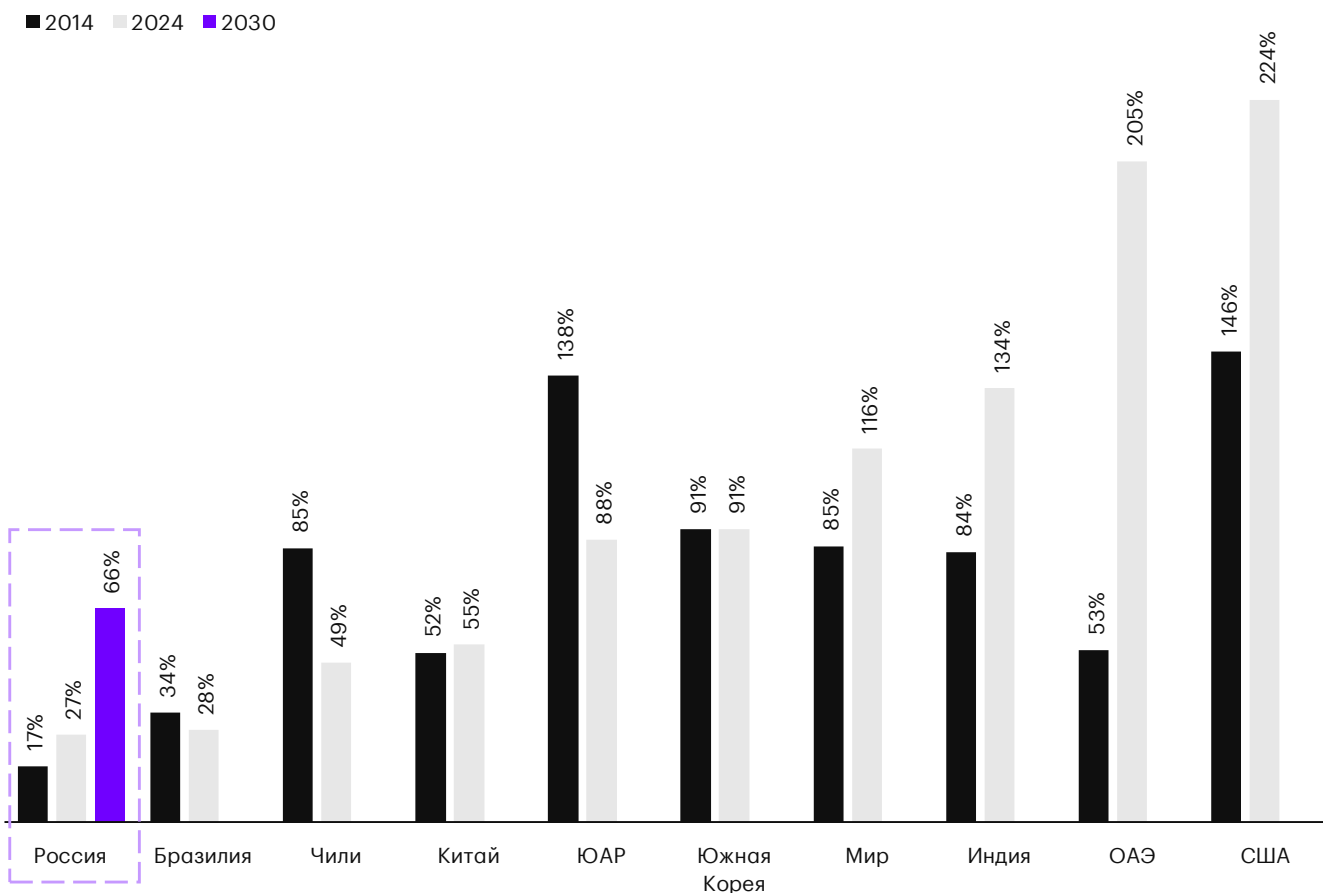
Низкий уровень капитализации к ВВП

Развитие фондового рынка – один из важных приоритетов для правительства. В частности, президент РФ поставил задачу к 2030 году увеличить капитализацию российского рынка акций относительно ВВП до 66%. Сейчас этот показатель, по нашим оценкам, составляет всего 27%. Для сравнения, отношение капитализации рынка к ВВП в других крупных экономиках колеблется от 40% до 100%.

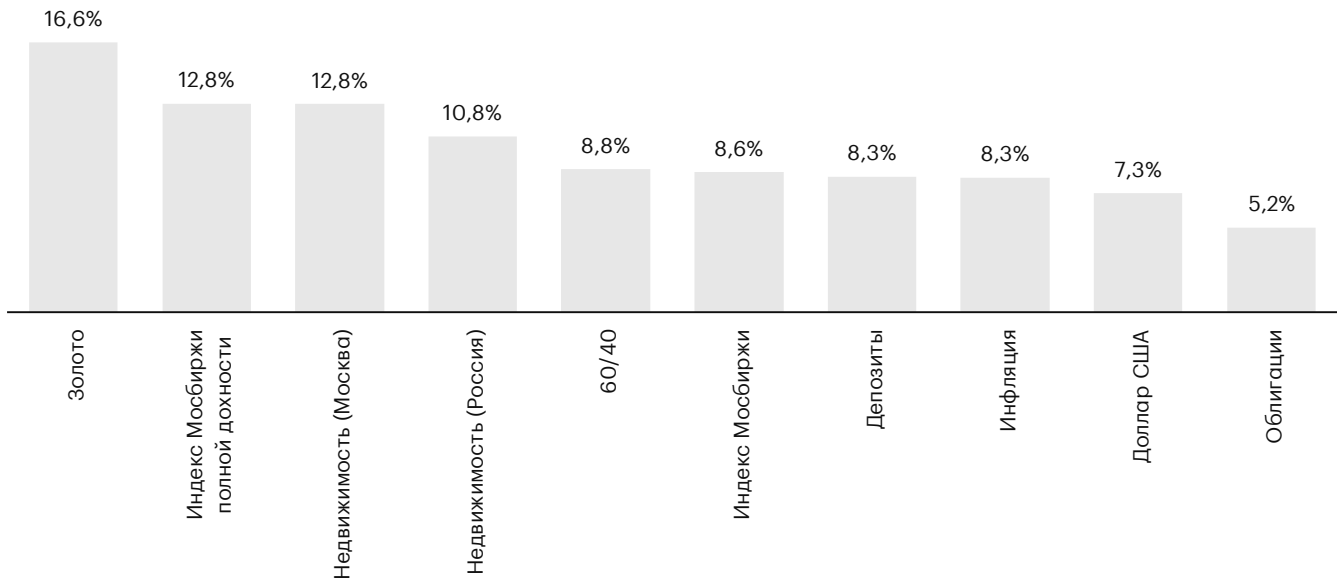
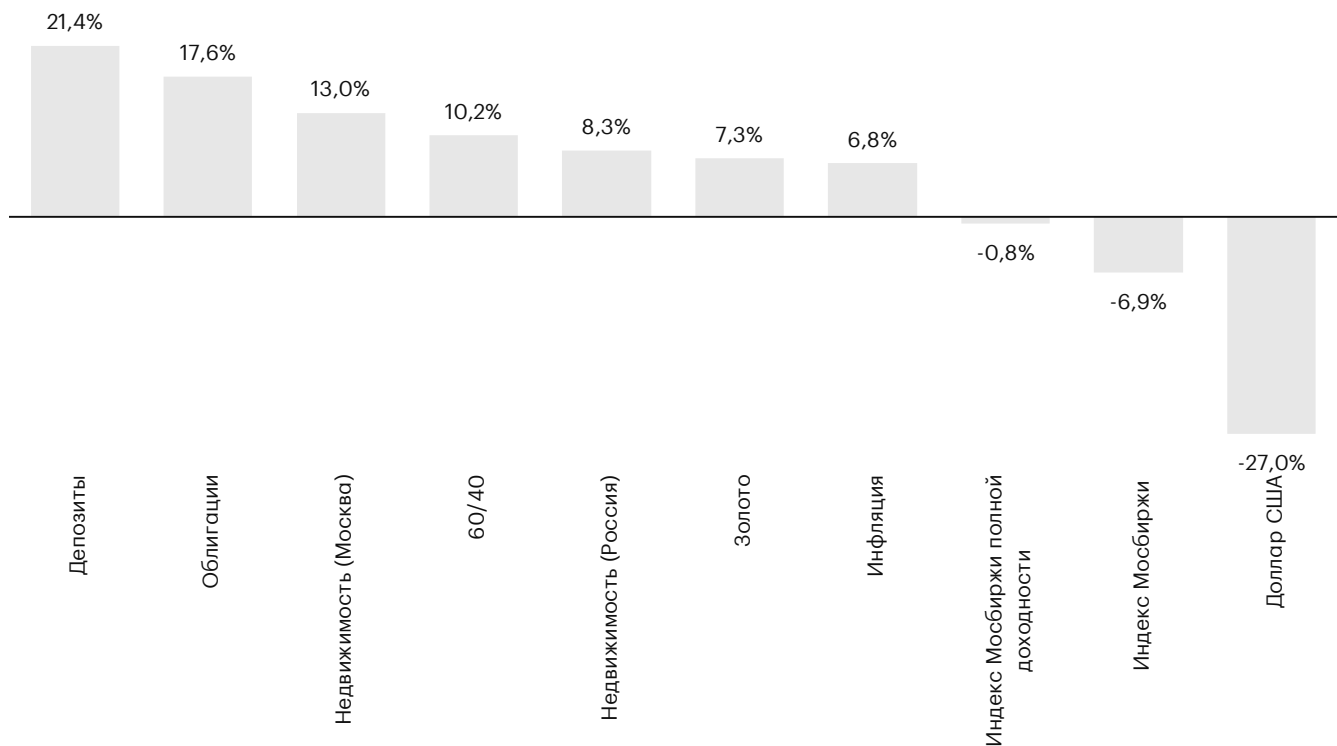
Достижение этой очень амбициозной цели возможно двумя путями: за счет роста капитализации существующих компаний и проведения публичных размещений новых, включая государственные компании.

В 2025 году этот процесс начался. Во-первых, первичное размещение провела государственная финансовая Группа ПАО «ДОМ.РФ», а также относительно небольшой девелопер GloraX. В 2026 году на биржу могут выйти еще 10-20 новых эмитентов при условии роста интереса инвесторов к российским акциям и общего роста фондового рынка. Кроме того, ЦБ РФ прикладывает усилия к повышению уровня корпоративного управления в публичных компаниях, в том числе в реализации дивидендных политик. Мы полагаем, что со временем эти усилия окупятся дополнительным притоком средств частных инвесторов на рынок акций.

Оценка рыночной капитализации относительно ВВП, %⁽¹⁾



(1) Данные по России рассчитаны на 2014 г. (синий цвет), на конец 2024 г. (серый цвет) и цели 66% к 2030 г. в рамках [послания президента](#) В.В. Путина Федеральному собранию; Источник: Росстат, Мосбиржа, World Bank, оценки и прогнозы АТОН

Средняя годовая доходность по классам активов за 20 лет (2004-2024)⁽¹⁾Доходность разных классов активов в рублях в 2025 году⁽²⁾

(1) Доходность активов рассчитана по следующим источникам: золото — [Investing.com](https://www.investing.com); индекс Мосбиржи — Московская биржа; недвижимость — средняя цена квадратного метра по данным Росстата; инфляция — Росстат; депозиты — срочные депозиты до 1 года по данным ЦБ; курс доллара — курс на конец года по данным ЦБ; облигации — на основе индекса государственных облигаций (более 5 лет) Cbonds; инвестиционная стратегия 60/40 — предполагает диверсификацию активов по принципу 60% акций (входящие в индекс Мосбиржи) и 40% облигаций (Индекс государственных облигаций Мосбиржи).

(2) Доходность активов рассчитана по следующим источникам: золото — [Investing.com](https://www.investing.com); индекс Мосбиржи — Московская биржа; недвижимость — средняя цена квадратного метра по оценке «Эксперт РА» и прогноз из [источника СМИ](#); инфляция — Росстат; депозиты — срочные депозиты до 1 года по данным ЦБ; курс доллара — курс на конец года по данным ЦБ; облигации — на основе индекса государственных облигаций (более 5 лет) Cbonds; инвестиционная стратегия 60/40 предполагает диверсификацию активов по принципу: 60% акций (входящие в индекс Мосбиржи) и 40% облигаций (Индекс государственных облигаций Мосбиржи).

Расчеты представлены на 30.09.2025

Доходность разных классов активов в рублях, в годовом сравнении⁽¹⁾

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Индекс МосБиржи	67,5%	11,5%	(67,2%)	121,1%	23,2%	(16,9%)	5,2%	2,0%	(7,1%)	26,1%	26,8%	(5,5%)	12,3%	28,6%	8,0%	15,1%	(43,1%)	43,9%	(7,0%)	(6,9%)
Индекс МосБиржи полной доходности	69,8%	12,7%	(66,6%)	126,1%	25,3%	(14,5%)	8,8%	6,3%	(1,8%)	32,3%	32,8%	(0,2%)	19,1%	38,5%	14,8%	21,8%	(37,3%)	53,8%	1,6%	(0,8%)
60/40	н. д.	н. д.	н. д.	н. д.	н. д.	(6,2%)	14,3%	5,0%	(9,1%)	32,9%	21,9%	7,1%	10,0%	35,5%	12,5%	9,2%	(22,6%)	32,3%	(1,5%)	10,2%
Курс доллара	(5,8%)	(7,7%)	46,3%	(15,1%)	(1,9%)	1,7%	(0,9%)	17,1%	95,8%	9,6%	(20,3%)	(6,6%)	16,4%	(2,3%)	18,5%	2,2%	(9,7%)	29,3%	27,2%	(27,0%)
Золото	16,0%	20,8%	54,8%	5,6%	27,1%	12,0%	6,1%	(16,0%)	93,0%	(1,8%)	(13,8%)	6,1%	14,6%	15,6%	48,3%	(1,6%)	(9,9%)	46,2%	59,8%	7,3%
Депозиты	8,9%	8,0%	11,2%	11,2%	6,8%	7,8%	8,4%	9,7%	12,3%	8,4%	6,5%	5,3%	5,6%	4,7%	3,4%	5,1%	5,3%	12,8%	14,3%	21,4%
Облигации	н. д.	н. д.	н. д.	н. д.	н. д.	6,1%	22,5%	3,1%	(22,4%)	36,0%	8,5%	14,2%	0,6%	25,8%	8,9%	(9,8%)	(0,6%)	(0,1%)	(6,1%)	17,6%
Инфляция	9,0%	11,9%	13,3%	8,8%	8,8%	6,1%	6,6%	6,5%	11,4%	12,9%	5,4%	2,5%	4,3%	3,1%	4,9%	8,4%	11,9%	7,4%	9,5%	6,8%
Недвижимость Москва	71,3%	27,1%	17,0%	2,7%	8,4%	(6,9%)	4,6%	7,6%	11,0%	1,2%	(9,2%)	(2,6%)	5,0%	10,9%	17,2%	23,1%	25,3%	10,3%	15,9%	13,0%
Недвижимость Россия	43,1%	32,1%	17,5%	(7,4%)	1,9%	2,1%	10,6%	5,9%	6,1%	(1,2%)	(2,3%)	(1,4%)	4,6%	6,0%	12,6%	21,7%	23,7%	8,8%	8,1%	8,3%

(1) Доходность активов рассчитана по следующим источникам: золото — Investing.com; индекс Мосбиржи — Московская биржа; недвижимость — средняя цена квадратного метра по данным Росстата; инфляция — Росстат; депозиты — срочные депозиты до 1 года по данным ЦБ; курс доллара — курс на конец года по данным ЦБ; облигации — на основе индекса государственных облигаций (более 5 лет) Sbonds; инвестиционная стратегия 60/40 предполагает диверсификацию активов по принципу :60% акций (входящие в индекс Мосбиржи) и 40% облигаций (Индекс государственных облигаций Мосбиржи).
Расчеты представлены на 30.09.2025

Ожидаемые дивиденды в 2026 году⁽¹⁾

По наши оценкам, средняя дивидендная доходность российского рынка акций на 2026 год составляет 10%. Топ-5 бумаг с самой высокой ожидаемой дивидендной доходностью: ЦИАН (30%), ВТБ (~28%), Х5 (20%), МТС (17%) и Хэдхантер (16%). При этом для части компаний столь высокие выплаты будут разовыми, и их дивидендные доходности могут нормализоваться в последующие годы.

В целом мы ожидаем, что суммарный объем дивидендов за 2025 год (который будет выплачиваться в течение 2026 года) снизится примерно на 30% относительно суммарных выплат за предыдущий год из-за падения прибыли компаний, прежде всего экспортоориентированных. В частности, по нашим приблизительным оценкам, в ближайшие 12 месяцев крупные публичные компании в совокупности заплатят более 3,4 трлн рублей дивидендов по сравнению с ~4.5 трлн рублей, которые были выплачены за предыдущий год.

Около 40% всех дивидендных выплат, по прогнозам, будет приходиться на нефтегазовый сектор, а 30% — на финансовый сектор. Из общего объема выплат, на акции, находящиеся в свободном обращении, приходится примерно 0,8 трлн рублей дивидендов, по нашим оценкам.

О большинстве дивидендных выплат будет объявлено к лету 2026 года. Однако, некоторые компании планируют выплатить достаточно большие дивиденды в ближайшие 1-2 месяца (до конца 2025 года и начала 2026 года). Среди них особое внимание стоит уделить таким компаниям, как Циан (16% — дивидендная доходность) и Х5 (14% — дивидендная доходность), а также Европлан (10% — дивидендная доходность). В целом, мы констатируем, что дивиденды остаются важной частью инвестиционного кейса публичных компаний, особенно для частных инвесторов.

Дивидендная доходность российских компаний в конце 2025 года и начале 2026 года⁽¹⁾

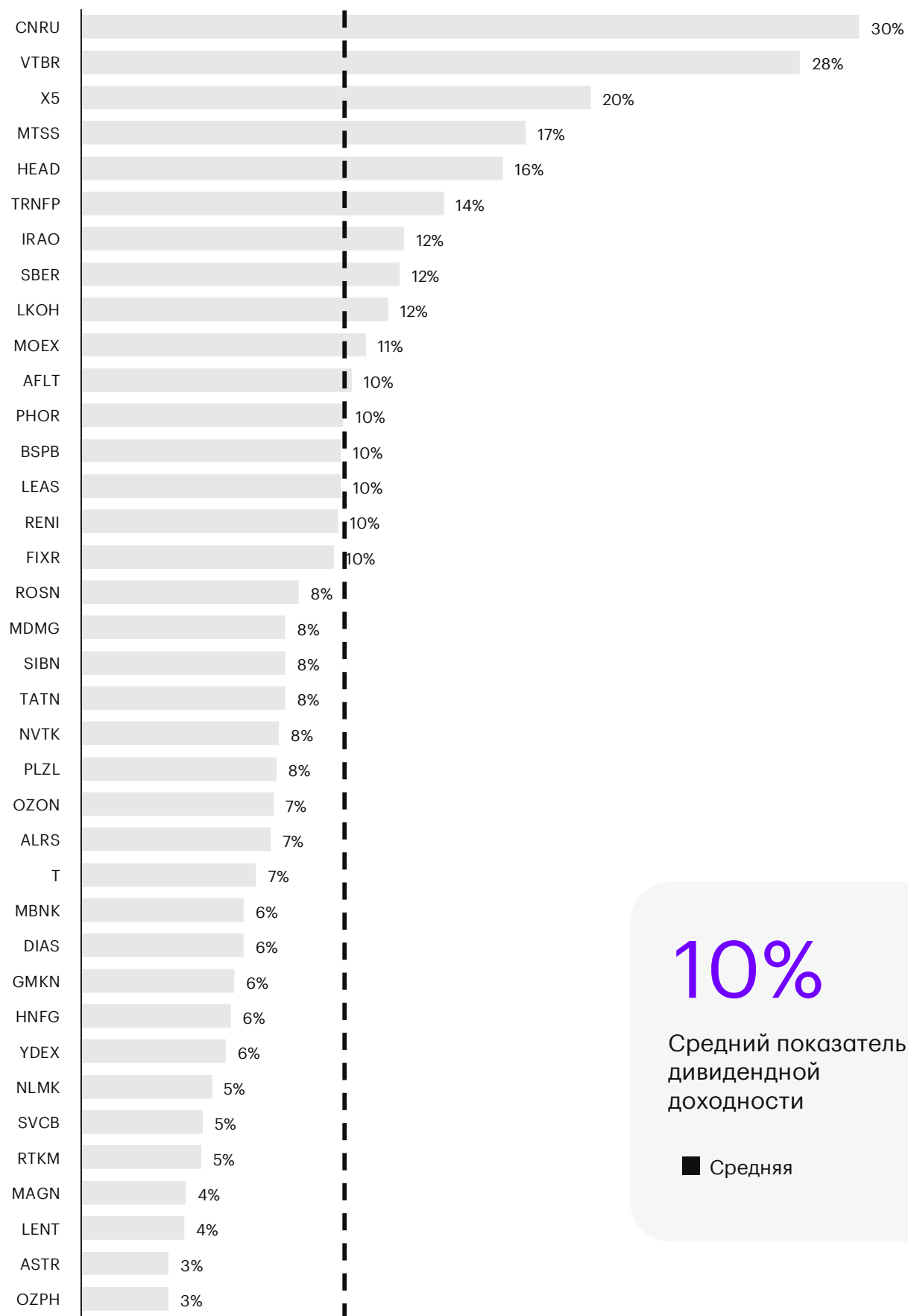
Тикер	Компания	Цена за акцию, руб.	Ближайшая выплата, руб.	Дивидендная доходность ближайшей выплаты	Дата закрытия реестра
SFIN RX	ЭсЭфАй	1 387	902	65,0%	25.12.2025
CNRU RX	Циан	668	104	15,6%	12.12.2025
X5 RX	X5 Group	2 703	368	13,6%	06.01.2026
LEAS RX	Европлан	577	58	10,4%	15.12.2025
RENI RX	Рен. Страхование	100	4,1	4,1%	19.12.2025
OZON RX	Ozon	3 914	143,55	3,7%	22.12.2025
HNFG RX	Henderson	521	12	2,3%	02.12.2025
PLZL RX	Полюс	2 150	36,0	1,7%	22.12.2025
TATNP RX	Татнефть	517	8,13	1,6%	11.01.2026
TATN RX	Татнефть	546	8,13	1,5%	11.01.2026
DIAS RX	Диасофт	1 919	18,0	0,9%	22.12.2025

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются

Источник: данные компаний, оценки и прогнозы АТОН

Ожидаемые дивиденды в следующие 12 месяцев



(1) Ожидания аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются
 Источник: данные компаний, оценки и прогнозы АТОН

Влияние налогов на доходы компаний

Новые налоги и их эффект на финансы компаний

Налоговые инициативы затрагивают сразу несколько отраслей и по-разному влияют на компании. В банковском секторе планируется отмена льгот по НДС, что может увеличить расходы на обработку платежей и эквайринг; по оценкам игроков рынка, совокупный эффект для банков достигает 200 млрд рублей, что составляет около 5-7% прибыли банковской системы.

В добывающих и инфраструктурных секторах изменения носят точечный характер. В 2025 году были повышены ставки НДС для железной руды, алмазов и драгоценных камней; для золота действует дополнительная надбавка в 10% при превышении цены \$1 900/унц. Для «Транснефти» ставка налога на прибыль увеличена до 40% до 2030 года, а для «Газпрома» напротив была отменена ежемесячная надбавка к НДС. При этом инвесторы могут сохранять опасения, что после завершения периода экспортных

пошлин государство может вернуться к обсуждению новых налогов для сырьевых отраслей.

Потребительский и технологический сектора также столкнутся с ростом налоговой нагрузки. В ритейле повышение НДС будет по-разному влиять на динамику EBITDA: продуктовые сети, вероятно, смогут переложить эффект в цены, и влияние на их EBITDA будет умеренным (оцениваем от 0 до -3%), тогда как непродовольственная розница может столкнуться с более заметным снижением (до -5%). Для маркетплейсов изменения налогового режима создают риски замедления роста оборотов, а ИТ-компании окажутся под влиянием повышенных страховых взносов (по нашим оценкам, от -2% до -5% EBITDA).

Введение НДС для банковского сектора

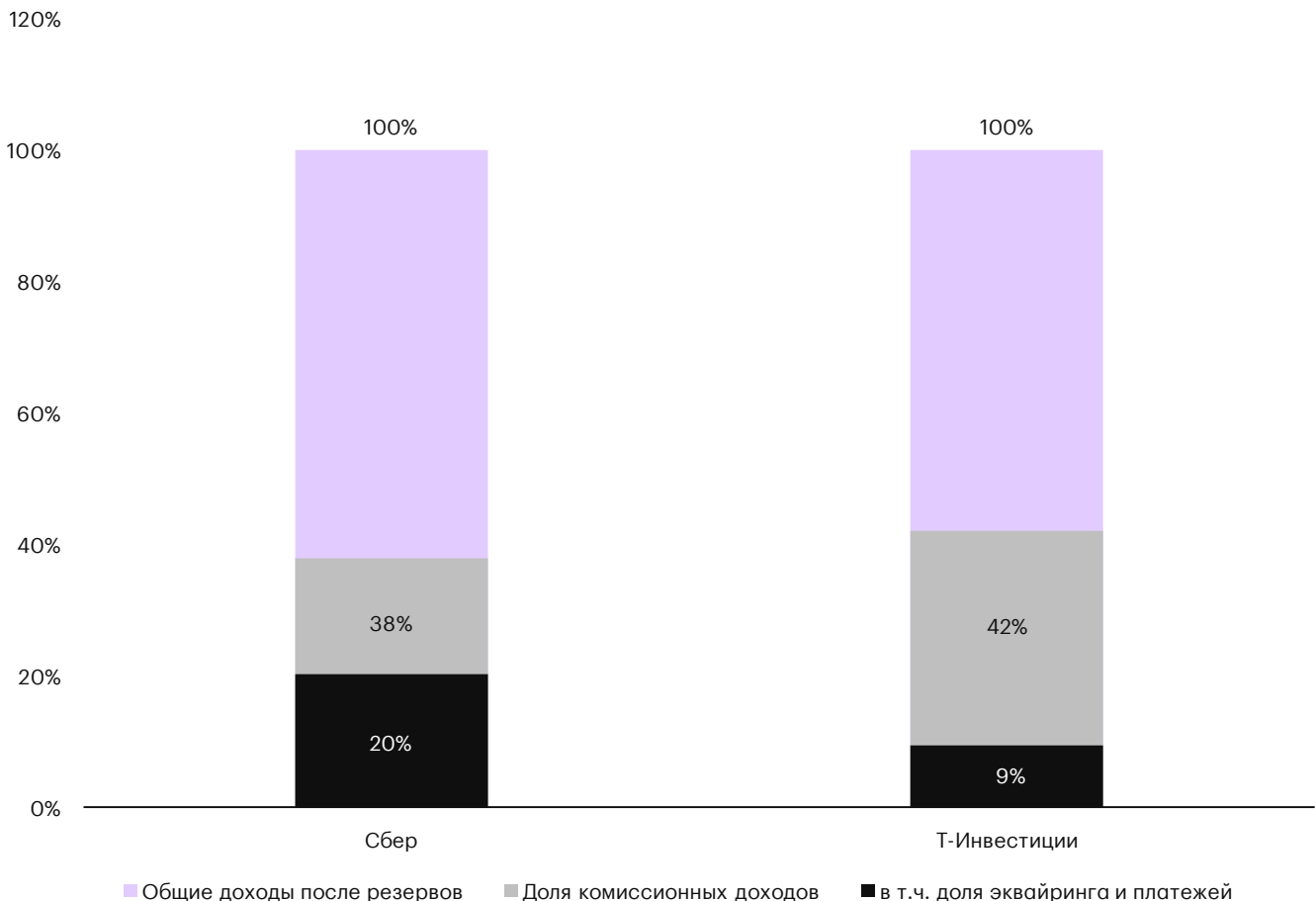
В настоящий момент в банковском секторе действуют льготы по применению НДС, которые планируется отменить с начала 2026 года. В первую очередь это должно коснуться операций с банковскими картами, включая плату за их обслуживание, эквайринг и расчетно-кассовое обслуживание. По оценке топ-менеджмента «Сбера», введение НДС на эквайринг обойдется банку примерно в 200 млрд рублей, что, по нашим расчетам, составляет около 5% чистой прибыли российской банковской системы. При этом «Сбер» является крупнейшим эквайером не только в России, но и в мире, поэтому очевидно, что значительная часть этих расходов придется именно на него. Другим пострадавшим от введения НДС может стать компания «Т-Технологии», у которой доля комиссионных доходов в общих доходах после вычета резервов составляет 42%, а доля эквайринга — около 9% (по итогам 9 месяцев 2025 года).

Открытым остается вопрос, сможет ли банковский сектор полностью переложить рост налоговой нагрузки на потребителя. Если это получится, доходы банковской системы не пострадают. Такая возможность не исключается, так как плательщики

НДС смогут предъявлять его к возмещению. Однако мы допускаем возможность компромиссного сценария, при котором лишь часть налогового бремени (допустим, около половины) будет переложена на клиентов, а оставшаяся часть — компенсирована за счет входящего НДС. Последний у банков невелик, поскольку их собственные расходы по этим продуктам ограничены. Интуитивно можно предположить, что потенциальные чистые расходы для «Сбера» могут составить 50–70 млрд рублей (около 3–4% от прогнозируемой нами чистой прибыли «Сбера» на 2026 год). Возможно, около 5–10 млрд рублей дополнительных расходов может прийти на «Т-Технологии». Мы считаем, что при реализации данного сценария банки смогут компенсировать дополнительные расходы за счет трех источников: роста бизнеса, повышения эффективности и снижения расходов на кешбэки.

Таким образом, возможное введение НДС в банковской отрасли негативно, но не критично. Окончательное решение по данному вопросу пока не принято, и мы допускаем, что финальный вариант налогового законодательства может отличаться от обсуждаемых сейчас параметров.

Структура доходов по МСФО, 2024



Налоговые изменения для сырьевых компаний

1 января 2025 года увеличилась ставка налога на добычу полезных ископаемых при добыче **железной руды** с 4,8% до 6,7%.

29 октября 2025 года в связи с финансовыми трудностями в металлургической промышленности Правительство РФ утвердило отсрочку уплаты НДС на железную руду и акциза на жидкую сталь⁽¹⁾ до 1 декабря 2025 года.

Ставка НДС при добыче **алмазов** и других драгоценных и полудрагоценных камней выросла с 8% до 8,4% с 1 января 2025 года.

Кроме того, была введена надбавка к НДС на **золото** в размере 10% от превышения цены над уровнем 1 900 долл/унц. Базовая ставка НДС на золото составляет 8% от выручки с первичных месторождений.

1 января 2025 года была отменена надбавка к НДС на **газ** для «Газпрома» в размере 50 млрд рублей в месяц.

В течение этого года правительство несколько раз рассматривало⁽²⁾ инструменты налоговой поддержки «Газпрома» за счет дополнительных доходов независимых производителей газа.

Начиная с 1 января 2025 года ставка налога на прибыль для «Транснефти» (как для субъекта естественной монополии, осуществляющего транспортировку нефти и нефтепродуктов) была повышена до 40% на срок до 2030 года.

Планируемое повышение НДС

Повышение ставки НДС может оказать негативное влияние, прежде всего, на ориентированных на внутренний рынок производителей (например, производителей стали). Для экспортно-ориентированных компаний (например, компаний нефтегазового сектора) эффект должен быть менее значительным.











Риски новых налогов — после окончания действия экспортной пошлины инвесторы опасаются повышения ставки НДС или других налогов в сырьевых отраслях, где цены на продукцию значительно выросли. Прежде всего, это касается производителей золота, несмотря на уже действующую в отношении их гибкую ставку налога.

(1) Акциз на сталь был введен в 2022 году; (2) [«Интерфакс»](#)
Источник: [«Интерфакс»](#), [ТАСС](#), [«Интерфакс»](#), данные компаний, оценки АТОН

Возможный эффект от новых налогов в потребительском и технологическом секторах

Основной эффект от налоговых нововведений на макроуровне приходится на повышение НДС. В продуктовом ритейле, как мы считаем, компании в основном смогут переложить этот эффект в цены, и влияние на их EBITDA будет умеренным — в диапазоне от 0% до -3%. В непродовольственной рознице эффект может быть более заметным (до -5%) из-за большей эластичности спроса.

Отдельно отмечаем изменение налоговых режимов для маркетплейсов, что потенциально способно замедлить рост оборотов онлайн-торговли, а также повышение ставки страховых взносов для работников ИТ-компаний. В последнем случае оцениваем отрицательное влияние от 2% до 5% на EBITDA по разным компаниям.

Предлагаемая мера	На каких эмитентов повлияет	Возможное влияние	Эффект на EBITDA
Повышение НДС до 22% на всю продукцию, кроме социально значимых товаров и других операций, ранее не облагаемых НДС (экспорт, добыча драгметаллов и т. д.)		Эмитенты, спрос на продукцию которых неэластичен, смогут переложить увеличение закупочных цен на потребителей	-3%  0%
		Эмитенты, спрос на продукцию которых сравнительно более эластичен, не смогут в полной мере переложить увеличение цен на потребителей	-5%  -2%
НДС на трансграничные покупки через маркетплейсы Ставка будет поэтапно повышаться до 20% к 2030 году		Влияние ограничено, учитывая постепенное введение и низкую долю сегмента в обороте	-1%  0%
Постепенное снижение порога доходов для обложения НДС 60 млн руб. → 10 млн рублей к 2028 г.		Снижение темпов роста GMV ввиду сокращения масштабов, ухудшения финансового положения или ухода из бизнеса некоторых ИП	Возможно снижение темпов прироста GMV на 1–3 п. п.
Повышение ставки страховых взносов для работников ИТ-компаний 7,6% → 15% при доходах <2,8 млн Р 7,6% на суммы сверх того		По нашим оценкам, приведет к дополнительному росту расходов на персонал на 3–8%	-5%  -2%
Отмена нулевой ставки НДС для ПО из реестра российского софта		Делает восстановление темпов роста продаж разработчиков ПО в 2026 году маловероятным	Более не обсуждается

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано. Источник: «Коммерсантъ», «Ведомости», «Интерфакс», оценки и прогнозы АТОН

Обратные выкупы акций

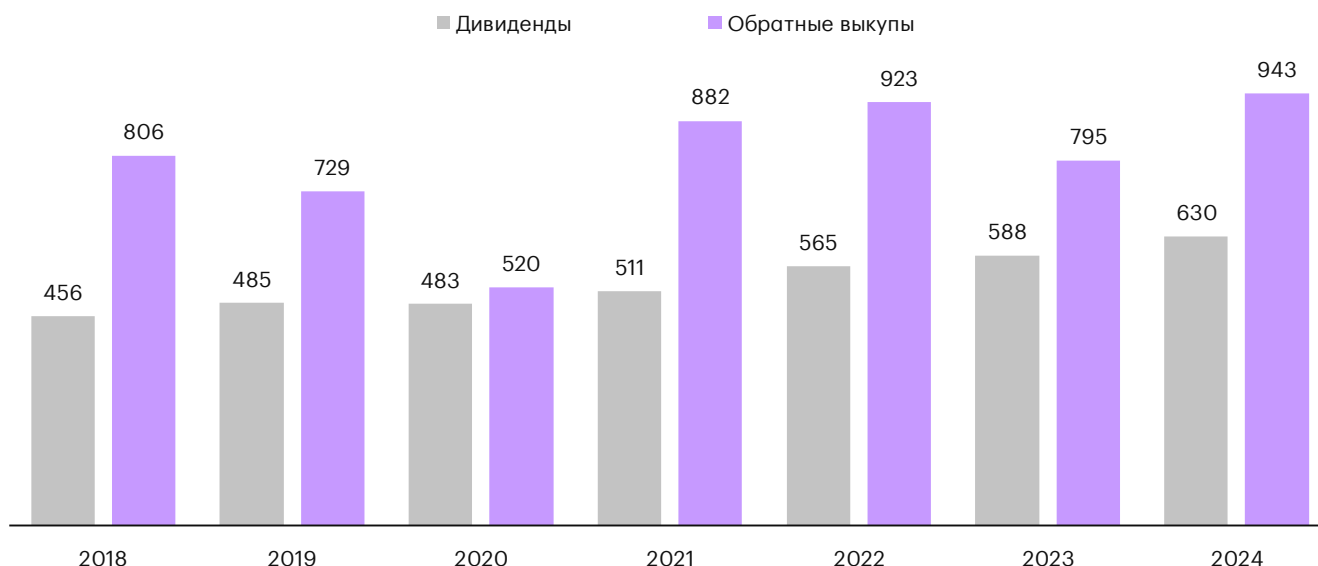
Обратные выкупы акций

Обратный выкуп акций — сокращение количества акций в обращении путем их выкупа с открытого рынка. Часто используется как альтернатива дивидендам.

Компании могут использовать обратные выкупы, преследуя разные цели. Среди них:

- возвращение избыточного капитала инвесторам по аналогии с выплатой дивидендов;
- оптимизация структуры капитала; снижение объема денежных средств на балансе;
- поддержка рыночной цены бумаг в периоды волатильности, сигнал о том, что компания считает свои акции недооцененными;
- предотвращение размывания долей инвесторов в результате реализации опционов (например, при выплате компенсаций сотрудникам).

Динамика ⁽¹⁾ дивидендов и обратных выкупов компаний S&P 500, млрд долл.



В течение семи последних лет объем обратных выкупов стабильно превышал объем объявленных дивидендов компаний, входящих в S&P 500. В 2024 году разница между двумя способами возвращения избыточного капитала составила 1,5 раза.

Согласно отчету S&P, за период июль 2024 – июнь 2025 дивидендная доходность компаний, входящих в S&P 500, уступает доходности обратных выкупов — 1,22% против 1,86%.

За последние 10 лет самые масштабные программы ⁽²⁾ обратного выкупа пришлось на ИТ-сектор (2 112 млрд долл.), финансовый сектор (1 395 млрд долл.) и здравоохранение (806 млрд долл.).

Меньше всего обратных выкупов произошло в секторе недвижимости и электроэнергетики (по 23 млрд долл.).

После завершения выкупа компания оставляет акции на балансе в качестве казначейских акций или аннулирует их. ⁽³⁾

(1) <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/equity/sp-500/?currency=USD&returntype=T-> (2) среди компаний, входящих в S&P 500

(3) казначейские акции в РФ должны быть погашены или проданы в течение года после выкупа, поэтому часто используется выкуп на дочерние компании, в результате которого образуются квазиказначейские акции

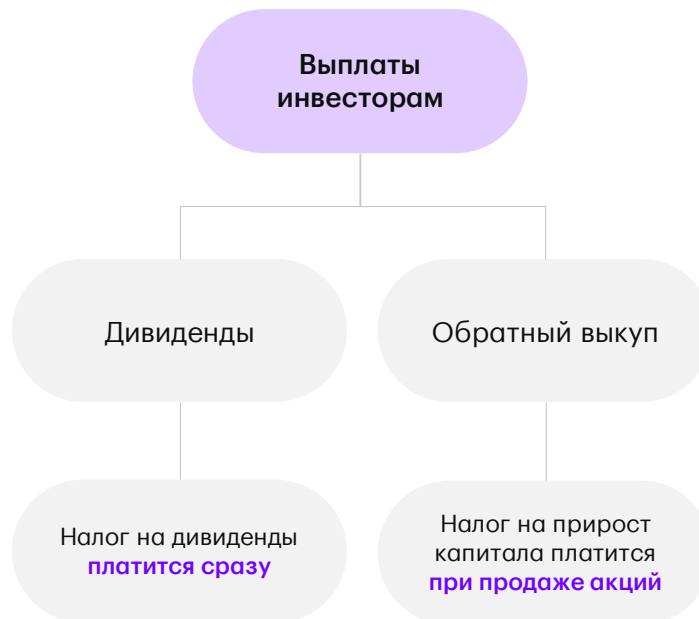
Источник: Cbonds, оценки АТОН

Ключевые преимущества и недостатки обратного выкупа

Основными преимуществами программы обратного выкупа являются:

- Сильный позитивный сигнал о недооценке компании и уверенности менеджмента в ее будущем. Объявление выкупа с рынка — поддерживающий фактор для ценной бумаги.
- Возможность отсрочки уплаты налога на прибыль (в отличие от выплаты дивидендов). Обязательство по уплате налога на прирост капитала в основном возникает в момент продажи акций.
- При прочих равных условиях — рост показателей компании в пересчете на акцию (EPS, ROE и ROIC) после погашения выкупленных акций.
- Разница в налоговой ставке — во многих странах налог на прирост капитала ниже, чем налог на дивидендный доход.
- Отсутствие обязательств по дальнейшим выкупам, в отличие от дивидендов, где важны стабильные выплаты.

Схема налогообложения инвесторов ⁽¹⁾



Среди недостатков обратных выкупов акций можно отметить:

- Снижение ликвидности акций. Обратный выкуп уменьшает количество акций в свободном обращении, что может ухудшить ликвидность оставшихся бумаг на бирже и привести к снижению веса акций компании в индексах.
- Отсутствие регулярного дохода для инвесторов. Для инвесторов дивиденды могут быть предпочтительнее, поскольку платятся регулярно, в соответствии с дивидендной политикой.
- Возможность выкупа по завышенной оценке. Выкуп акций по непривлекательной оценке может разрушать, а не создавать стоимость для остальных акционеров.
- Укрепление позиций менеджмента или акционеров. Выкуп может увеличивать доли менеджмента или акционеров и ущемлять права миноритариев.

(1) Данная схема предназначена для общего понимания процессов, АТОН не несет ответственность за исполнение отдельными инвесторами обязательств по уплате налогов.
Источник: оценки АТОН

Программы обратного выкупа акций ⁽¹⁾



2024 г.

- Сумма выкупа — около 12,6 млрд руб.
- Было выкуплено 3% акционерного капитала напрямую у миноритарного акционера.
- Компания не планировала погашение выкупленных акций.



2023 г.

- Сумма выкупа — около 579 млрд руб.
- Было выкуплено 30% акционерного капитала.
- Акции выкупались с премией 33% к рыночной цене.



НОРНИКЕЛЬ

2023 г.

- Сумма выкупа — 6 млрд руб.
- Выкуп 0,266% акционерного капитала для мотивационной программы.
- Планировалось, что сотрудники компании получают акции в виде цифровых активов.



НЕФТЯНАЯ КОМПАНИЯ

2025 г.

- Сумма выкупа — около 654 млрд руб.
- Было выкуплено 91 млн акций — около 13% акционерного капитала.
- Компания планирует погасить 76 млн выкупленных акций.



2024 г.

- Планировалось выкупить до 19 млн акций — около 10% акционерного капитала.
- Акции выкупались для использования в программе мотивации сотрудников.



2023 г.

- Сумма выкупа — 67 млрд руб.
- Компания выкупила у иностранных держателей 29,7% акций.
- Выкуп проводился в рамках двух тендерных предложений.



с 2013 г.

- На 40% было сокращено количество акций — с 26,5 млрд до 15 млрд.
- Чистая сумма выкупа — \$720 млрд, сумма дивидендов — \$160 млрд.
- Прибыль на акцию выросла на 375% с 2013 по 2024 г. при росте чистой прибыли на 181% за период.



с 2008 г.

- На 19% было сокращено количество акций — с 9,1 млрд до 7,4 млрд.
- Чистая сумма выкупа — \$232 млрд, сумма дивидендов — \$191 млрд.
- Прибыль на акцию выросла на 620% с 2013 по 2024 г. при росте чистой прибыли на 478% за период.

(1) Список может быть неполным, возможны изменения/дополнения

Источник: «Интерфакс», РБК, Интерпрес, ЛУКОЙЛ, Forbes, РБК, Cbonds, Reuters, Investing.com, данные компаний, оценки АТОН

Кто из эмитентов мог бы рассмотреть обратный выкуп?



Текущая оценка — 3,4x по EV/EBITDA — на 51% ниже исторических уровней, и выкуп мог бы дать рынку сильный позитивный сигнал об успешности реализации проектов роста. У НОВАТЭКа практически отсутствует долговая нагрузка.



Выкуп и погашение бумаг могли бы способствовать росту доли мажоритарных акционеров для увеличения размера дивидендов на акцию. «Татнефть» торгуется ниже исторических уровней и имеет сильный баланс и высокую долю акций в свободном обращении (free-float).



Снижение ключевой ставки может способствовать восстановлению рынка стали и росту стоимости акций. Чистая денежная позиция ММК на конец 3К25 — 72 млрд руб. Текущая оценка по EV/EBITDA — 2,4x, что ниже среднего исторического уровня за 5 лет (3,1x).



Снижение ключевой ставки может способствовать восстановлению рынка стали и росту стоимости акций. Чистая денежная позиция НЛМК на конец 1П25 — 80 млрд руб. Текущая оценка по EV/EBITDA — 3,1x, что ниже среднего исторического уровня за 5 лет (4,7x).



Значительная денежная «подушка» на балансе (336 млрд руб.) и околонулевой показатель EV/EBITDA. Потенциальный выкуп с последующим погашением мог бы способствовать повышению ликвидности и росту дивиденда на акцию.



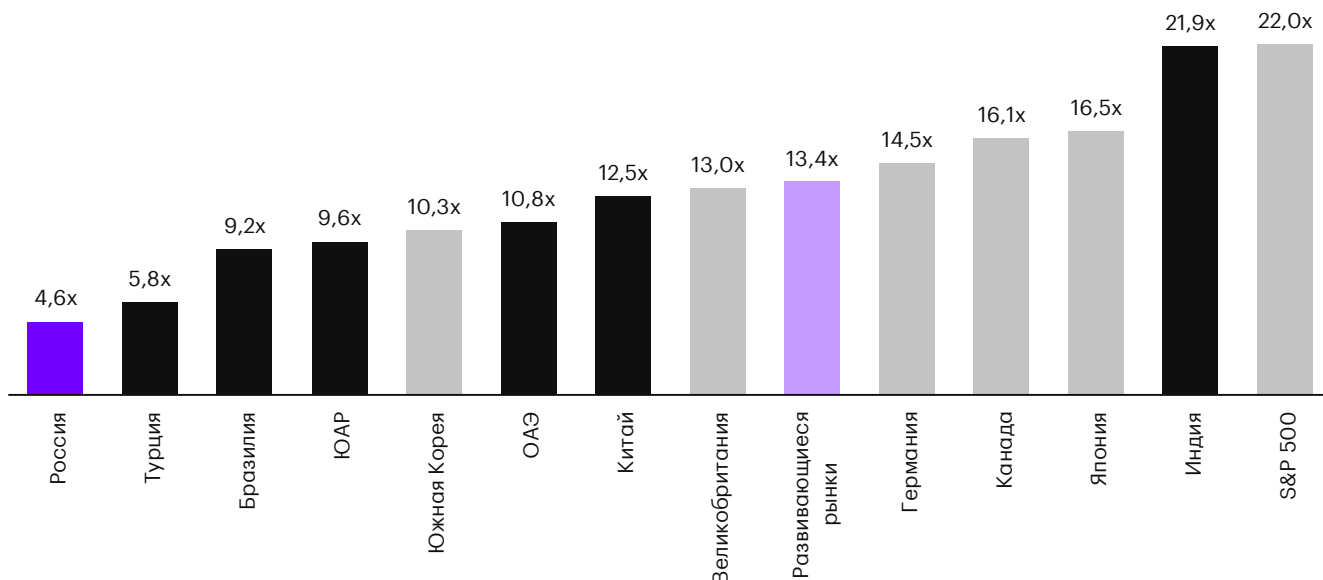
По состоянию на конец 2024 чистая денежная позиция составляет 91 млрд руб. С 2022 года дивиденды не выплачиваются, в том числе из-за проблем с мажоритарным акционером. Оценка по EV/EBITDA — одна из самых низких в секторе.

Российский рынок на фоне других развивающихся рынков

Российский рынок акций — один из самых дешевых по показателям P/E и EV/EBITDA

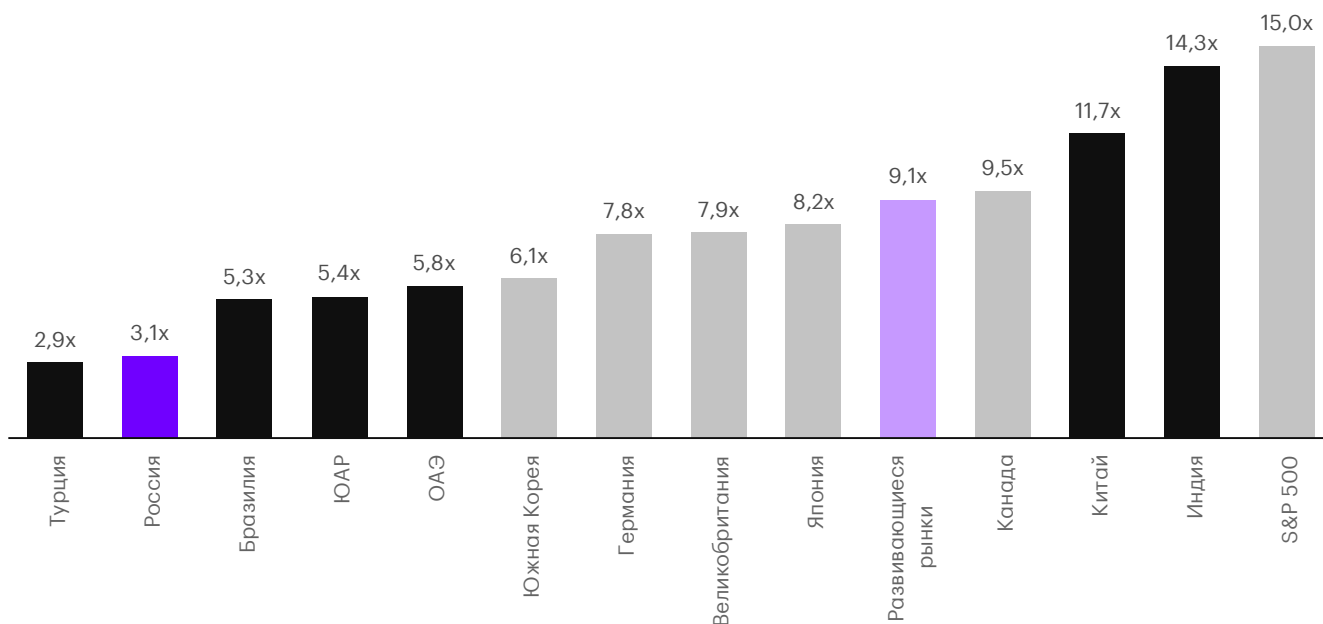
- Российский рынок⁽¹⁾ торгуется с дисконтом около 20% к ближайшей развивающейся экономике — Турции.
- Рынок России почти в 5 раз дешевле, чем рынок США по P/E 2026 года.

P/E 2026 года ключевых рынков акций



- Российский рынок торгуется с дисконтом около 65% к среднему значению по развивающимся странам.
- При этом рынок Турции торгуется по более низкому мультипликатору EV/EBITDA 2026 года, чем российский.

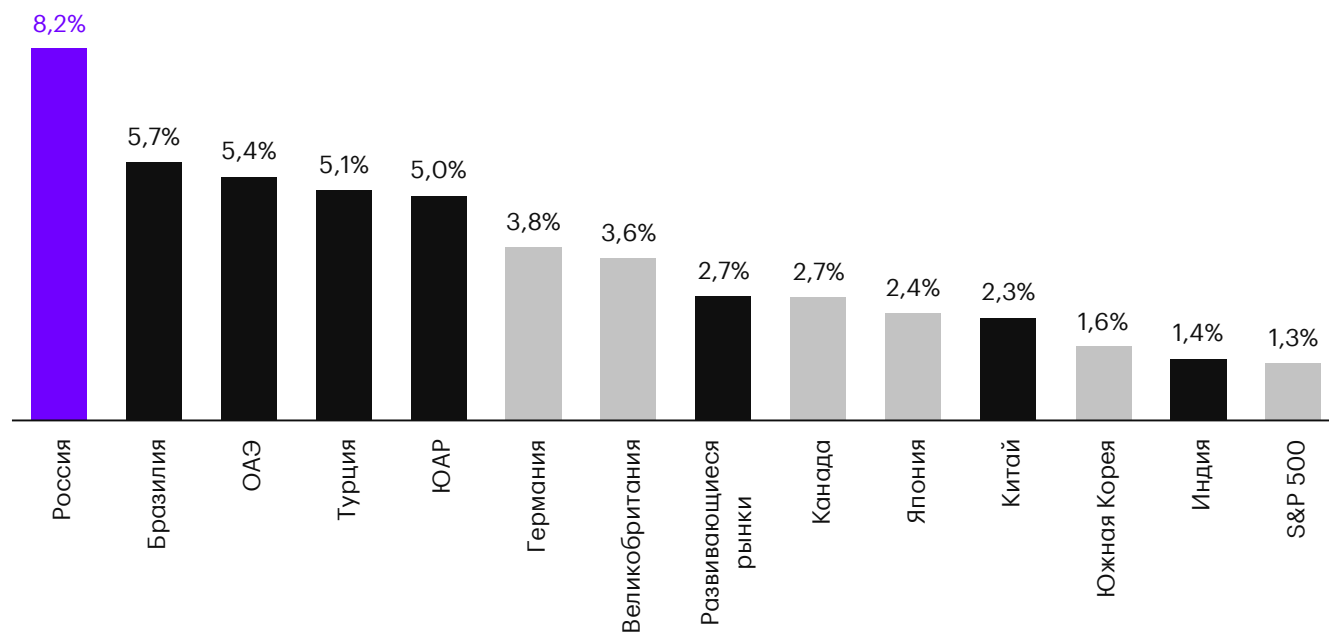
EV/EBITDA 2026 года ключевых рынков акций



(1) Компании российского рынка акций, входящие в индекс РТС, по данным на 14.11.2025. Источники: [investing.com](https://www.investing.com), Сbonds, данные Мосбиржи, оценки АТОН

- Ожидаемая дивидендная доходность — 8,2% за ближайшие 12 месяцев — существенно превышает показатели других развивающихся и развитых рынков.
- Ближайший конкурент — Бразилия с доходностью 5,7%. Ожидаемая дивидендная доходность ⁽¹⁾ S&P 500 составляет всего 1,3%.

Ожидаемые дивиденды 2026 года по ключевым рынкам⁽²⁾



(1) Наступление указанных событий не гарантировано. (2) Средневзвешенное значение прогнозного дивиденда для всех компаний в пределах аналитического покрытия АТОН.
 Источник: [Investing.com](https://www.investing.com), Cbonds, данные Мосбиржи, оценки АТОН

Индексы ключевых развивающихся рынков опережают динамику российского рынка



Ключевые индексы

- MSCI Brazil IMI — 119 компаний
- IBOV — 90 компаний



Ключевые индексы

- MSCI India IMI — 685 компаний
- NIFTY 50 — 50 компаний



Ключевые индексы

- MSCI UAE IMI — 44 компании



Ключевые индексы

- MSCI China IMI — 793 компании
- CSI 300 — 300 компаний



Ключевые индексы

- MSCI South Africa IMI — 73 компании
- JSE ALSI — 125 компаний

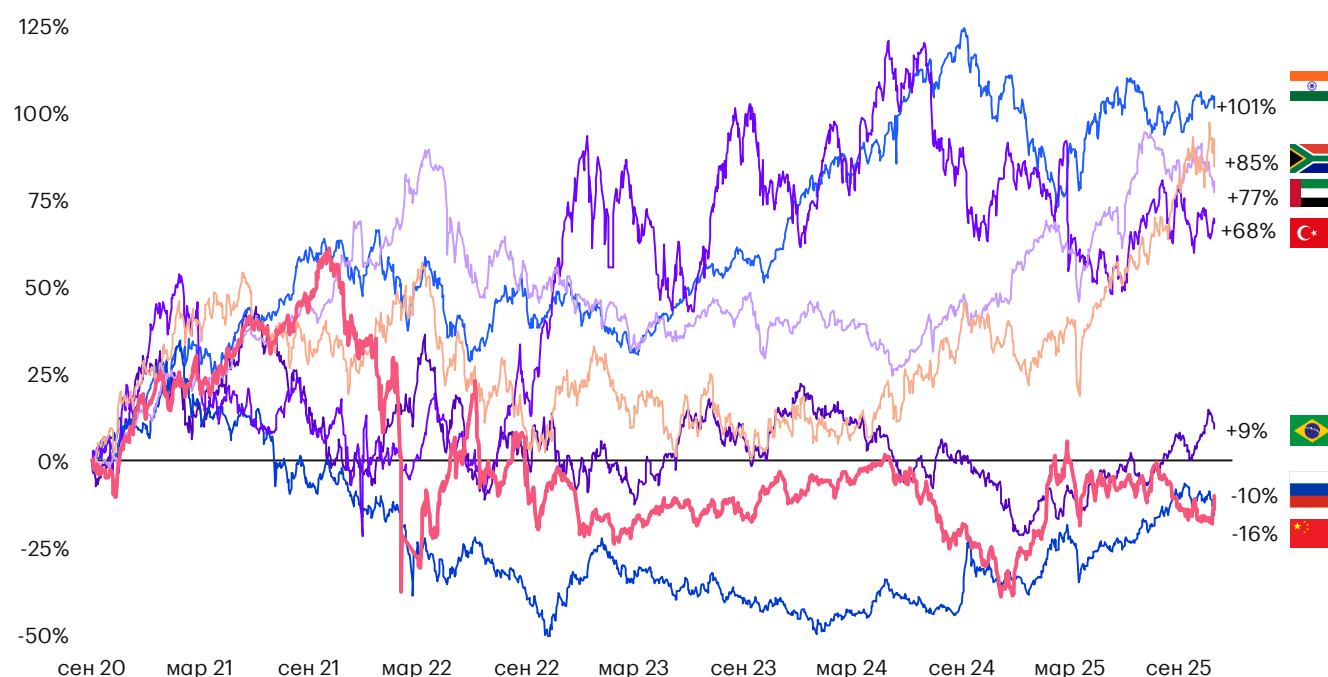


Ключевые индексы

- MSCI Turkey IMI — 81 компания
- BIST 100 — 100 компаний

- За прошедшие 5 лет китайский индекс MSCI IMI China показал худшую динамику (-16%). Динамика российского индекса РТС (RTSI) составила -10%.
- Лидером была Индия (+101%), ЮАР, ОАЭ и Турция показали динамику в диапазоне +65-85%.
- С сентября 2020 года по ноябрь 2021 года индекс РТС был одним из лидеров по динамике среди индексов развивающихся стран, однако затем начал существенно отставать.
- Индекс РТС рассчитывается в долларах и включает 43 крупнейшие компании России, входящие в состав Индекса Мосбиржи

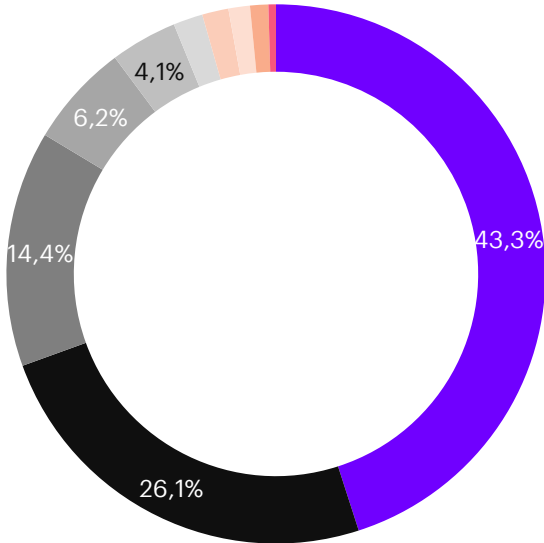
Динамика индексов MSCI IMI по странам и индекса РТС, %



Источник: [investing.com](https://www.investing.com), Сbonds, данные Мосбиржи, оценки и прогнозы АТОН

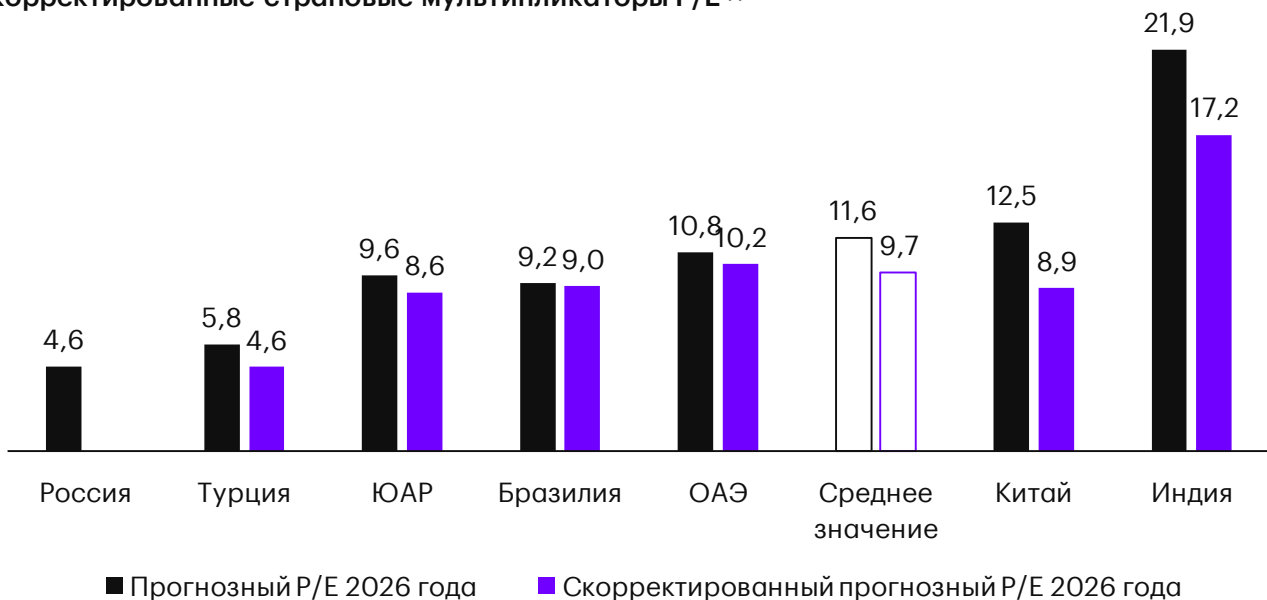
Частично дисконт объясняется высокой долей нефтегазового сектора в индексе

Вес различных секторов в индексе PTC



- Около 4% — доля энергетического сектора в индексе MSCI развивающихся рынков против 43% в индексе PTC.
- Компании энергетического индекса MSCI торгуются на уровне 6,3x по EV/EBITDA 2025П против 15,2x по EV/EBITDA 2025П у компаний индекса MSCI крупнейших мировых компаний.
- Таким образом индекс MSCI энергетического сегмента торгуется с дисконтом около 60% к индексу крупнейших мировых компаний.
- Дисконт ⁽²⁾ российского рынка по P/E 2025 года к анализируемым рынкам других стран снижается с 60% до 53% при корректировании мультипликатора на веса секторов в индексах.
- Без учета гораздо более крупных рынков Китая и Индии дисконт ⁽²⁾ снижается с 48% до 43%.
- Мы считаем, что российский рынок сохраняет потенциал переоценки после снижения геополитических рисков.

Скорректированные страновые мультипликаторы P/E ⁽¹⁾

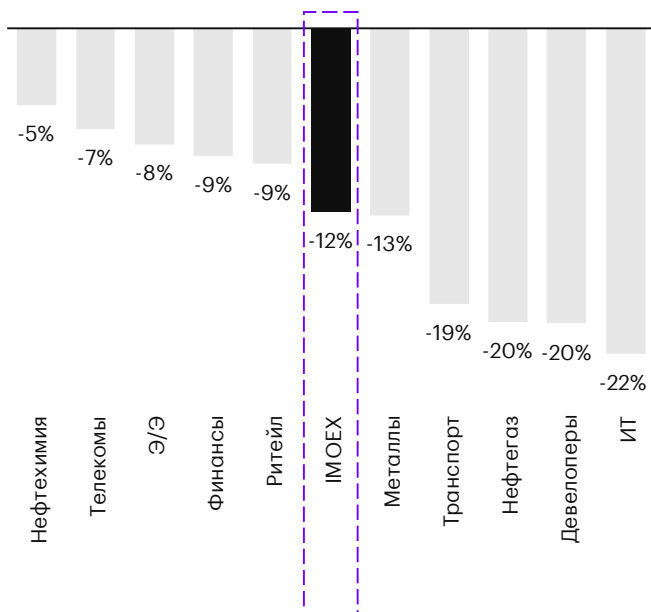


(1) Скорректированные на разницу весов секторов в индексах стран (2) на 07.11.2025
 Источник: [Investing.com](https://www.investing.com), Cbonds, оценки и прогнозы АТОН

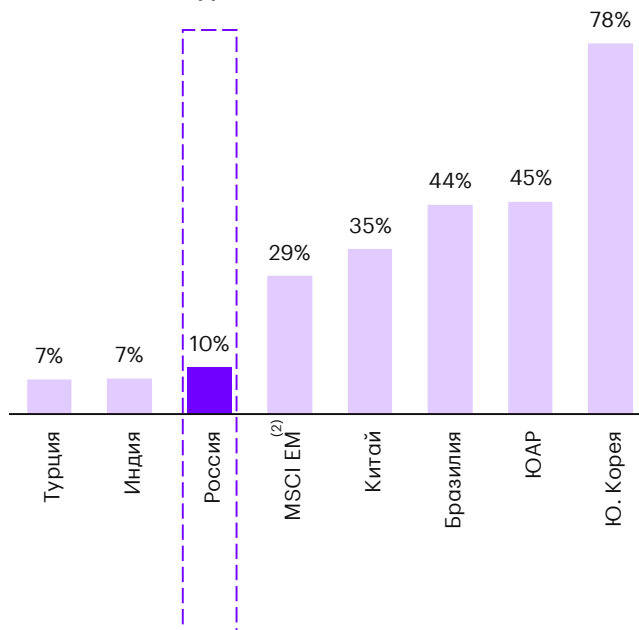
Количественные показатели российского рынка акций

Динамика российского фондового рынка

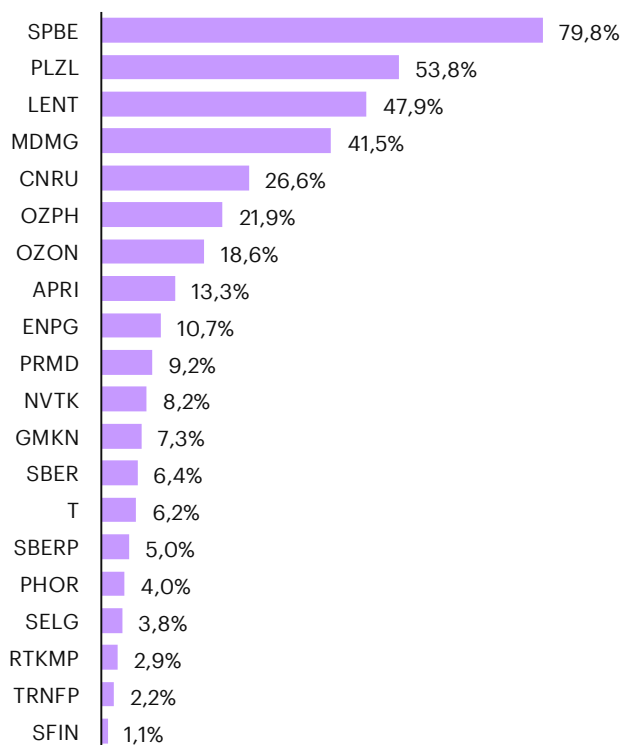
Динамика секторов РФ, % с начала года



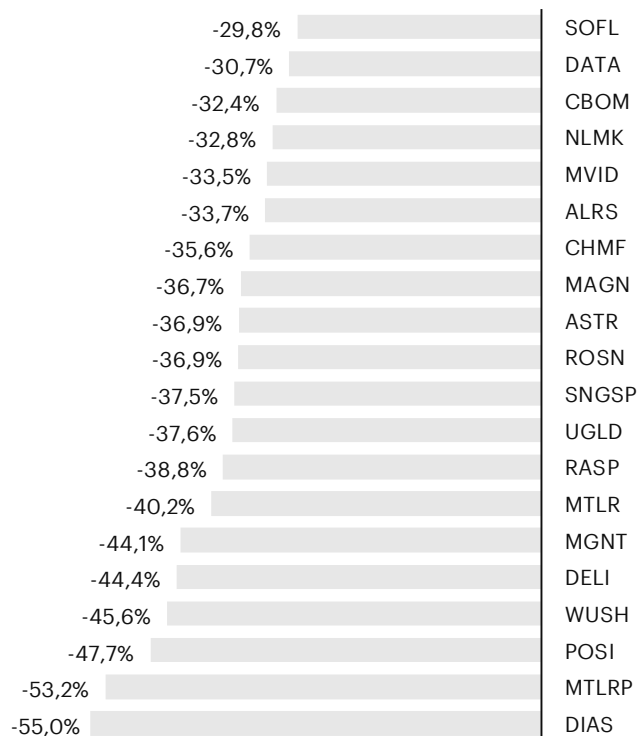
Индекс РТС и другие EM⁽¹⁾, % с начала года



Топ-20 лучших по динамике ликвидных акций (IMOEX), % с начала года

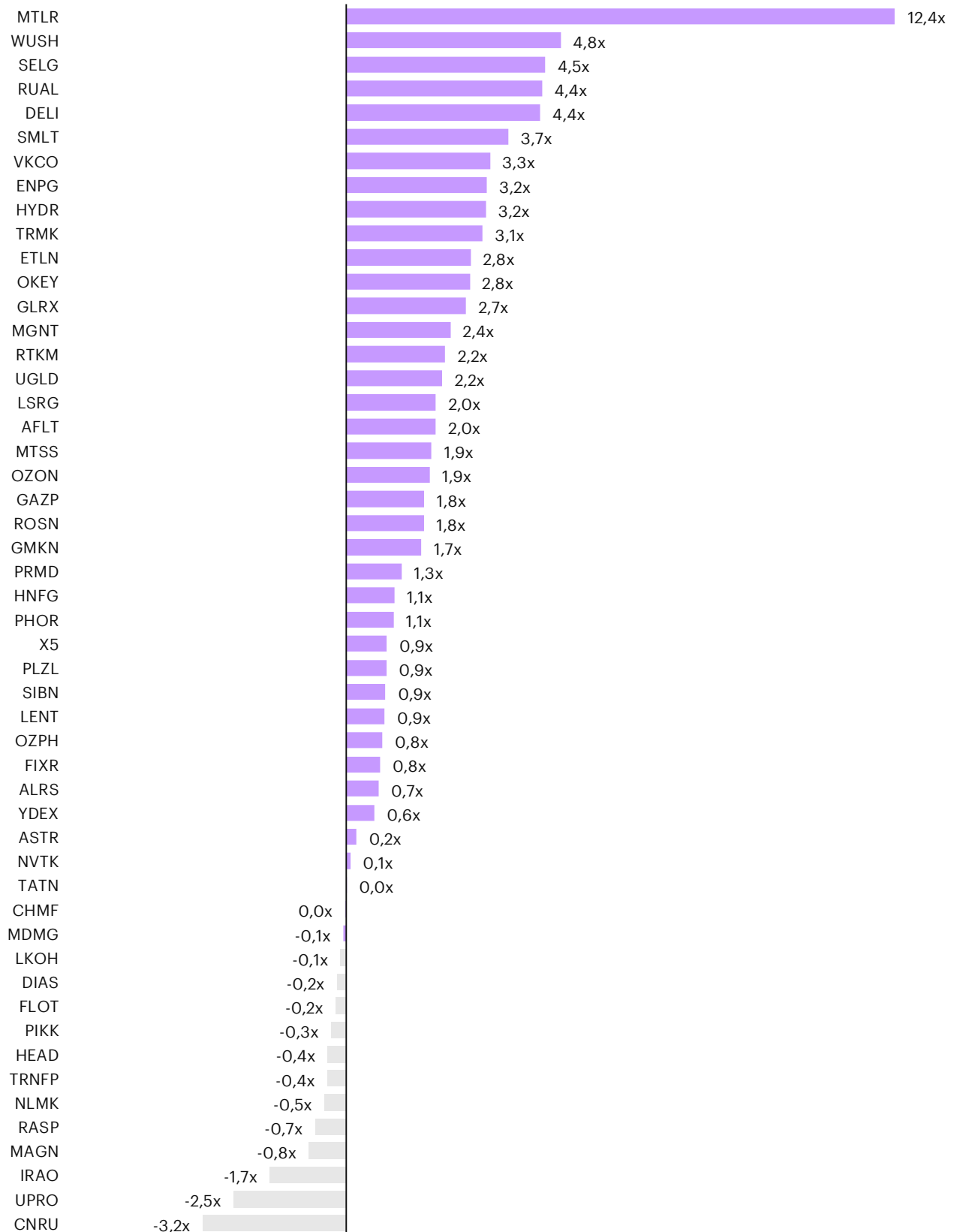


Топ-20 худших по динамике ликвидных акций (IMOEX), % с начала года



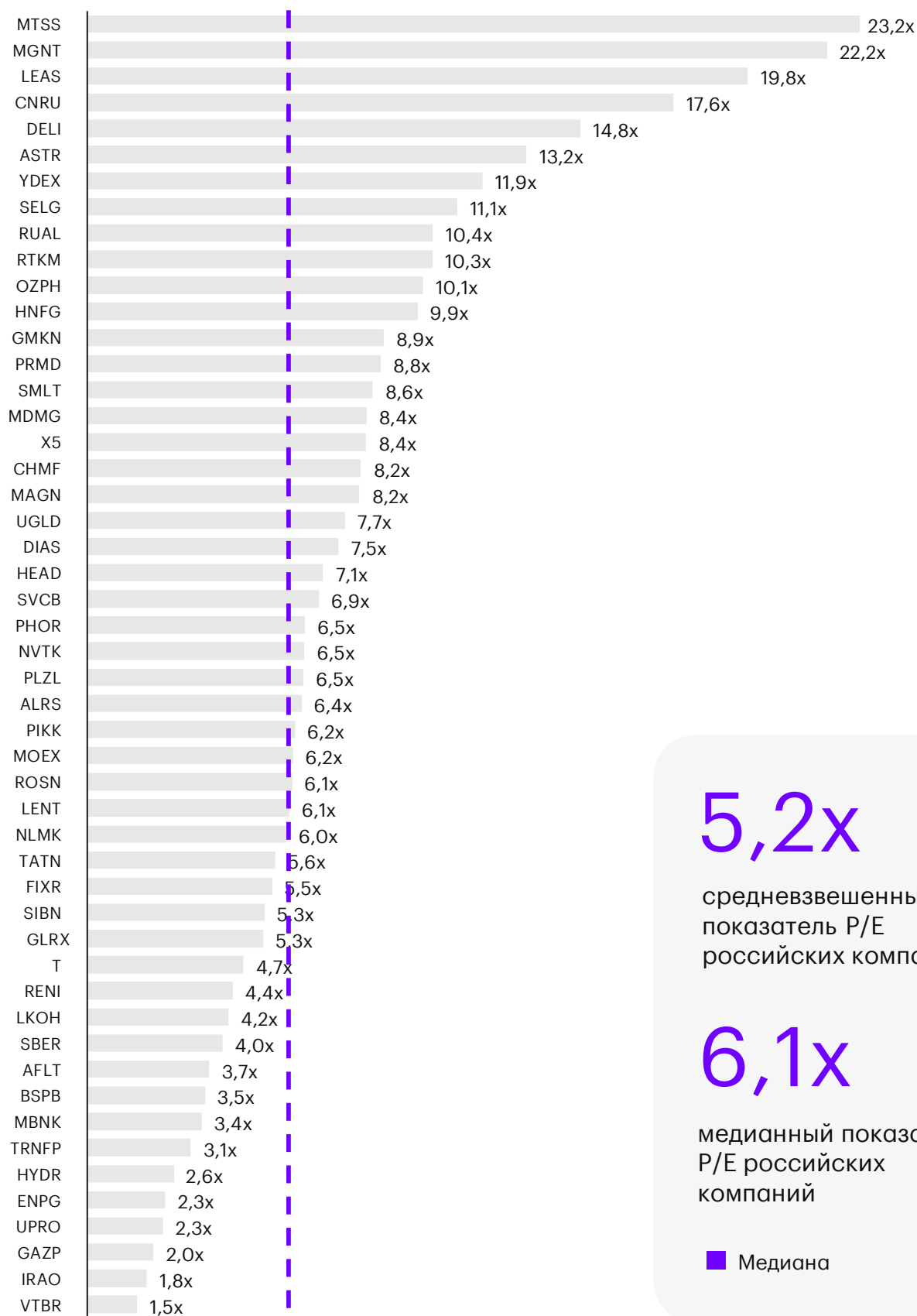
(1) Развивающиеся рынки; (2) MSCI EM (MSCI Emerging Markets Index) — индекс акций стран с развивающейся экономикой
 Расчеты представлены на 14.11.2025
 Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Ранжирование некоторых российских компаний по уровню долговой нагрузки: коэффициент чистый долг/ЕБИТДА (2025П)



Источник: данные компаний, оценки и прогнозы АТОН

Ранжирование некоторых российских компаний по мультипликатору P/E 2025 г.



5,2x

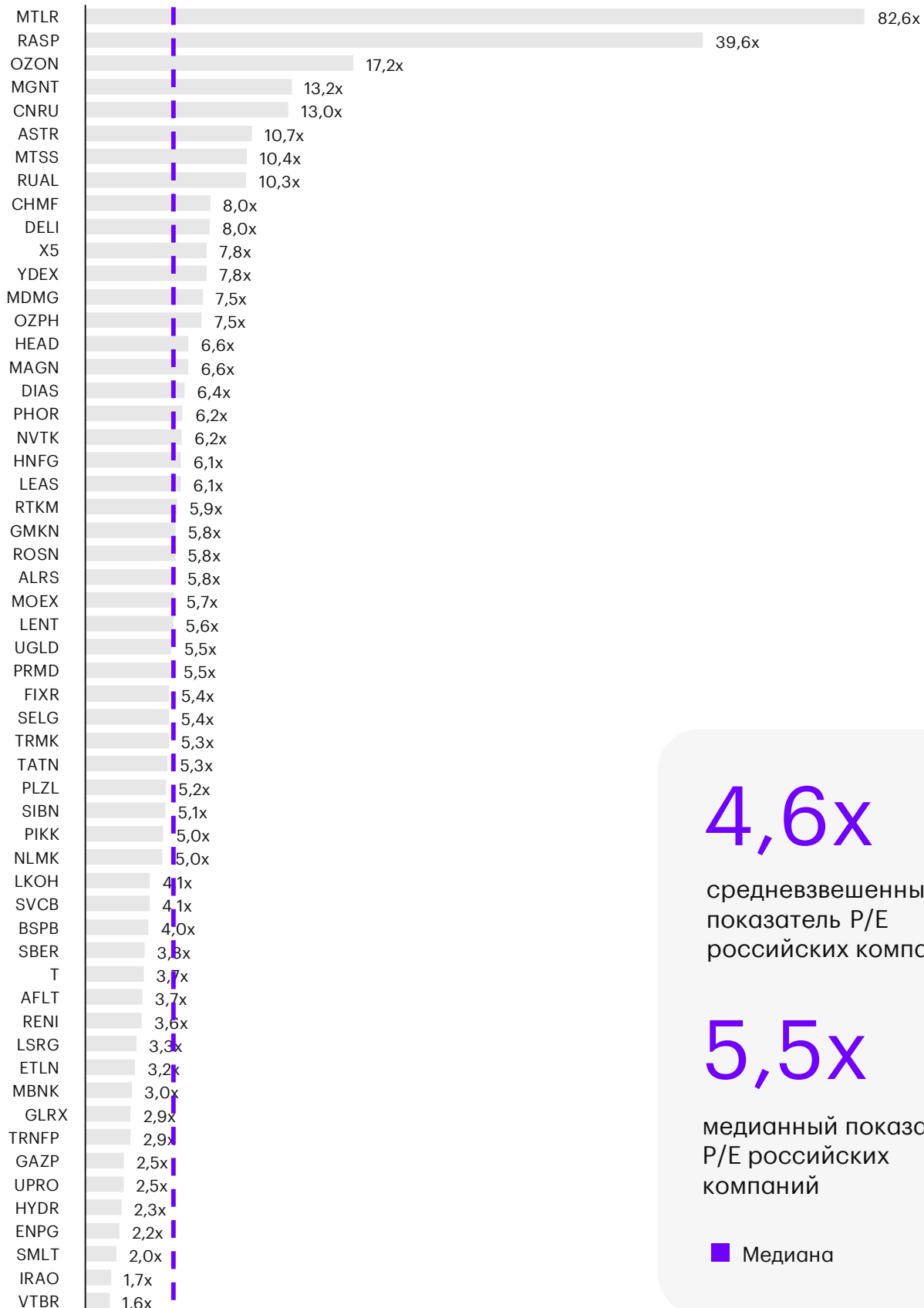
средневзвешенный
показатель P/E
российских компаний

6,1x

медианный показатель
P/E российских
компаний

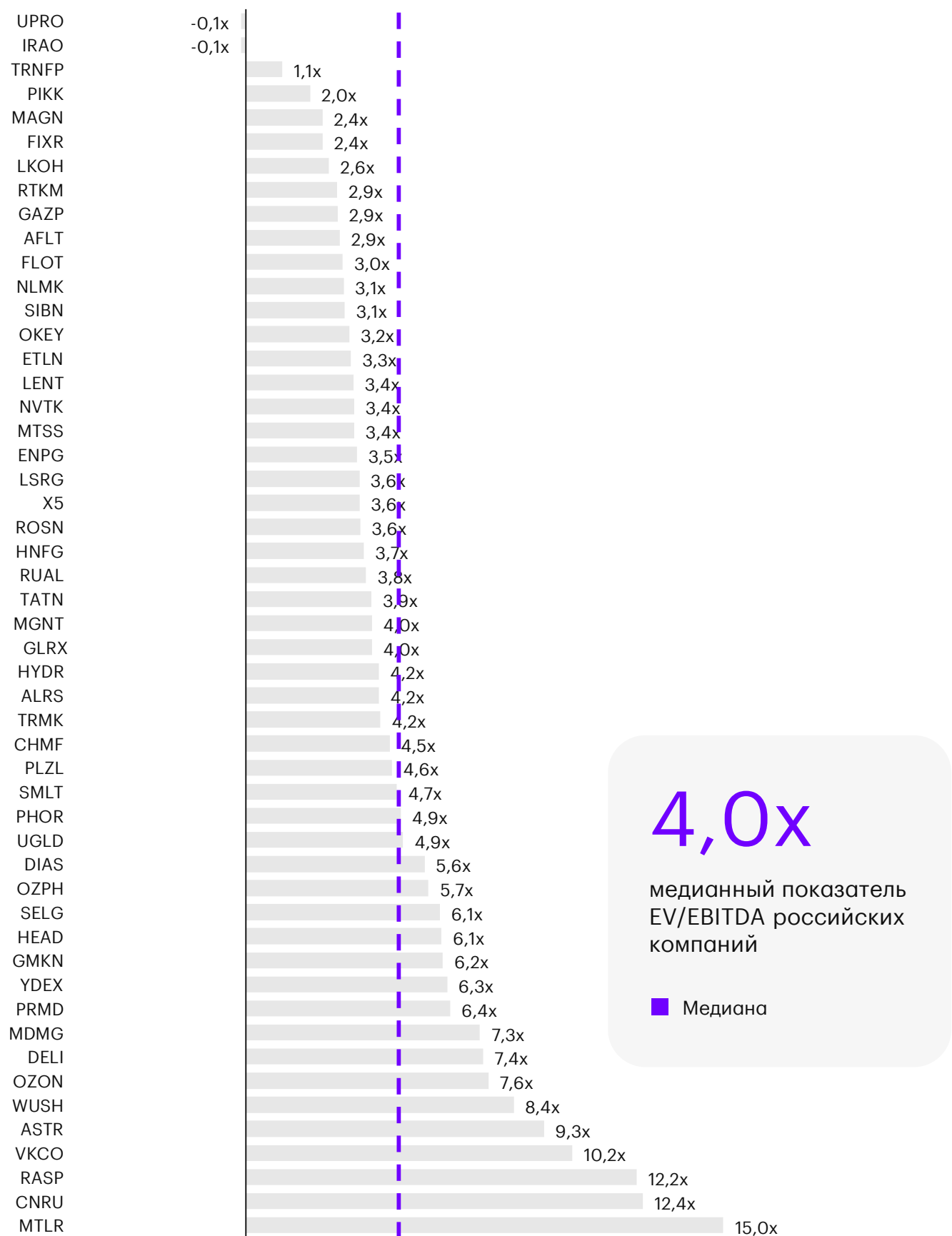
■ Медиана

Ранжирование некоторых российских компаний по мультипликатору P/E 2026 г.



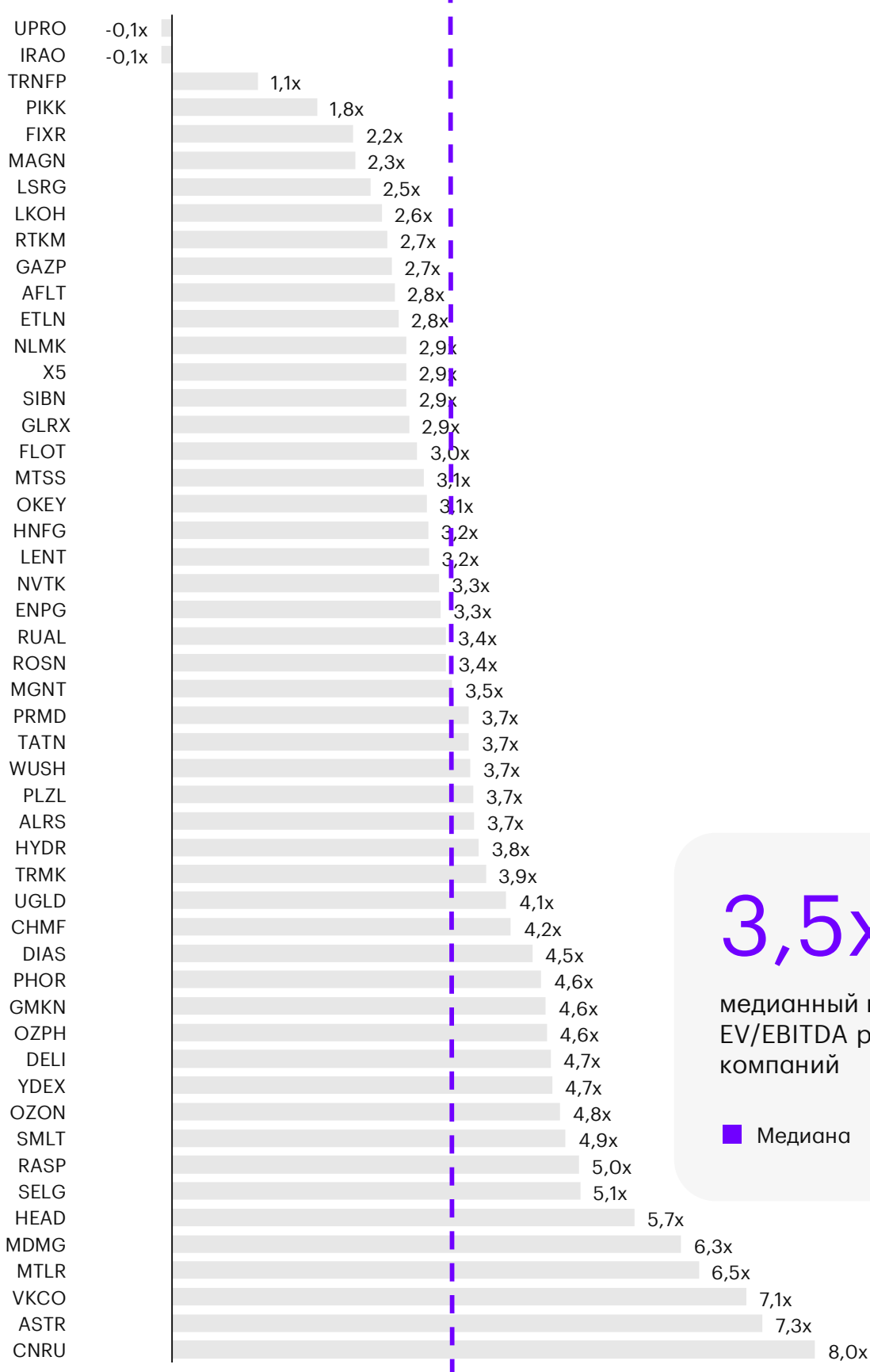
Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Ранжирование российских компаний по мультипликатору EV/EBITDA 2025 г.



Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Ранжирование российских компаний по мультипликатору EV/EBITDA 2026 г.



3,5x

медианный показатель EV/EBITDA российских компаний

■ Медиана

Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Оценка мультипликаторов российских компаний

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	EV/EBITDA		P/E	
			25П	26П	25П	26П
Нефть и газ						
Газпром	GAZP RX	2 797	2,9	2,7	2,0	2,5
НОВАТЭК	NVTK RX	3 271	3,4	3,3	6,5	6,2
Роснефть	ROSN RX	4 051	3,6	3,4	6,1	5,8
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	3 155	2,6	2,6	4,2	4,1
Газпром нефть	SIBN RX	2 232	3,1	2,9	5,3	5,1
Татнефть	TATN RX	1 268	3,9	3,7	5,6	5,3
Транснефть	TRNFP RX	912	1,1	1,1	3,1	2,9
Металлы и добыча						
Норникель	GMKN RX	1 894	6,2	4,6	8,9	5,8
РУСАЛ	RUAL RX	443	3,8	3,4	10,4	10,3
Эн+	ENPG RX	246	3,5	3,3	2,3	2,2
ММК	MAGN RX	277	2,4	2,3	8,2	6,6
Северсталь	CHMF RX	722	4,5	4,2	8,2	8,0
НЛМК	NLMK RX	595	3,1	2,9	6,0	5,0
АЛРОСА	ALRS RX	283	4,2	3,7	6,4	5,8
Полюс Золото	PLZL RX	2 037	4,6	3,7	6,5	5,2
Южуралзолото	UGLD RX	100	4,9	4,1	7,7	5,5
Селигдар	SELG RX	45	6,1	5,1	11,1	5,4
Фосагро	PHOR RX	860	4,9	4,6	6,5	6,2
ТМК	TRMK RX	107	4,2	3,9	отр.	5,3
Мечел	MTLR RX	35	15,0	6,5	отр.	82,6
Распадская	RASP RX	107	12,2	5,0	отр.	39,6
Транспорт						
Совкомфлот	FLOT RX	170	3,0	3,0	отр.	отр.
Whoosh	WUSH RX	9	8,4	3,7	отр.	отр.
Аэрофлот	AFLT RX	201	2,9	2,8	3,7	3,7
Делимобиль	DELI RX	21	7,4	4,7	14,8	8,0

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) Мультипликаторы рассчитаны по ценам акций на 14.11.2025

Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	EV/EBITDA		P/E	
			25П	26П	25П	26П
Недвижимость						
ПИК	PIKK RX	264	2,0	1,8	6,2	5,0
Эталон	ETLN RX	15	3,3	2,8	отр.	3,2
ЛСР	LSRG RX	72	3,6	2,5	отр.	3,3
Самолет	SMLT RX	53	4,7	4,9	8,6	2,0
GloriaX	GLRX RX	17	4,0	2,9	5,3	2,9
Фармацевтическая промышленность						
Промомед	PRMD RX	82	6,4	3,7	8,8	5,5
Озон Фармацевтика	OZPH RX	59	5,7	4,6	10,1	7,5
Электроэнергетика						
Юнипро	UPRO RX	86	отр.	отр.	2,3	2,5
РусГидро	HYDR RX	169	4,2	3,8	2,6	2,3
Интер РАО	IRAO RX	294	отр.	отр.	1,8	1,7
Потребительский сектор						
X5 Group	X5 RX	734	3,6	2,9	8,4	7,8
Магнит	MGNT RX	290	4,0	3,5	22,2	13,2
Fix Price	FIXR RX	62	2,4	2,2	5,5	5,4
Лента	LENT RX	205	3,4	3,2	6,1	5,6
Henderson	HNFG RX	21	3,7	3,2	9,9	6,1
ОКей	OKEY RX	9	3,2	3,1	н.п.	н.п.
Мать и дитя	MDMG RX	96	7,3	6,3	8,4	7,5
Информационные технологии						
Яндекс	YDEX RX	1554	6,3	4,7	11,9	7,8
Ozon	OZON RX	847	7,6	4,8	н.п.	17,2
HeadHunter	HEAD RX	144	6,1	5,7	7,1	6,6
Астра	ASTR RX	62	9,3	7,3	13,2	10,7
VK	VKCO RX	157	10,2	7,1	н.п.	н.п.
Диасофт	DIAS RX	20	5,6	4,5	7,5	6,4
Циан	CNRU RX	52	12,4	8,0	17,6	13,0

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.
(1) Мультипликаторы рассчитаны по ценам акций на 14.11.2025
Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Компания	Тикер	Рын. кап-я, млрд руб.	EV/EBITDA		P/E	
			25П	26П	25П	26П
Телекоммуникации						
МТС	MTSS RX	408	3,4	3,1	23,2	10,4
Ростелеком	RTKM RX	204	2,9	2,7	10,3	5,9
Банки и финансы⁽²⁾						
Сбер	SBER RX	6 722	0,8	0,7	4,0	3,8
Мосбиржа	MOEX RX	370	1,2	1,0	6,2	5,7
ВТБ	VTBR RX	747	0,2	0,2	1,5	1,6
Т-Технологии	T RX	749	1,2	0,9	4,7	3,7
Ренессанс Страхование	RENI RX	56	1,0	0,9	4,4	3,6
Совкомбанк	SVCB RX	288	0,8	0,7	6,9	4,1
Европлан	LEAS RX	69	1,4	1,2	19,8	6,1
Банк СПБ	BSPB RX	154	0,7	0,6	3,5	4,0
МТС Банк	MBNK RX	48	0,4	0,4	3,4	3,0

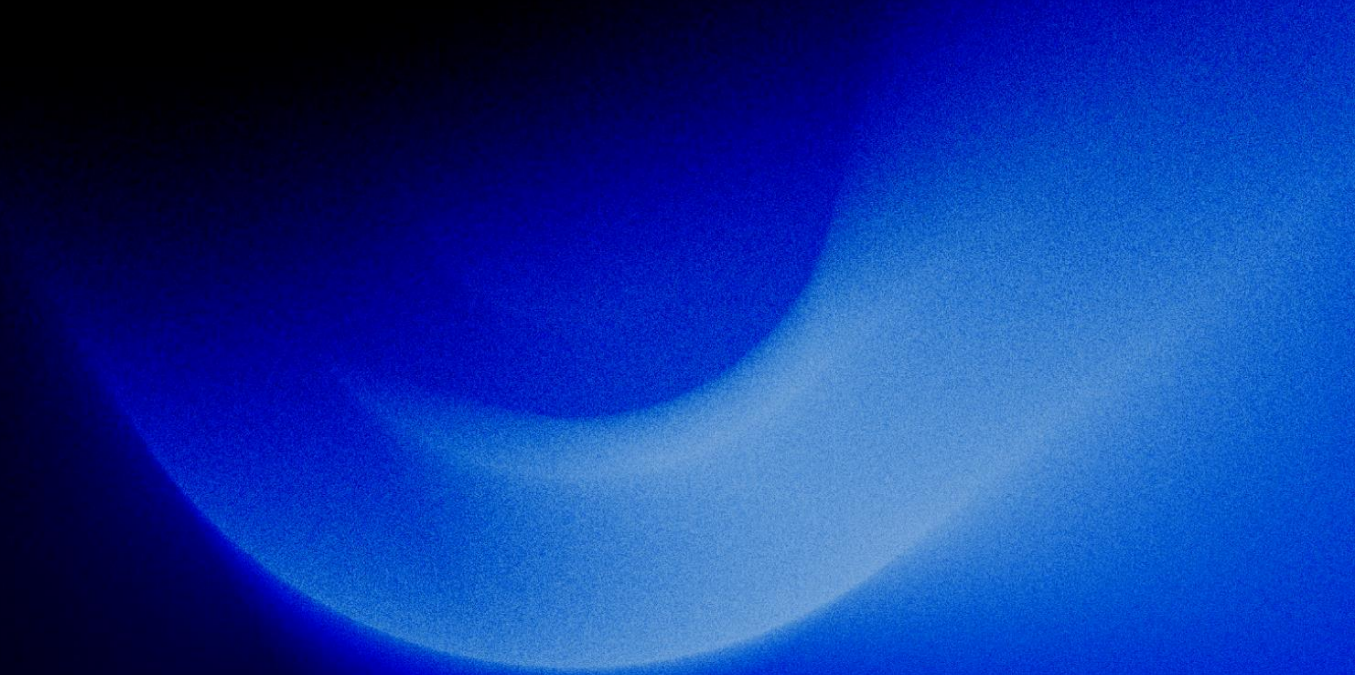
Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) Мультипликаторы рассчитаны по ценам акций на 14.11.2025.

(2) Для сектора «банки и финансы» вместо показателя EV/EBITDA использован мультипликатор P/B

Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Модельный портфель



Доходность модельного портфеля аналитиков АТОН

Доходность за период: 09.04.2024 — 17.11.2025

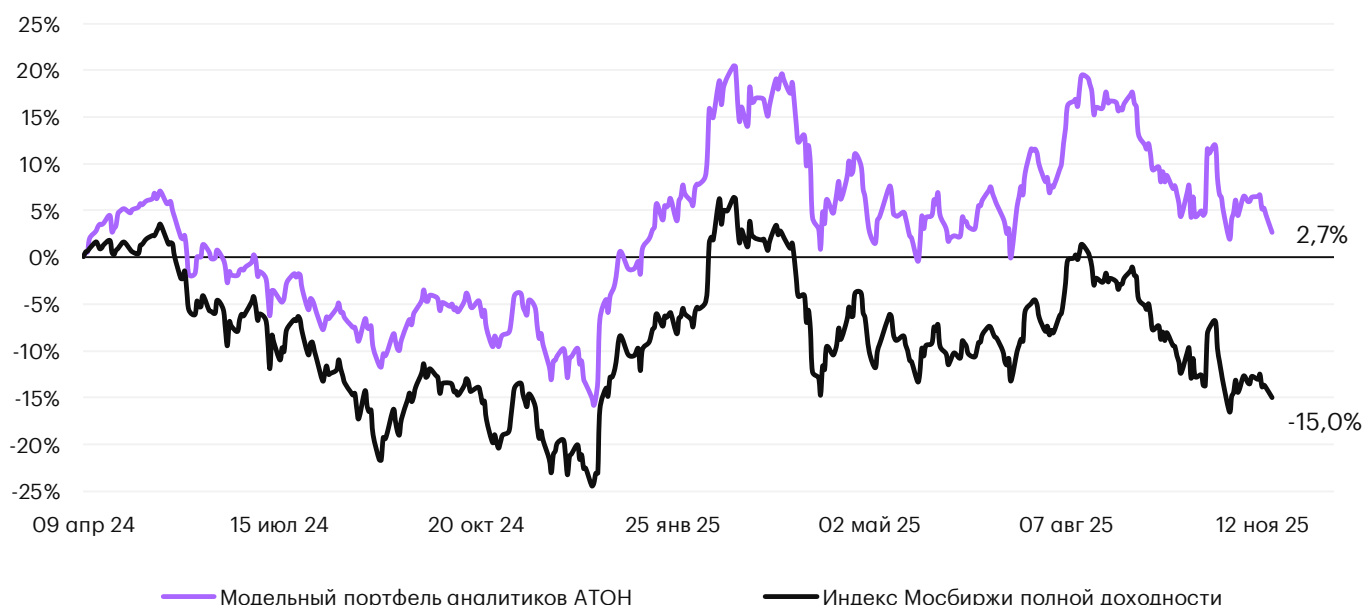
+2,7%

Модельный портфель

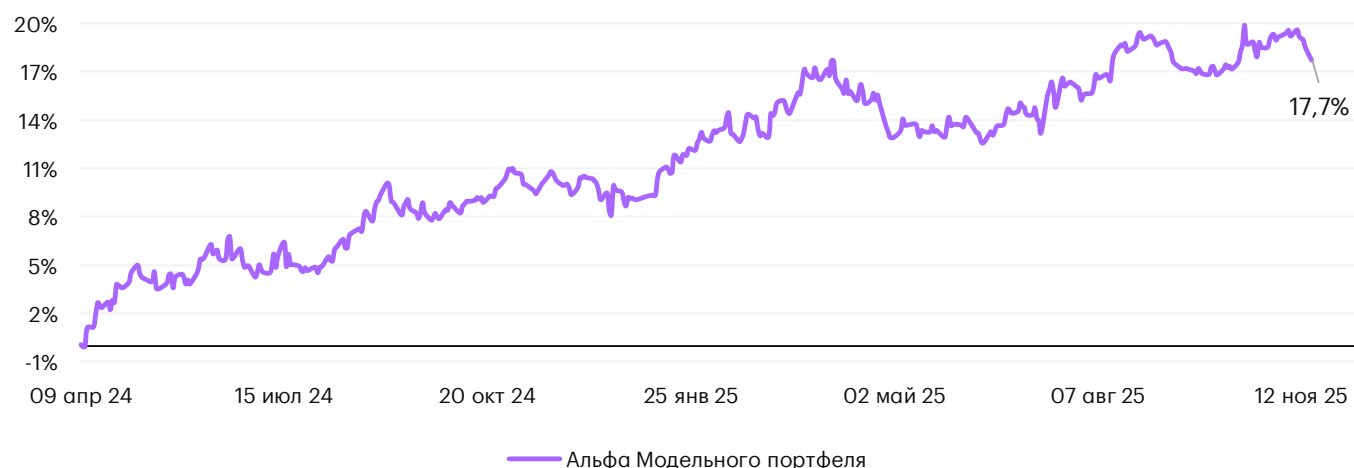
-15,0%

Индекс Мосбиржи полной доходности

Динамика модельного портфеля⁽¹⁾

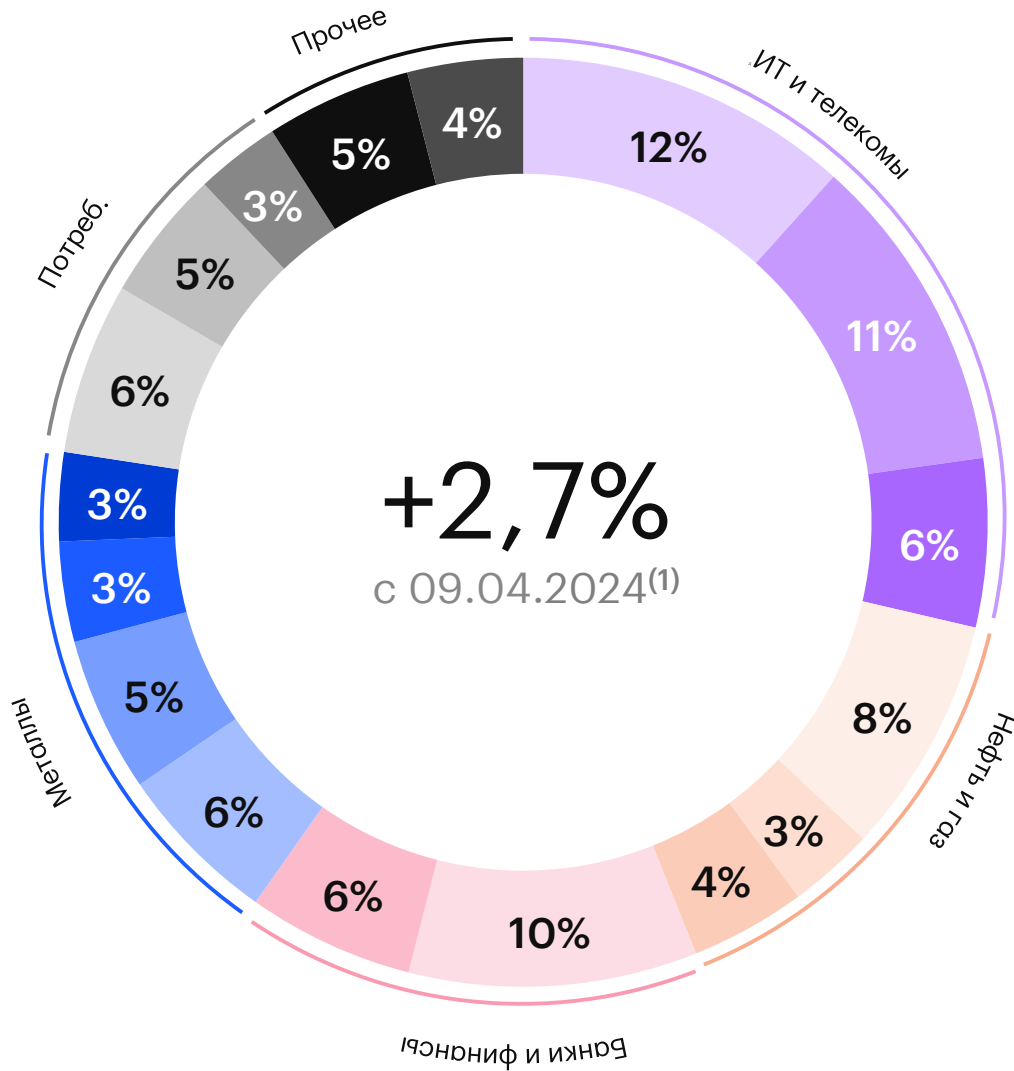


Динамика альфы модельного портфеля⁽¹⁾



(1) С момента формирования 09.04.2024 до момента закрытия 17.11.2025
Источник: Investing, Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Диверсифицируем по секторам



<p>Нефтегазовый сектор</p> <ul style="list-style-type: none"> НОВАТЭК «Газпром» ЛУКОЙЛ 	<p>Металлы и добыча</p> <ul style="list-style-type: none"> «Полюс» «Норникель» РУСАЛ «Эн+» 	<p>Финансовый сектор</p> <ul style="list-style-type: none"> «Т-Технологии» «Сбер» 	<p>Информационные технологии</p> <ul style="list-style-type: none"> «Яндекс» Ozon
<p>Телекоммуникации</p> <ul style="list-style-type: none"> «Ростелеком» 	<p>Потреб. сектор</p> <ul style="list-style-type: none"> «Икс 5» «Фикс Прайс» «Русагро» 	<p>Фонд денежного рынка</p> <ul style="list-style-type: none"> БПИФ «АТОН – Накопительный в рублях»⁽²⁾ 	<p>Фонд денежного рынка</p> <ul style="list-style-type: none"> Заявка на IPO «ДОМ.РФ»

(1) Доходность портфеля с 09.04.2024 до момента закрытия 17.11.2025 (2) подробнее с доходностью фонда можно ознакомиться на странице 196
Источник: Мосбиржа, Сbonds, оценки и расчеты АТОН

Структура модельного портфеля

Компания	Тикер	Дата покупки	Цена покупки, руб.	Текущая цена, руб.	Вес в портфеле	Нереализ. прибыль /убытки ⁽¹⁾	Динамика против индекса Мосбиржи ⁽²⁾	Δ (1Н) ⁽³⁾	Δ (1М) ⁽³⁾
IT и Телекомы					28,6%				
Яндекс	YDEX RX	09.04.24	3 915	3 883	11,6%	-0,8%	13,8%	-4,7%	-5,7%
Ozon	OZON RX	02.12.24	3 581	3 786	11,1%	5,7%	-0,2%	-8,5%	н. д.
Ростелеком	RTKM RX	09.04.24	84	57	5,9%	-31,9%	-17,3%	-7,7%	-11,5%
Нефтегаз					15,3%				
НОВАТЭК	NVTK RX	01.07.24	1 104	1 050	8,3%	-4,9%	5,2%	-2,4%	-9,4%
Газпром	GAZP RX	28.04.25	147	118	3,0%	-19,5%	-7,4%	-1,0%	-5,3%
ЛУКОЙЛ	LKOH RX	09.04.24	6 461	4 886	4,0%	-24,4%	-9,8%	-5,0%	-22,6%
Банки и финансы					15,8%				
Т-Технологии	T RX	12.08.24	2 862	2 907	10,0%	1,6%	4,2%	-1,9%	-6,5%
Сбер	SBER RX	23.09.24	276	295	5,8%	6,6%	8,5%	-1,9%	-2,1%
Сырьевой сектор					17,7%				
Полюс	PLZL RX	09.04.24	1 373	2 095	5,7%	52,5%	67,1%	-2,5%	-4,6%
Норникель	GMKN RX	29.09.25	126	123	5,4%	-2,3%	3,6%	-2,8%	-6,5%
Русал	RUAL RX	24.10.24	35	29	3,5%	-17,3%	-18,2%	-4,8%	-11,2%
Эн+	ENPG RX	10.03.25	507	383	3,1%	-24,6%	-8,2%	-2,0%	-9,8%
Потребительский сектор					13,5%				
Икс 5	FIVE RX	23.12.24	2 782	2 664	6,0%	-4,3%	-3,8%	-0,6%	0,1%
Фикс Прайс	FIXR RX	06.10.25	0,59	0,61	4,6%	5,0%	9,9%	-1,3%	-3,5%
Русагро	RAGR RX	21.07.25	106	110	3,0%	3,4%	13,7%	0,4%	-5,1%
Прочее					9,1%				
АТОН – накопительный в руб.	AMNR RX	17.11.25	139,08	139,08	4,0%	0,0%	0,0%	4,3%	9,7%
Заявка на IPO Дом.РФ	DOMRF RX	17.11.25			5,1%				

(1) Динамика акций с момента добавления в портфель до момента закрытия 17.11.2025.

(2) Динамика акций по сравнению с индексом Мосбиржи полной доходности (MCFTR) с момента добавления в портфель по 17.11.2025.

(3) Динамика акций до момента закрытия 17.11.2025. Для БПИФ «АТОН – Накопительный в рублях» – доходность за период с 31.07.2025 по 31.10.2025 для (1Н) и за период с 30.04.2025 по 31.10.2025 для (1М).

Источник: Investing, Мосбиржа, оценки и расчеты АТОН

В целом сейчас наш портфель формируется с прицелом на компании в перспективных секторах, которые выигрывают от снижения ключевой ставки (банки и компании с высоким уровнем долга), компании, которые исторически платят высокие и стабильные дивиденды⁽¹⁾, а также быстрорастущие имена.

Невысокая в сравнении с индексом Мосбиржи доля компаний нефтегазового сектора в нашем модельном портфеле связана с повышенным санкционным давлением на сектор, низкими ценами на нефть и укреплением рубля.

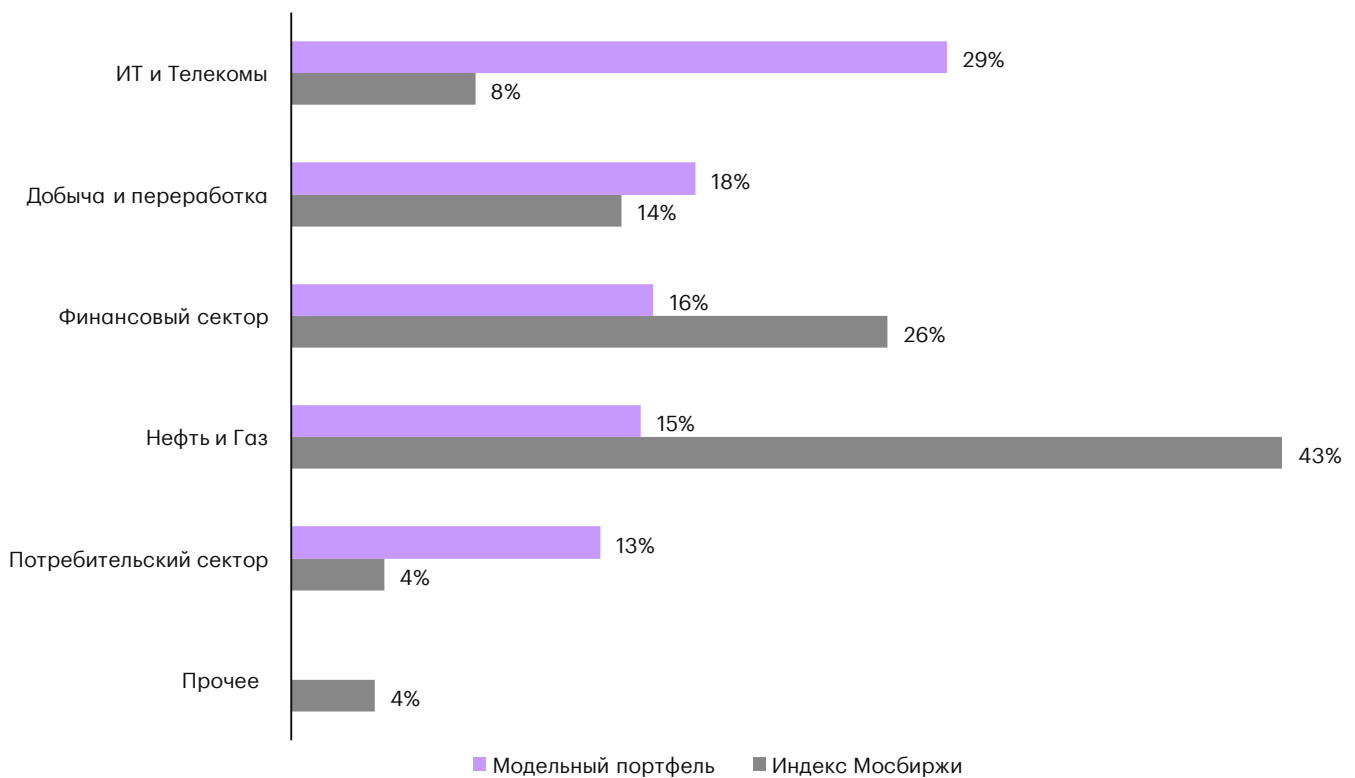
В секторе металлов и добычи ставка сделана на компании, цены на продукцию которых показывают существенный рост (золото) или восстановление (МПП и цветные металлы).

В потребительском секторе предпочитаем сильные и стабильные имена (Икс 5), а также компании с потенциалом к росту («Фикс Прайс» и «Русагро»). В секторе информационных технологий и телекоммуникаций основной акцент делаем

на компании с качественной бизнес-моделью и перспективными проектами развития («Яндекс» и «Озон»). Сохраняем высокую долю данных секторов в портфеле из-за их более умеренной чувствительности к санкциям и геополитике относительно сырьевого сектора.

В финансовом секторе предпочитаем «Т-Технологии» и «Сбер» – высоколиквидные бумаги, сочетающие в себе как потенциал к росту финансовых показателей, так и дивидендные выплаты⁽¹⁾. Банки – одни из основных бенефициаров снижения ставки.

17 ноября 2025 года мы приняли решение аллоцировать часть портфеля на участие в IPO компании ДОМ.РФ – считаем предварительную оценку компании привлекательной и ожидаем, что акции компании продемонстрируют рост после размещения⁽²⁾. Возможное снижение ключевой ставки – драйвер роста для показателей компании в 2026 году.



Наибольшую долю (29%) в нашем портфеле занимает сектор ИТ и телекоммуникаций, что почти в 4 раза выше, чем доля этих секторов в индексе Мосбиржи. Доля потребительского сектора в портфеле также в 3 раза выше, чем в индексе Мосбиржи. Доля сектора добычи и переработки также немного превышает долю сектора в индексе (на 4 п. п.).

В свою очередь доля финансового сектора в модельном портфеле на 10 п. п. ниже, чем в индексе, а наибольший «недовес» — в нефтегазовом секторе — его доля в портфеле почти в 3 раза меньше, чем в индексе. Таким образом модельный портфель больше фокусируется на компаниях, ведущих бизнес внутри России — 58% портфеля — против примерно 38% веса таких компаний в индексе Мосбиржи.

(1) Выплата дивидендов в будущем не гарантирована. (2) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Источник: Investing, Мосбиржа, оценки и расчеты АТОН

Принцип формирования модельного портфеля

01

Состав модельного портфеля отражает тактический взгляд на наиболее привлекательные, по нашему мнению, акции российских эмитентов.

02

Модельный портфель носит информационный характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением финансовых инструментов или любым иным побуждением к покупке. Его задача — показывать, какие акции сейчас представляются аналитикам наиболее интересными.

03

В момент формирования портфеля все компании берутся с одинаковыми весами. В дальнейшем веса могут изменяться. Существует ограничение в 20% на вес одной компании в общей стоимости активов в портфеле. Для расчета весов и размера позиции мы по умолчанию устанавливаем стартовый размер портфеля в размере 100 млн рублей.

04

В момент исключения (продажи) акции из портфеля полученные денежные средства (виртуальные) могут пропорционально распределяться между оставшимися акциями, направляться на добавление (покупку) нового актива или инвестироваться в инструменты денежного рынка.

05

Пересмотр состава портфеля и его ребалансировка производятся на еженедельной основе, по итогам пересмотра выпускается еженедельный аналитический обзор портфеля.

06

При расчете доходности портфеля не учитываются рыночные комиссии.

07

Перед публичным запуском мы тестировали наш портфель в течение полугода. За этот период доходность портфеля составила 30% против 15% доходности индекса Мосбиржи. (1)

(1) Тестирование портфеля проводилось непублично с сентября 2023 года, его результаты носят информационный характер. Источник: Investing, Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Нефтегазовый сектор

The background of the image is a dynamic, abstract composition of flowing blue liquid. The liquid forms a large, sweeping wave that curves from the top left towards the bottom right. The lighting is dramatic, with bright highlights on the upper surfaces of the liquid and deep shadows in the recesses, creating a sense of movement and depth. The overall color palette is a range of blues, from light cyan to deep, dark navy.

Взгляд на нефтегазовые компании

НОВАТЭК: переоценка благодаря реализации проектов роста

Инвестиционный кейс НОВАТЭКа по-прежнему сильно зависит от успешной реализации его флагманского проекта «Арктик СПГ 2». Компания исторически продемонстрировала уникальную способность преодолевать логистические и технологические вызовы в Арктике, но текущий этап сопряжен с беспрецедентным санкционным давлением. Ключевой позитивный сигнал — начало коммерческих поставок СПГ с первой очереди проекта в Китай осенью 2025 года, что подтверждает техническую готовность инфраструктуры. Однако полномасштабный запуск всех трех линий (общей мощностью 19,8 млн тонн в год) остается под вопросом из-за сложностей с поставкой оборудования и строительством танкерного флота ледового класса. Бизнес-модель НОВАТЭКа основана на вертикальной интеграции — от добычи газа на месторождениях Ямала и Гыдана до собственного флота и маркетинга конечному потребителю. Эта модель обеспечивает высокую рентабельность, но требует значительных затрат и устойчивого доступа к международным рынкам капитала и технологий. Ключевой риск⁽³⁾ — неспособность выйти на проектные мощности «Арктик СПГ 2» что может привести к потере веры инвесторов в потенциальные будущие проекты роста.

ЛУКОЙЛ: самые высокие дивиденды⁽¹⁾⁽⁴⁾, самая дешевая оценка⁽²⁾

Возможная продажа большей части зарубежных активов (включая европейские НПЗ и трейдинговую компанию Litasco) снизит глобальное присутствие компании и еще больше сместит ее фокус в сторону российского рынка. Сегодня бизнес-модель компании опирается на три столпа: высокоэффективную добычу в Западной Сибири и на шельфе Каспия, глубокую переработку на НПЗ в России и крупнейшую в стране сеть АЗС. Это делает ЛУКОЙЛ менее подверженным геополитическим рискам, связанным с экспортными ограничениями, но одновременно повышает зависимость от внутренней экономической конъюнктуры и регуляторной политики. ЛУКОЙЛ самую дешевую оценку в секторе, торгуясь с дисконтом 30% к среднему показателю EV/EBITDA российских нефтегазовых компаний. Это частично обусловлено отсутствием проектов роста и превращением компании в компанию дивидендного дохода. ЛУКОЙЛ обладает одним из самых сильных балансов в отрасли и предлагает инвесторам самую высокую⁽²⁾ дивидендную доходность⁽⁴⁾, а также сохраняет возможности для выкупа акций или специальных дивидендов.

«Газпром нефть»: фокус на эффективности и внутреннем спросе

«Газпром нефть» продолжает укреплять позиции как одна из наиболее эффективных нефтяных компаний России. Ее бизнес-модель построена на качественных активах в ХМАО и на севере страны, а также на современных НПЗ, таких как Омский, который после модернизации стал одним из ключевых драйверов рентабельности. Стратегия компании делает ставку на внутренний рынок, на который приходится большая часть продаж нефтепродуктов. Это позволяет снизить риски⁽³⁾, связанные с экспортными пошлинами и логистическими ограничениями. Компания активно инвестирует в цифровизацию добычи и переработки, что поддерживает низкую себестоимость и высокие показатели EBITDA-маржинальности. Главный вызов для «Газпром нефти» — это необходимость балансировать между амбициозными инвестициями в новые проекты (в том числе в освоение Баженовской свиты) и ожиданиями акционеров по выплатам, поскольку «Газпром нефть» — один из основных источников ликвидности для группы «Газпром». При этом низкая доля акций в свободном обращении (около 4%) сохраняет высокую волатильность котировок и ограничивает интерес институциональных инвесторов.

«Роснефть»: профиль роста через «Восток Ойл»

«Роснефть» остается основной российской компанией с масштабным профилем роста, воплощенным в проекте «Восток Ойл». Этот крупный проект на Таймыре с инвестициями почти в 12 трлн рублей должен стать новым центром добычи и экспорта в России. Строительство портовой инфраструктуры «Бухта Север» выходит на завершающую стадию, что предполагает высокую степень готовности проекта и возможное начало масштабного производства в 2026 году. Бизнес-модель «Роснефти» сочетает статус одной из крупнейших нефтегазовых компаний с мощным государственным лоббированием, стратегией роста, а также регулярной выплатой дивидендов в размере 50% от скорректированной чистой прибыли⁽¹⁾. Запланированный рост производства конфликтовал с ограничениями ОПЕК+, которые вынуждали «Роснефть» искусственно сдерживать добычу на существующих активах, однако сейчас мы видим тренд на снижение ограничений производства со стороны ОПЕК+. Основным риском для «Роснефти» является замедление темпов реализации «Восток Ойл» из-за логистических сложностей и дефицита рабочей силы в Арктике.

Источник: Сbonds, оценки АТОН

(1) Наступление указанных событий в будущем не гарантировано. (2) Среди компаний нефтегазового сектора. (3) Инвестор может столкнуться с иными рисками, не указанными в данном материале. (4) Выплата дивидендов не гарантирована.

«Татнефть»: фокус на диверсификации и переработке

Бизнес-модель «Татнефти» постепенно диверсифицируется от чистой нефтедобычи в сторону глубокой переработки и развитию других направлений. Ключевой актив — комплекс ТАНЕКО, который позволяет компании получать максимальную добавленную стоимость от каждой тонны нефти. Стратегия развития до 2030 года была скорректирована: целевой показатель добычи теперь составляет 38,4 млн тонн в год, что несколько ниже ранее заявленных 40 млн тонн⁽²⁾. Вероятно, это отражает текущие геополитические реалии, а также фокус компании на рентабельности. Параллельно «Татнефть» активно развивает непрофильные направления, такие как шинное производство (бывшие активы Nokian), АЗС и т.д., чтобы снизить зависимость от нефтяного цикла и создать новые источники денежного потока. Такая модель делает компанию более устойчивой к внешним шокам, но одновременно требует значительных управленческих ресурсов и инвестиций. «Татнефть» сохраняет сильный баланс с околонулевой долговой нагрузкой и стабильно платит дивиденды⁽¹⁾.

«Газпром»: экспортный вектор на Восток и снижение долговой нагрузки

Вывод «Силы Сибири» на проектную мощность в 38 млрд кубометров в год с декабря 2024 года стал важной вехой. Еще более значимым событием стало подписание в сентябре 2025 года юридически обязывающего меморандума с CNPC о строительстве «Силы Сибири – 2», что в будущем может открыть путь для экспорта газа из Западной Сибири в объеме до 50 млрд кубометров в год. Однако реализация этого проекта займет годы, и у инвесторов пока нет точной уверенности в этом вопросе. Возможное восстановление поставок через «Северный поток» — хоть и маловероятный сценарий, но может способствовать существенной переоценке компании. Консолидация «Сахалинской энергии» значительно усилила финансовую устойчивость компании и при условии отмены надбавки НДС должна привести к постепенному снижению ее долговой нагрузки, которая остается выше, чем у большинства российских нефтегазовых компаний. Ключевой риск⁽³⁾ для инвесторов — это возвращение повышенной налоговой нагрузки (надбавка НДС) после снижения долговой нагрузки вместо ожидаемого возобновления выплаты дивидендов⁽¹⁾.

(1) Наступление указанных событий в будущем не гарантировано. (2) <https://2018.tatneft.ru/about/14/> (3) Инвестор может столкнуться с иными рисками, не указанными в данном материале. Источник: Cbonds, оценки АТОН

Ожидается небольшой рост спроса на нефть в 2025-2026 гг. (1)

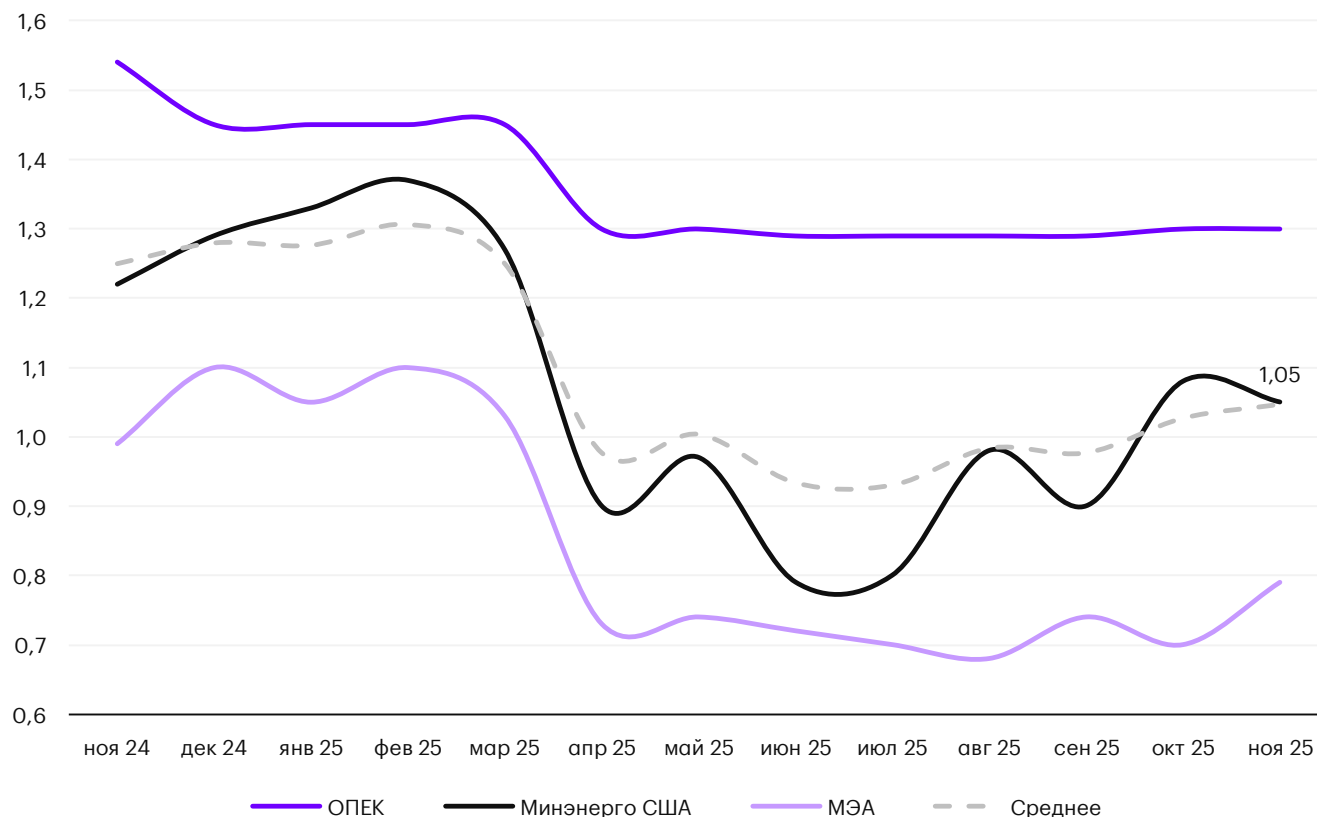
Торговые войны, риск замедления роста экономики и риск рецессии в разных странах делают перспективы спроса на нефтепродукты более туманными. Различные международные организации расходятся в своих прогнозах на 2025 и 2026 гг. Три ключевые организации прогнозируют рост спроса приблизительно на 0,7–1,3 млн барр. в сутки в год.

ОПЕК в 2025 г. ожидает рост спроса на нефть на 1,30 млн барр/сут до 105,1 млн барр/сут. В 2026 г. ожидается рост спроса на 1,38 млн барр/сут до 106,5 млн барр/сут. В начале 2025 года прогнозы роста на 2025 г. были на уровне 1,45 млн барр/сут, но были пересмотрены из-за торговых войн. ОПЕК полагает, что основной рост в 2025 году приходится на страны, не входящие в ОЭСР. Основными точками роста спроса на нефть в 2025 году являются Юго-Восточная Азия, Африка и Китай. Рост спроса поддерживается экономическим ростом, восстановлением мировых авиаперевозок и здоровым спросом на нефтехимическое сырье. Однако проинфляционные настроения, жесткая денежно-кредитная политика и уровень внешнего долга отдельных стран могут сдерживать рост спроса на нефтепродукты.

Минэнерго США ожидает рост спроса на нефть в 2025 г. на 1,1 млн барр/сут до 104,1 млн барр/сут. В 2026 г. ожидается рост на 1,1 млн барр/сут до 105,2 млн барр/сут. Согласно Минэнерго США, в 2025 году спрос в странах ОЭСР снизится на 0,1 млн барр/сут, а в 2026 г. восстановится до уровня 2024 года. Ведомство считает, что в 2025 и 2026 гг. спрос на нефтепродукты в Китае вырастет на 0,3 и 0,2 млн барр/сут соответственно.

МЭА считает, что мировой спрос на нефть вырастет на 0,79 млн барр/сут в 2025 г. и на 0,77 млн барр/сут в 2026 г. Данный прогноз ниже исторической динамики мирового потребления нефтепродуктов. Скромный прогноз обусловлен непредсказуемой макроэкономической обстановкой и замедлением роста спроса на нефтепродукты в транспортном секторе из-за электрификации. В апреле МЭА снизило прогноз роста на 2025 г. с 1 млн барр/сут до 0,73 млн барр/сут. Основным источником роста спроса на нефть является нефтехимия.

Консенсус-прогноз по росту спроса на нефть в 2025 году составляет 1,05 млн барр/сут



(1) На основании прогнозов ОПЕК, Минэнерго США, МЭА
 Источник: ОПЕК, Минэнерго США, МЭА, оценки АТОН

Ускоренное снятие ограничений добычи ОПЕК+

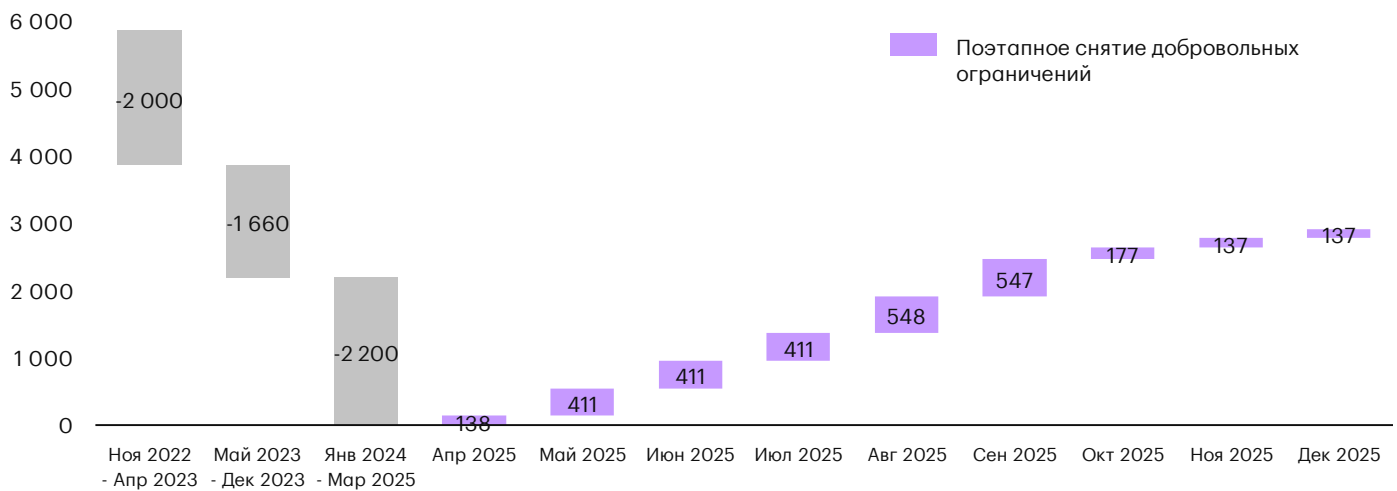
С ноября 2022 года ОПЕК+ устанавливал добровольные ограничения на добычу нефти. Начиная с апреля 2025 года страны ОПЕК+ начали снимать добровольные ограничения на добычу нефти ускоренным темпом.

В апреле ОПЕК+ увеличил квоту на 138 тыс. барр/сут, в мае-июле — на 411 тыс. барр/сут каждый месяц, в августе — на 548 тыс. барр/сут., в сентябре —

547 тыс. барр/сут, в октябре — 177 тыс. барр/сут и в ноябре и декабре — по 137 тыс. барр/сут. ОПЕК+ сохраняет курс на постепенное снятие добровольных ограничений в 1,65 млн баррелей в сутки. ⁽¹⁾

Повышение квот на добычу нефти негативно сказывается на ценах на нефть на мировых рынках.

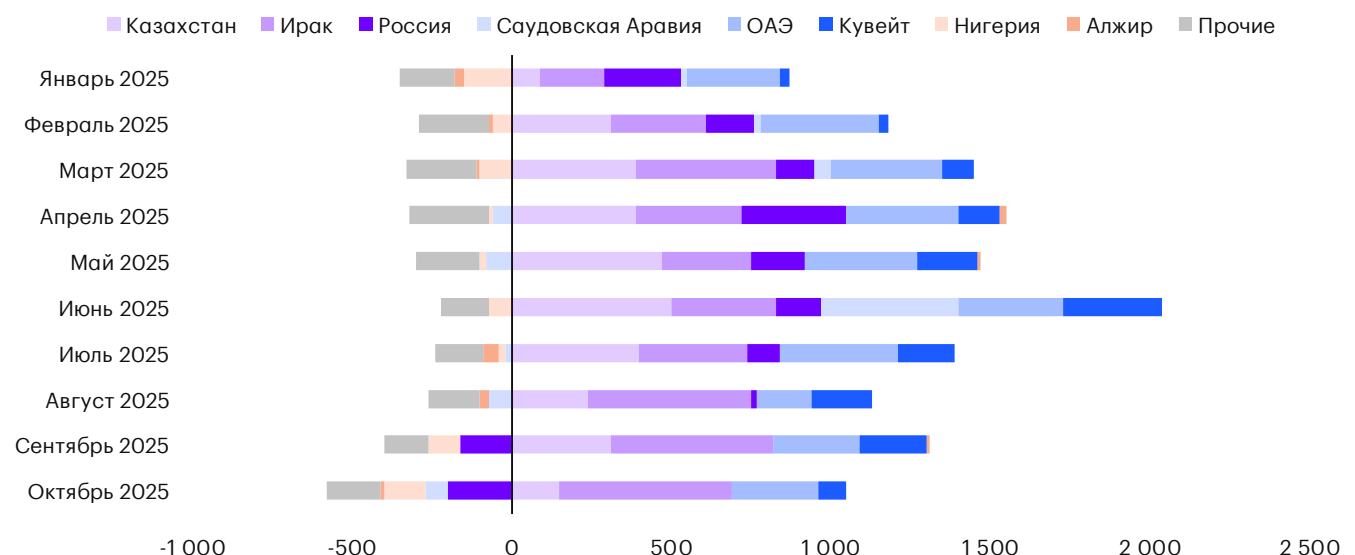
Снятие добровольных ограничений ОПЕК+, тыс. барр/сут



Одной из причин столь стремительного снятия добровольных ограничений ОПЕК+ может быть постоянное перепроизводство нефти некоторыми странами договора. Согласно МЭА, в течение первых десяти месяцев 2025 года участники соглашения ОПЕК+ систематически производили нефть в объемах, превышающих целевые уровни.

В октябре 2025 года страны ОПЕК+ превысили действующие квоты по добыче с учетом компенсаций на 470 тыс. барр/сут. В октябре Ирак, ОАЭ и Казахстан превысили квоту на 540, 270 и 150 тыс. барр/сут соответственно. В октябре 2025 года Россия произвела на 200 тыс. барр/сут меньше действующей квоты с учетом компенсаций.

Перепроизводство ⁽²⁾ нефти странами ОПЕК+, тыс. барр/сут



(1) <https://www.kommersant.ru/doc/8097633> (2) <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-october-2025>

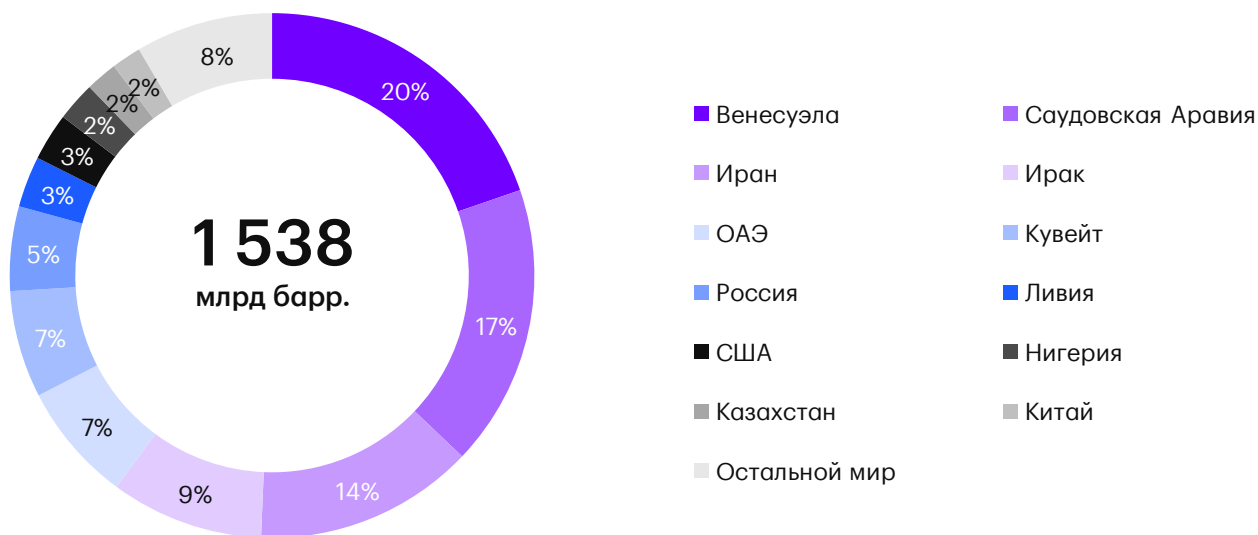
Источник: Sbond, МЭА, оценки АТОН

Высокая концентрация запасов у стран ОПЕК+

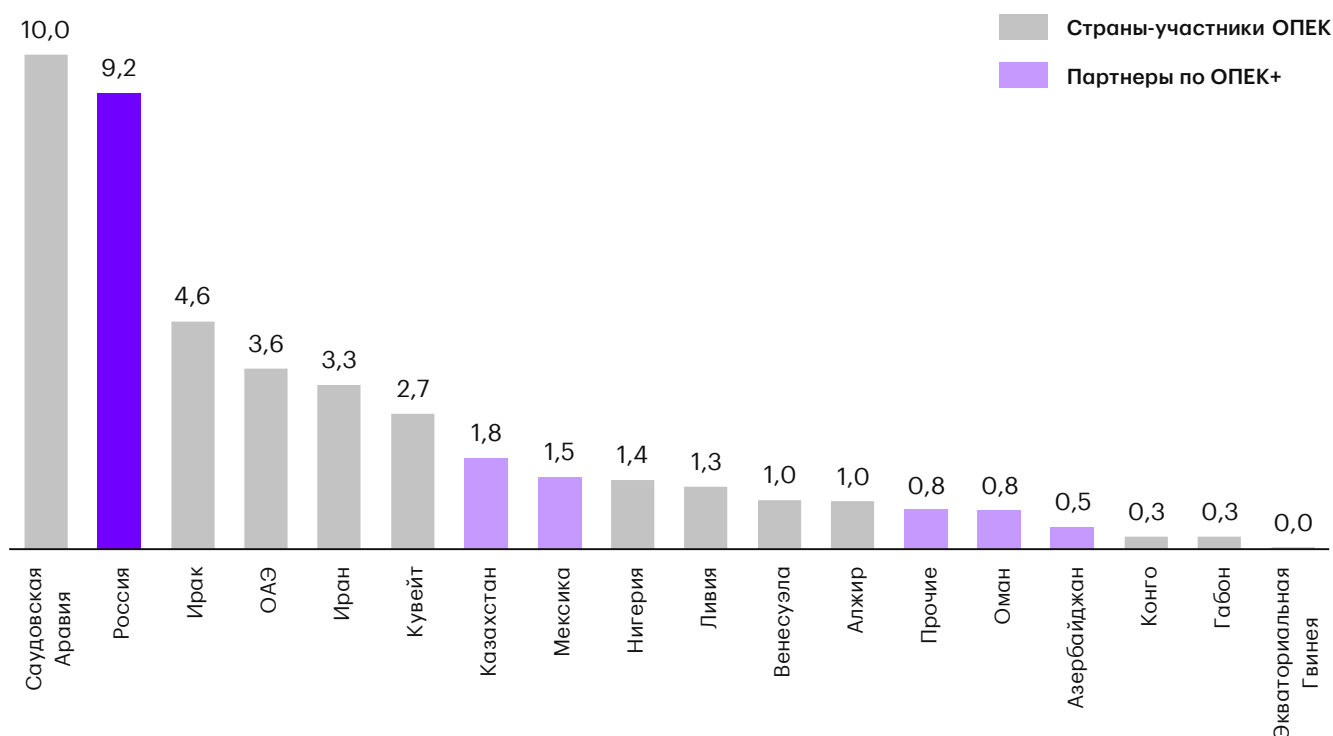
Свыше 50% мировых запасов нефти сконцентрировано в трех странах: Венесуэла (20% мировых запасов), Саудовская Аравия (17%) и Иран (14%). Около 80% мировых запасов нефти приходится на страны ОПЕК, главным образом на Ближнем Востоке.

На Россию и США приходится только 5% и 3% соответственно. Высокая концентрация запасов создает зависимость от политической стабильности и политики добычи стран ОПЕК+.

Запасы нефти по странам в 2024 г.



Объем добычи нефти странами ОПЕК+ в сентябре 2025 г., млн барр/сут



Источник: [Oil Reserves by Country 2025](#), Sbond, МЭА, оценки АТОН

Макроэкономические вызовы препятствуют росту цен на нефть

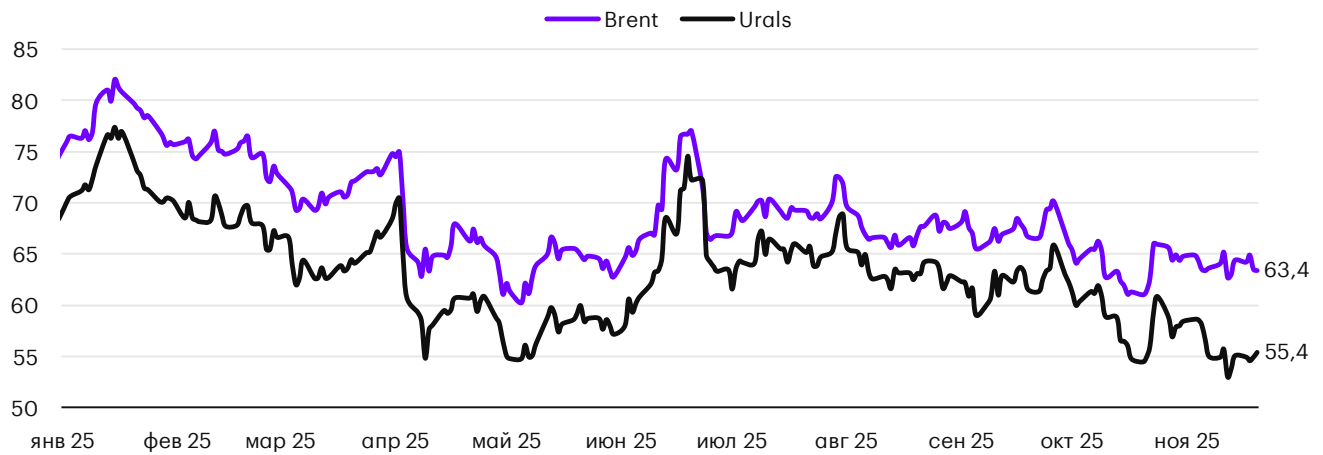
В 2025 году нефтяной рынок испытывал высокую волатильность в связи с геополитической напряженностью, торговыми войнами и непредсказуемой макроэкономической обстановкой.

Рост предложения негативно влияет на уровень мировых цен на нефть из-за постоянного перепроизводства нефти и ускоренного снятия добровольных ограничений на добычу странами ОПЕК+. Торговая напряженность и ослабление темпов роста экономик Китая и Индии продолжают оказывать давление на мировой спрос на нефть.

За период январь-октябрь 2025 средняя цена на нефть марки Brent составила 69,2 долл/барр (-15% г/г). В конце октября 2025 г. дисконт марки Urals по отношению к Brent составлял около 8 долл/барр (согласно данным Cbonds), однако по другим данным дисконт был выше — около 12 долл. США. Причины дисконта — сохраняющиеся логистические вызовы и нарушения транзакционных цепочек в результате санкций в отношении РФ.

По мнению МЭА, снижение мировых цен на нефть может негативно сказаться на уровне инвестиций в разведку и добычу нефти.

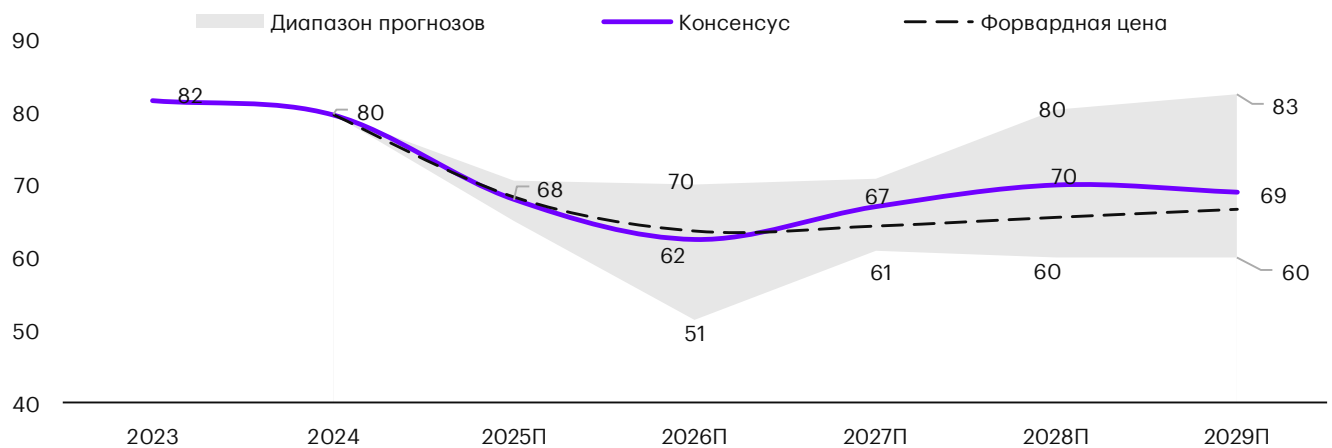
Цена на нефть марки Brent и Urals в долл/барр



На данный момент рынок ожидает консолидации цен на нефть марки Brent на уровне 60–70 долл/барр в среднесрочной перспективе. Рост производства нефти странами ОПЕК+ и США и туманные перспективы роста спроса сдерживают оптимизм в прогнозах по ценам на нефть.

Министерство энергетики США ожидает падения цен на нефть до 51 долл/барр в 2026 году. Однако не все участники рынка разделяют такие консервативные ожидания — наиболее позитивные прогнозы превышают 80 долл/барр к 2028 году.

Консенсус-прогнозы по ценам на нефть марки Brent, долл/барр



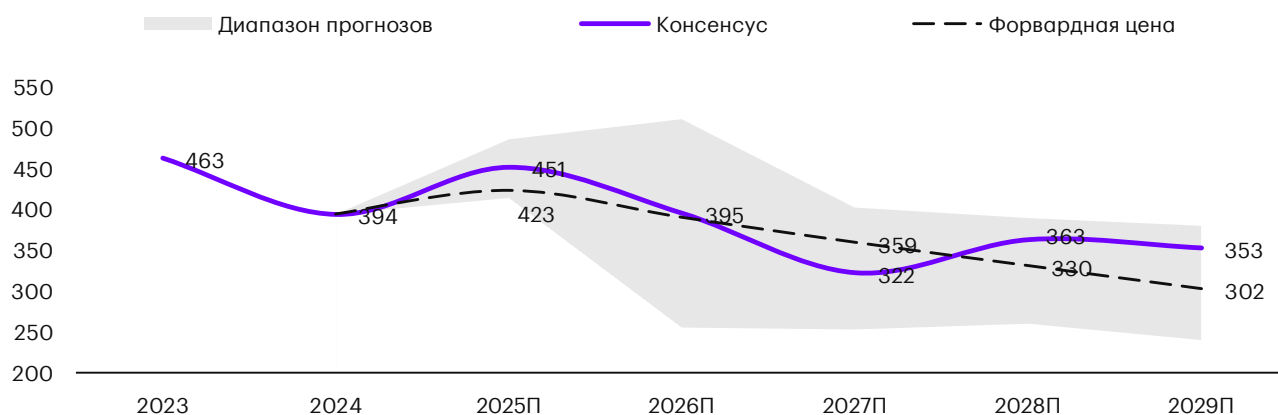
Источник: Cbonds, Министерство энергетики США, МЭА, оценки АТОН

Сдержанный рост рынка природного газа в 2025 году

По предварительным оценкам МЭА, потребление природного газа на ключевых рынках выросло только на 0,5% г/г за первые девять месяцев 2025 года из-за макроэкономической неопределенности и более высоких цен на газ. Основными точками роста спроса являются Европа и Северная Америка. За полный 2025 год МЭА ожидает рост потребления природного газа на менее чем 1% г/г в 2025 г. и на 2% в 2026 г. против 2,4% в 2024 году.

С 1 января 2025 года прекращен транзит российского газа через Украину в ЕС, поставки в Европу осуществляются только через газопровод «Турецкий поток». Снижение предложения природного газа на рынках Европы может быть драйвером роста среднегодовой цены с 394 долл./тыс. м³ до 451 долл./тыс. м³ (согласно консенсус-прогнозу).

Консенсус-прогнозы по цене на природный газ в Европе (TTF), долл./тыс. м³

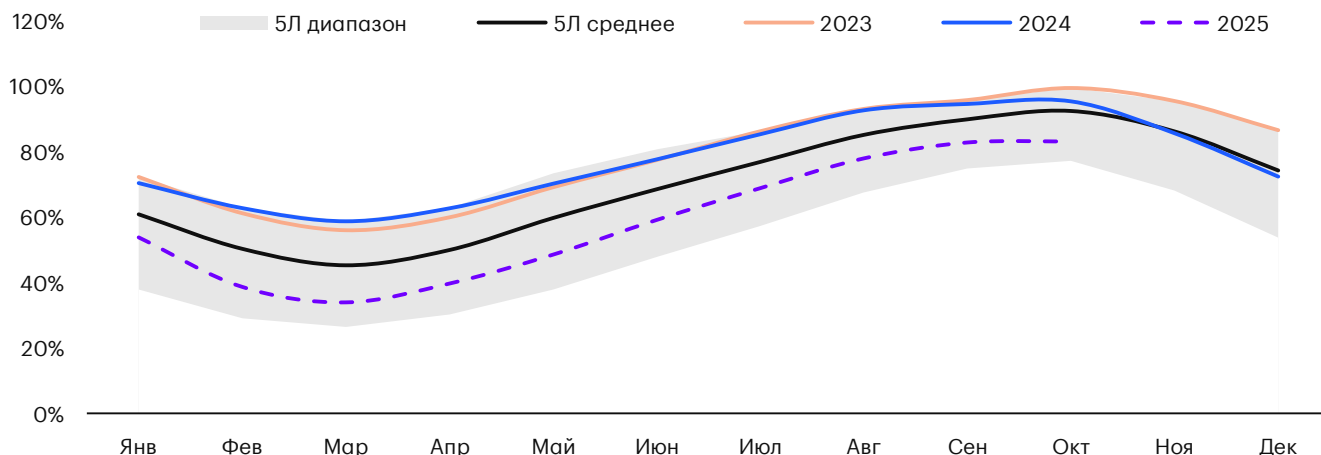


В 2022 году ЕС⁽¹⁾ ввел обязательные правила по заполнению газовых хранилищ. Согласно им, каждая страна ЕС должна заполнять свои газовые хранилища на 90% к 1 ноября. В июле 2025 года правила были продлены на 2 года до 31 декабря 2027 года и были сделаны поправки. Теперь странам разрешено достигать целевого уровня не к 1 ноября, а в диапазоне между 1 октября и 1 декабря. К тому же, при наличии объективных трудностей отдельным странам разрешено заполнять хранилища на 80-90%, а не строго на 90%.

В связи с этими изменениями по состоянию на конец октября 2025 года газовые хранилища в Европе заполнены на 83%, что на 12 п. п. ниже показателя годом ранее.

Такая гибкость в сроках достижения целевого уровня заполненности хранилищ делает цены на газ менее волатильными из-за нивелирования сезонных всплесков спроса.

Динамика заполненности газовых хранилищ Европы



(1) <https://www.consilium.europa.eu/en/infographics/gas-storage-capacity/>
 Источник: Cbonds, МЭА, оценки АТОН

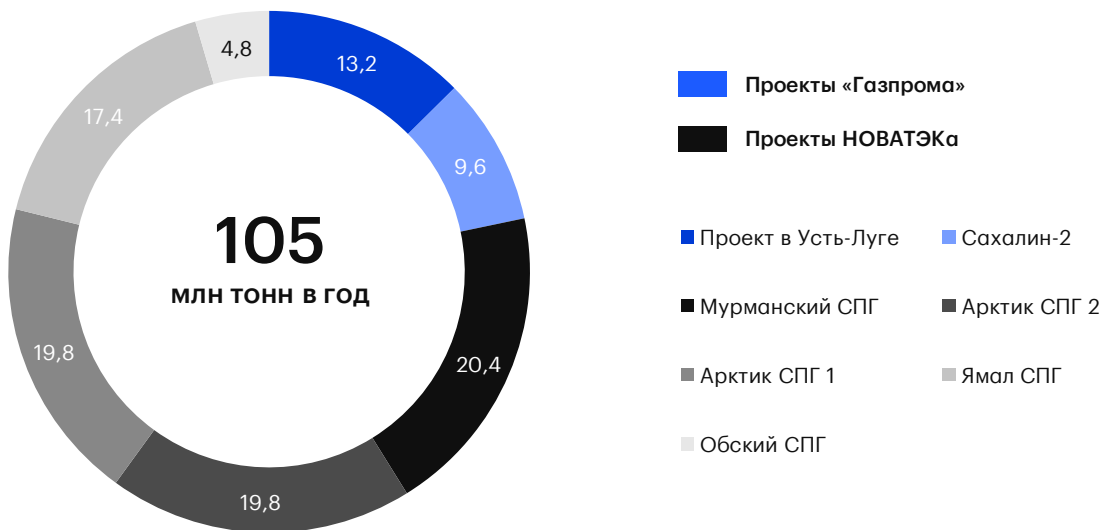
Долгосрочные перспективы рынка СПГ

В апреле 2025 года Минэнерго Российской Федерации подготовило энергостратегию до 2050 года. В документе указаны утвержденные проекты, которые должны быть реализованы к 2030 году для достижения амбициозной цели производства СПГ в 100 млн тонн в год.

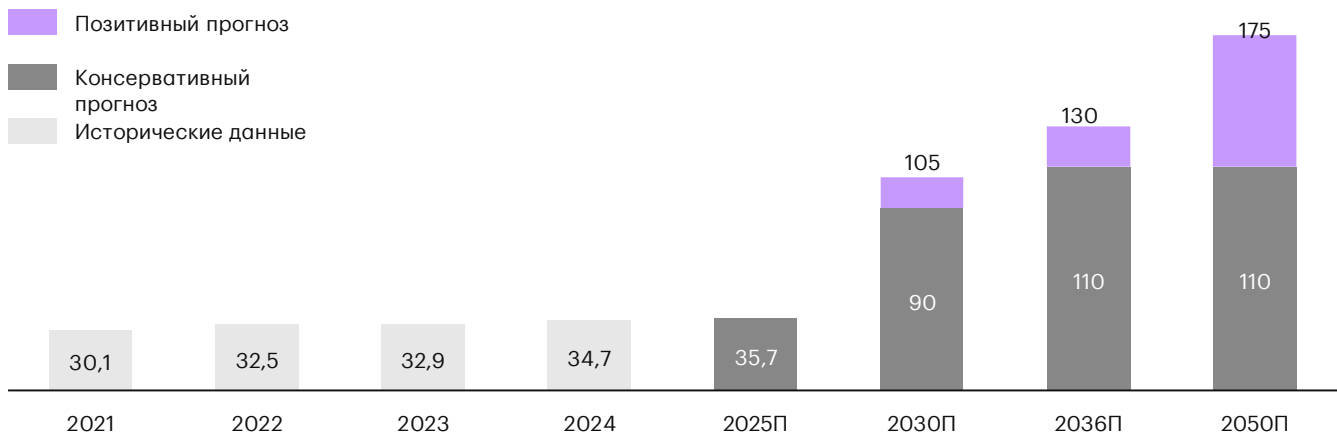
(В 2024 году объем производства СПГ в РФ составил 34,7 млн тонн).

Ключевыми сдерживающими факторами на текущий момент остаются санкционные ограничения и отсутствие судов ледового класса.

Планируемая проектная мощность крупнотоннажных СПГ-заводов в России к 2030 году, млн тонн в год



Прогноз производства СПГ в России, млн тонн в год



Согласно оценкам МЭА, объем мировой торговли СПГ вырос на 4,7% г/г за первые девять месяцев 2025 года. К 2030 году МЭА ожидает увеличение мирового предложения СПГ на 50%. Основными источниками роста производственных мощностей являются Соединенные Штаты Америки и Катар.

Агентство считает, что период низких цен на СПГ может подорвать инвестиционную активность. С учетом длительных сроков реализации СПГ-проектов, это может привести к ужесточению баланса на рынке СПГ после 2030 года.

По мнению МЭА, драйвером роста спроса на СПГ могут быть развивающиеся страны, отличающиеся высокой чувствительностью к цене на энергоносители.

Источник: «Ведомости», Энергетическая стратегия, МЭА, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские нефтегазовые компании и международные аналоги ⁽¹⁾

Компания	Кап-я, \$ млн ⁽²⁾	EV/EBITDA			P/E			Див. ⁽³⁾ дох-ть	ЧД/ EBITDA	Изменение за		
		25П	26П	5Л средн.	25П	26П	5Л средн.			12М	12М	3М
Российские газовые компании												
Газпром	34 705	2,9	2,7	3,5	2,0	2,5	3,4	0%	1,7	-17%	-17%	-10%
НОВАТЭК	40 587	3,4	3,3	7,0	6,5	6,2	10,9	8%	0,1	-16%	-6%	21%
Российские нефтяные компании												
Роснефть	50 255	3,6	3,4	4,2	6,1	5,8	7,0	8%	1,7	-22%	-13%	-19%
ЛУКОЙЛ	39 143	2,6	2,6	3,7	4,2	4,1	7,2	12%	отр.	-21%	-24%	-26%
Татнефть	15 736	3,9	3,7	5,0	5,6	5,3	5,2	8%	0,0	-25%	-22%	-4%
Газпром нефть	27 694	3,1	2,9	4,3	5,3	5,1	4,4	8%	0,8	-14%	-13%	-16%
Транснефть	11 314	1,1	1,1	1,4	3,1	2,9	5,8	14%	отр.	-6%	4%	-5%
Средневзвешенное значение		3,1	3,0	4,5	4,9	4,8	6,7	8%	0,8	-18%	-14%	-9%
Медиана		3,1	2,9	4,2	5,3	5,1	5,8	8%	0,8	-17%	-13%	-10%
Развивающиеся рынки												
Saudi Aramco	1 654 458	7,8	7,8	9,1	16,8	16,4	19,2	5%	0,2	6%	3%	-6%
PetroChina	239 199	4,3	4,2	4,4	10,6	10,6	10,2	6%	0,5	14%	41%	40%
Reliance Industries	224 721	13,4	12,3	13,7	26,5	23,9	20,6	0%	1,4	6%	3%	13%
CNOOC	128 178	2,8	2,8	2,7	7,0	7,0	6,0	7%	отр.	9%	21%	11%
Sinorec	88 651	6,2	5,8	4,4	15,3	13,1	8,5	5%	1,2	-2%	6%	-6%
Petrobras	74 764	3,1	3,1	4,0	4,2	5,0	3,6	11%	1,3	-6%	2%	-15%
ONGC	35 786	5,4	5,1	3,9	7,1	7,8	5,2	5%	0,4	8%	5%	-6%
Oil & Natural Gas	35 786	5,4	5,1	3,7	7,1	7,8	6,4	5%	0,4	8%	5%	-6%
PTT PCL	26 540	5,1	4,9	5,5	9,7	8,9	11,0	6%	1,7	-6%	-2%	-10%
Ecopetrol	19 184	4,4	4,5	4,5	7,8	8,0	8,9	11%	2,1	4%	6%	8%
Sasol	4 014	3,1	3,3	5,1	3,7	4,4	7,8	2%	1,9	22%	70%	2%
Средневзвешенное значение		7,4	7,2	8,2	15,7	15,2	16,4	5%	0,4	6%	8%	0%
Медиана		5,1	4,9	4,4	7,8	8,0	8,5	5%	1,2	6%	5%	-6%
Развитые рынки												
Exxon Mobil	481 347	7,5	7,1	7,5	16,1	15,6	13,6	4%	0,4	6%	11%	-4%
Chevron	306 627	8,4	7,6	6,8	23,3	20,2	15,2	4%	0,8	0%	13%	0%
Royal Dutch Shell	214 586	4,6	4,8	4,6	11,1	11,7	10,8	4%	0,8	6%	15%	9%
Total	136 306	4,5	4,7	4,7	8,8	9,2	9,3	6%	0,7	4%	6%	-8%
ConocoPhillips	109 795	5,1	5,3	5,8	13,7	14,9	12,9	4%	0,7	-6%	0%	-20%
BP	92 666	4,2	4,3	4,6	12,6	12,7	20,4	6%	0,9	9%	29%	18%
Equinor	61 635	1,7	1,8	2,7	8,8	8,7	12,8	6%	0,2	-5%	2%	-3%
Canadian Natural Resources	65 182	6,1	6,3	6,4	12,2	13,6	9,3	5%	0,9	2%	14%	-7%
Occidental Petroleum	39 456	5,4	5,9	6,5	18,0	22,1	20,2	2%	1,3	-7%	3%	-20%
Suncor Energy	47 298	5,1	5,4	5,5	13,1	15,4	9,7	4%	0,6	3%	15%	5%
Eni	57 502	4,4	4,4	3,5	10,5	10,5	11,9	7%	0,9	8%	27%	13%
Imperial Oil	43 773	8,5	9,2	11,7	15,3	16,7	10,3	2%	0,4	7%	33%	28%
Woodside Energy	30 985	4,8	5,4	5,0	13,7	20,8	10,4	6%	0,9	-5%	27%	5%
Inpex Corp	23 264	3,3	3,4	3,4	9,4	9,9	6,6	4%	0,5	34%	56%	41%
Santos	13 297	5,3	4,2	4,9	13,4	10,2	9,2	6%	1,6	-19%	8%	-7%
Repsol	20 668	4,1	4,0	4,2	6,7	6,6	8,0	6%	0,8	22%	47%	34%
OMV	17 882	4,0	4,3	3,7	9,2	8,6	6,2	9%	0,5	7%	9%	31%
MOL Hungarian	6 982	3,1	3,1	3,4	5,9	5,6	4,5	10%	0,6	-5%	-1%	14%
Murphy Oil	3 825	4,2	3,8	3,9	21,4	14,5	8,6	5%	0,8	12%	30%	-14%
Средневзвешенное значение		6,1	6,0	6,0	14,9	14,7	12,9	4%	0,7	4%	14%	1%
Медиана		4,6	4,7	4,7	12,6	12,7	10,3	5%	0,8	4%	14%	5%

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) По данным на 14 ноября 2025 года. (2) Выплата дивидендов не гарантирована.

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

© ООО «АТОН», 2025. Все права защищены.

Сравнительные мультипликаторы: российские нефтегазовые компании и международные аналоги

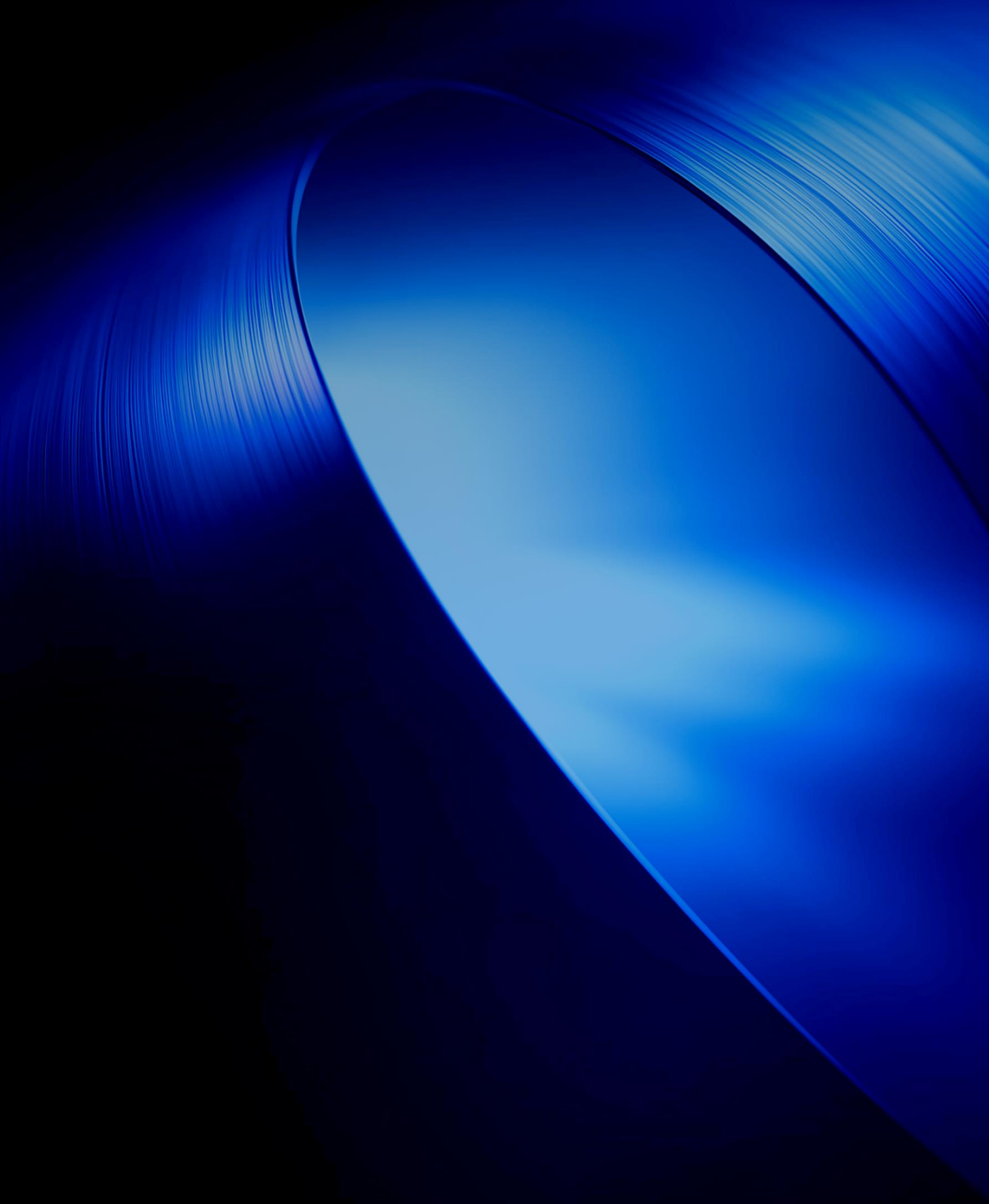
Компания	Кап-я, \$ млн	EV/EBITDA			P/E			Див. ⁽²⁾ дох-ть	ЧД/ EBITDA	Изменение за		
		25П	26П	5Л средн.	25П	26П	5Л средн.	12М	12М	3М	6М	12М
Российские газовые компании												
Газпром	34 705	2,9	2,7	3,5	2,0	2,5	3,4	0%	1,7	-17%	-17%	-10%
НОВАТЭК	40 587	3,4	3,3	7,0	6,5	6,2	10,9	8%	0,1	-16%	-6%	21%
Российские нефтяные компании												
Роснефть	50 255	3,6	3,4	4,2	6,1	5,8	7,0	8%	1,7	-22%	-13%	-19%
ЛУКОЙЛ	39 143	2,6	2,6	3,7	4,2	4,1	7,2	12%	отр.	-21%	-24%	-26%
Татнефть	15 736	3,9	3,7	5,0	5,6	5,3	5,2	8%	0,0	-25%	-22%	-4%
Газпром нефть	27 694	3,1	2,9	4,3	5,3	5,1	4,4	8%	0,8	-14%	-13%	-16%
Транснефть	11 314	1,1	1,1	1,4	3,1	2,9	5,8	14%	отр.	-6%	4%	-5%
Средневзвешенное значение		3,1	3,0	4,5	4,9	4,8	6,7	8%	0,8	-18%	-14%	-9%
Медиана		3,1	2,9	4,2	5,3	5,1	5,8	8%	0,8	-17%	-13%	-10%
Сланец												
EOG Resources	57 471	4,7	4,4	5,8	10,5	10,3	14,3	4%	0,3	-11%	-3%	-14%
Diamondback Energy	39 996	6,2	6,4	5,9	10,8	12,6	9,5	3%	1,4	-4%	5%	-21%
Devon Energy	20 663	3,8	3,9	5,0	8,2	8,3	11,2	3%	0,9	1%	6%	-17%
Средневзвешенное значение		5,1	5,0	5,7	10,2	10,7	12,1	3%	0,8	-6%	1%	-17%
Медиана		4,7	4,4	5,8	10,5	10,3	11,2	3%	0,9	-4%	5%	-17%

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) По данным на 14 ноября 2025 года. (2) Выплата дивидендов не гарантирована.

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

Металлы и добыча



Взгляд на металлургические и добывающие компании

«Северсталь», НЛМК, ММК: инвестиционный цикл и ограничения экспорта

«Северсталь» находится на пике своего инвестиционного цикла, направляя на модернизацию и развитие активов до 170 млрд рублей в 2025 году. Мы считаем правильной стратегию развития железорудного дивизиона, учитывая ограниченный спрос на сталь в России и трудности экспорта. Стратегия «Северстали» нацелена на обеспечение лидерства по эффективности в долгосрочной перспективе, и за это инвесторы готовы платить существенную премию — на данный момент около 30% к средней оценке сектора по EV/EBITDA. Экспортные возможности «Северстали» помогают компании поддерживать высокую загрузку производственных мощностей.

НЛМК, напротив, демонстрирует большую операционную гибкость. Отсутствие прямых санкций позволяет компании поставлять стальные полуфабрикаты на европейский рынок. Однако преимущества этой сбытовой схемы сейчас нивелируются сильным курсом рубля, а также ценовой премией на сталь на российском рынке. НЛМК достаточно ограниченно (по сравнению с «Северсталью» и ММК) раскрывает финансовую и операционную информацию; также компания не оправдала ожиданий инвесторов касательно выплаты дивидендов, что в целом неудивительно, учитывая непростую ситуацию на рынке стали.

ММК по-прежнему в основном поставляет стальную продукцию на внутренний рынок, на который приходится около 90% продаж. В текущих условиях с учетом ценовой премии на внутреннем рынке это не является существенным недостатком. Однако такая модель ограничивает потенциал роста, напрямую привязывая его к динамике российской экономики и инвестиционной активности в строительном и машиностроительном секторах, а также ограничивает возможности получения доходов с зарубежных рынков в случае, например, существенной девальвации рубля. Рынок учитывает эту особенность компании, и ММК торгуется с 20% дисконтом к средней оценке российских производителей стали.

«Норильский никель»: прямой бенефициар роста цен на корзину металлов

Бизнес-модель «Норникеля», основанная на уникальной рудной базе и диверсифицированной корзине металлов (Никель, медь, палладий, платина), остается одной из самых рентабельных в мире.

«Норникель» — ключевой бенефициар роста цен на корзину металлов. Продажи меди, палладия, платины и золота составляют существенную долю от консолидированной выручки компании — около 80%. Мы считаем, что рост цен на драгоценные металлы может продолжиться, что также может способствовать дальнейшему росту цен на палладий с учетом его частичной взаимозаменяемости с платиной в автомобильных катализаторах. Перебой с поставками меди из Индонезии и Конго, вероятно, носят временный характер. Однако рынок, скорее всего, будет оставаться в структурном дефиците в ближайшие 3–6 месяцев. Помимо цен на металлы, ключевыми факторами роста прибыли могут стать ожидаемая девальвация рубля и возобновление дивидендов. Оптимизация оборотного капитала до \$2,5 млрд и контроль себестоимости могут дать дополнительный позитивный эффект, влияние которого на оценку будет, однако, ограниченным.

РУСАЛ и Эн+: плюсы вертикальной интеграции

Бизнес-модель РУСАЛа чрезвычайно чувствительна к двум факторам — ценам на алюминий и стоимости заемного капитала. Ключевое конкурентное преимущество компании — один из самых низких в мире уровней издержек на производство «зеленого» алюминия благодаря использованию гидроэнергетики. Позитивный эффект от роста цен на алюминий пока что нивелируется крепкостью российского рубля. Долговая нагрузка остается высокой (выше 5x ЧД/EBITDA⁽¹⁾), поэтому вероятность дивидендов за 2025–26 гг. стремится к нулю. Считаем бумаги Эн+ более привлекательными в отсутствие сильной девальвации рубля и с учетом все более консервативных ожиданий по снижению ключевой ставки. Долговая нагрузка Эн+ существенно ниже, чем у РУСАЛа (3,5x по ЧД/EBITDA⁽¹⁾), а прибыль в два раза менее чувствительна к укреплению рубля: ее энергетический сегмент генерирует рублевую выручку и сопоставимую с РУСАЛом EBITDA. Наличие энергетического сегмента позволяет Эн+ выигрывать от роста тарифов на электроэнергию, в то время как у РУСАЛа из-за этого растет себестоимость производства алюминия.

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) На 30 июня 2025 года.

Источник: оценки АТОН

АЛРОСА: прохождение дна рынка

АК «АЛРОСА» сохраняет статус одного из мировых лидеров по объему добычи алмазов, базируясь на вертикально интегрированной модели — компания контролирует ключевые трубки в Якутии и Архангельской области, обеспечивая порядка 25–30% мирового предложения. Рынок алмазов переживает структурную коррекцию. С одной стороны, наблюдается устойчивый спрос на ювелирные изделия в США и Китае, что создает потенциал для восстановления цен. С другой стороны, избыточные запасы, торговые войны, а также рост конкуренции с искусственными бриллиантами продолжают сдерживать восстановление продаж и цен. АЛРОСА сохраняет сильный баланс, что позволяет ей адаптироваться к текущей непростой ситуации на рынке и при необходимости ограничивать объемы продаж. Вероятно, ситуация на рынке может измениться к лучшему в 2026 году. ⁽¹⁾ Компании важно сохранять способность реализации больших объемов алмазной продукции без существенных дисконтов к мировым бенчмаркам.

«ФосАгро»: защитная история, постепенный рост производства

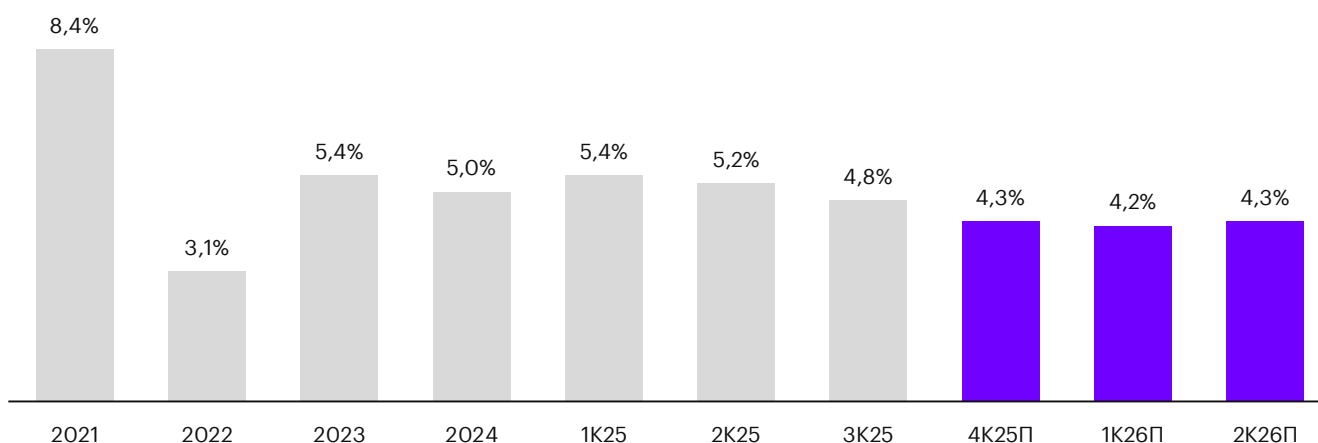
Один из мировых лидеров по производству высококачественных фосфорных удобрений благодаря полной вертикальной интеграции от добычи апатитового концентрата на Кольском полуострове до сбыта готовой продукции. Ключевое преимущество «ФосАгро» — один из самых низких в мире показателей себестоимости, что обеспечивает высокую рентабельность даже в периоды низких цен на удобрения. «ФосАгро» перешла к новому этапу развития до 2030 года — новая стратегия предполагает дальнейший рост производства на 16% к 2030 году за счет модернизации действующих мощностей и повышения эффективности логистики. Компания не находится под прямыми санкциями, что обеспечивает ей операционную гибкость на международных рынках. ⁽²⁾ Цены на удобрения находятся на высоких уровнях, что может способствовать росту прибыли компании даже в условиях крепкого рубля. Индексация внутренних цен на удобрения могла бы стать важным фактором поддержки инвестиционного кейса компании.

(1) Наступление указанных событий не гарантировано. (2) <https://www.interfax.ru/business/1051324>
Источник: оценки АТОН

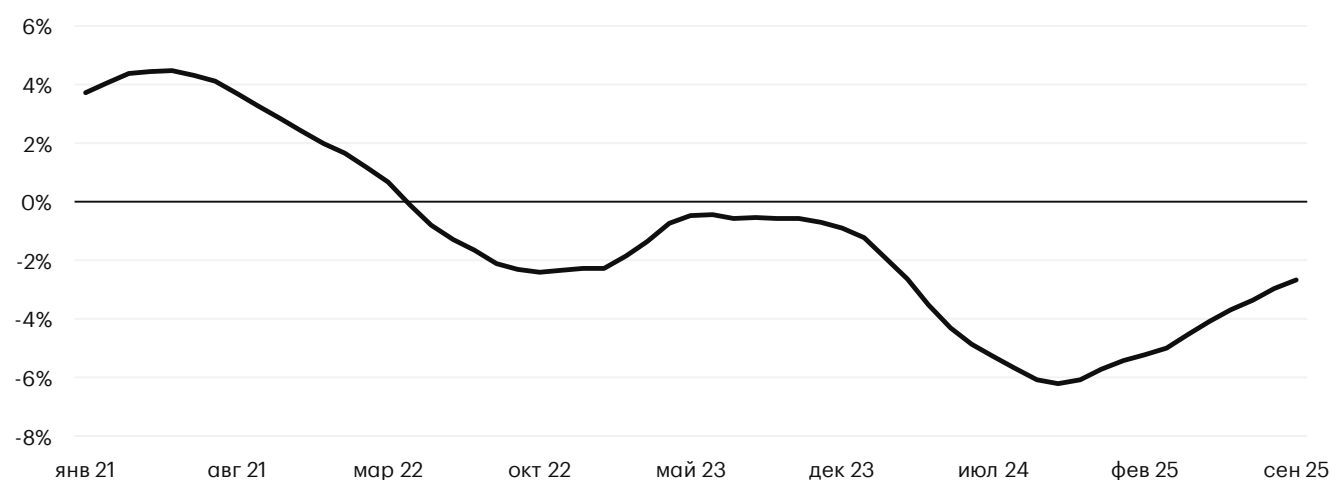
Проблемы в секторе недвижимости Китая сохраняются

- На 4,8% г/г вырос ВВП Китая в 3-м квартале 2025 г., что близко к целевому показателю 5%, несмотря на давление, которое оказывает кризис в секторе недвижимости.
- Консенсус-прогноз роста ВВП Китая на 2025 г. составляет 4,8% год к году, что предполагает замедление роста в 4-м квартале после роста на 5,4% и 5,2% в 1-м и 2-м кварталах соответственно.
- Ключевыми драйверами роста остаются государственные инвестиции, мягкая монетарная политика и субсидии, что создает опасения по поводу его устойчивости.
- Около 25% ВВП Китая обеспечивает рынок недвижимости. Динамика цен и объемов продаж остается отрицательной, однако темпы снижения замедлились.
- Несмотря на замедление темпов падения цен (до -2,7% г/г в сентябре 2025 г.), говорить о скором выходе сектора из затяжного кризиса, вероятно, преждевременно.
- Спрос на жилую недвижимость находится на 75% ниже максимума 2017 г. и составляет около 5 млн единиц в год. При этом проблема снижения спроса носит структурный характер и частично вызвана сокращением населения.

Динамика ВВП Китая г/г, %



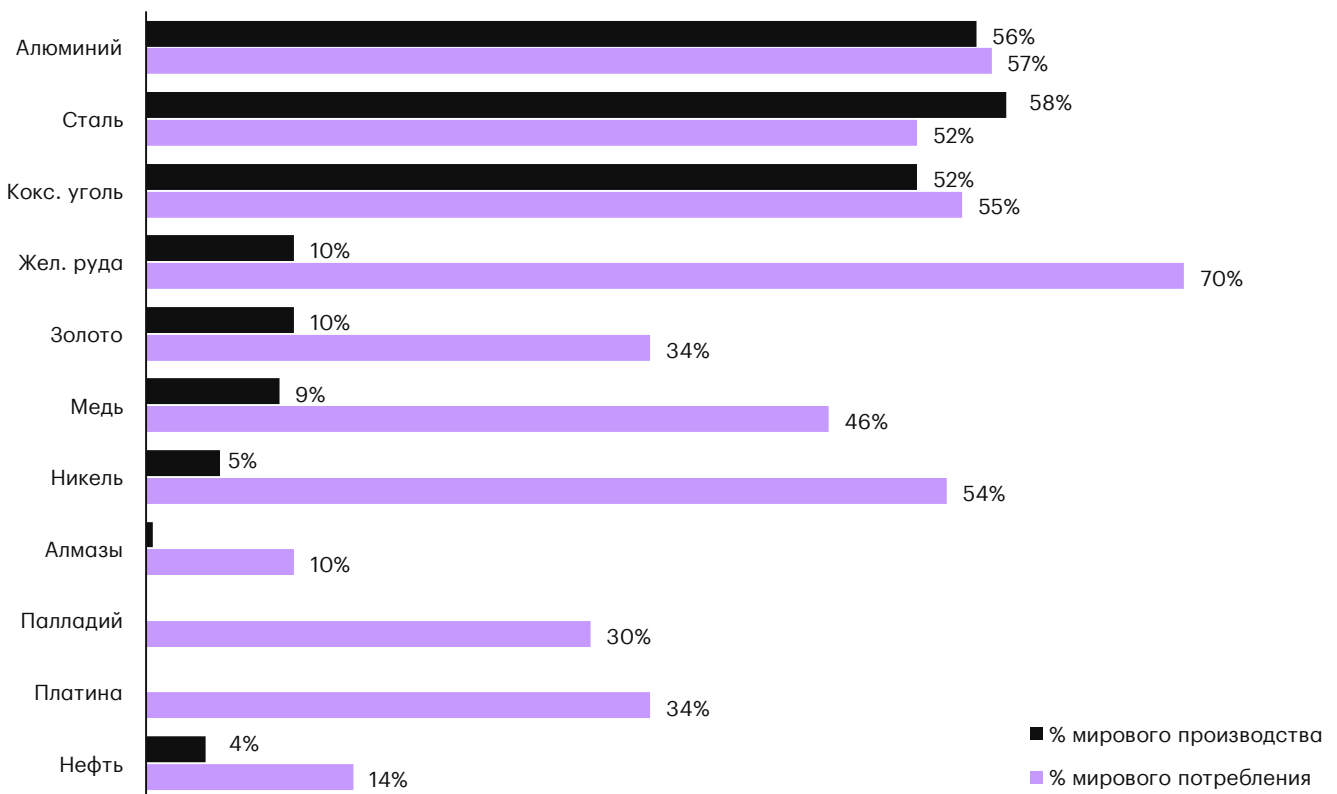
Динамика цен новостроек в 70 городах Китая г/г, %



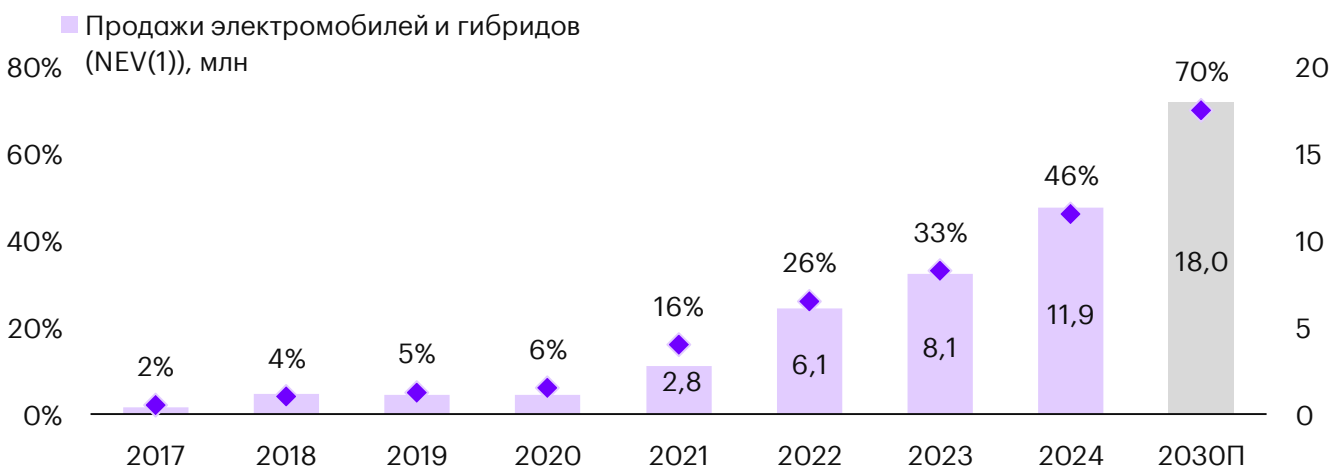
Источник: Investing.com, оценки и прогнозы АТОН

- Китай — ключевой игрок на мировом сырьевом рынке. На Китай приходится до 30–70% мирового спроса на ряд металлов и материалов.
- Темпы роста экономики Китая являются во многом определяющими для цен на мировом товарном рынке и для баланса спроса и предложения. Проблемы в секторе недвижимости и внешние риски способны ухудшить прогнозы спроса на сырье.
- При этом экспорт из Китая в США составил всего около 3% от ВВП в 2024 г., что дает экономике Китая запас прочности в условиях торговых войн.
- Отдельно стоит отметить рост спроса на электромобили и гибриды в Китае на 46% г/г в 2024 году. К 2030 году ожидается дальнейший рост примерно на 50% до 17-18 млн единиц в год, чему способствуют меры государственной поддержки.

Приблизительная доля Китая в мировом производстве/потреблении



Продажи электромобилей и гибридов и динамика их доли в продажах транспортных средств в Китае



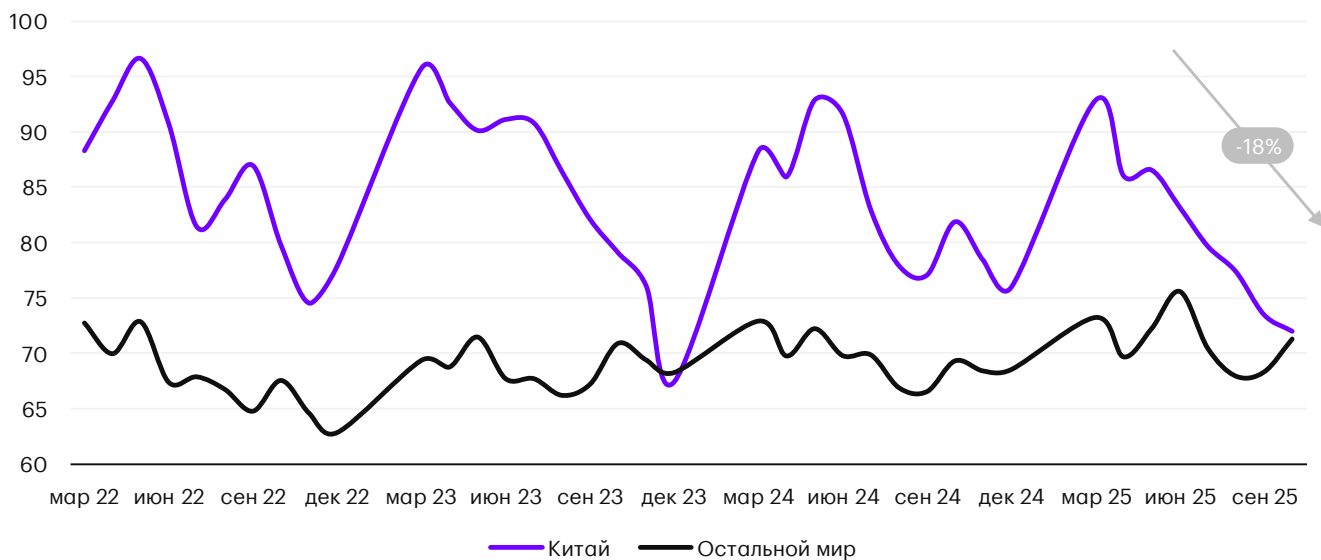
(1) NEV — new energy vehicle

Источник: S&P Global, OECD, Mineral Commodity Summary, Oxford Energy, оценки и прогнозы АТОН

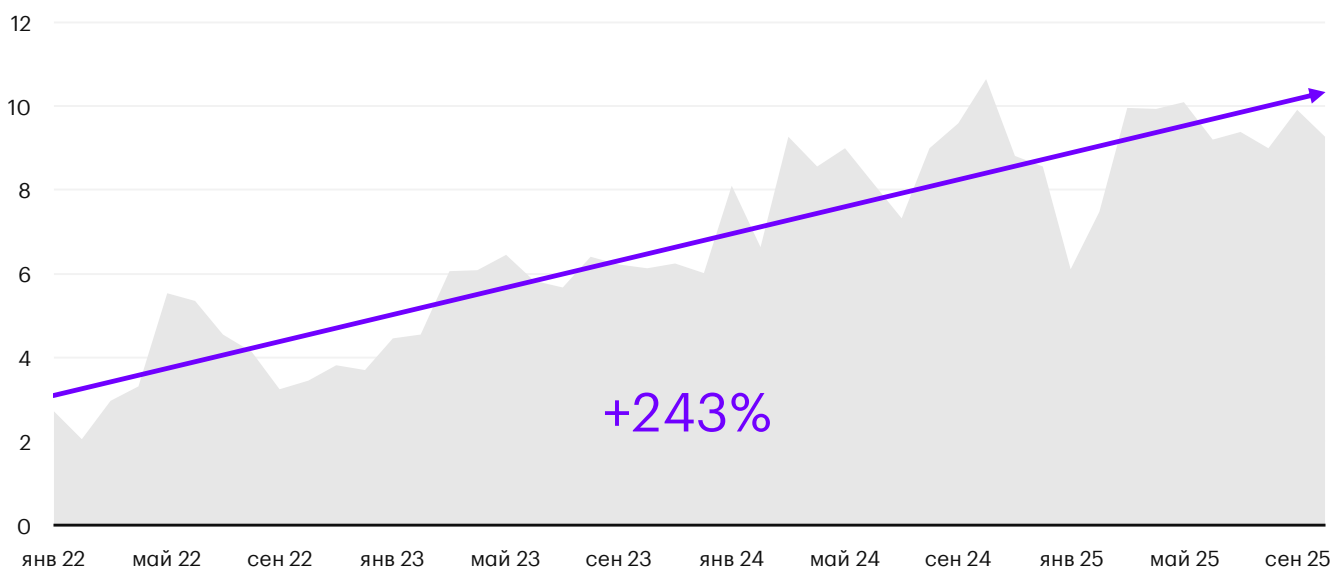
Экспорт стали из Китая остается высоким, несмотря на снижение производства

- Несмотря на торговые войны, чистый экспорт стали из Китая продолжает стабильно увеличиваться, достигнув в январе-октябре 2025 года 90,4 млн тонн (+5% г/г).
- Вклад промышленного сектора в ВВП Китая в 2024 г. составил 37%. При этом промышленная активность в Китае находится в фазе сокращения (индекс Manufacturing PMI ниже 50) уже 6 месяцев подряд начиная с апреля 2025 года.
- В октябре производство стали в Китае сократилось до самого низкого уровня в 2025 году — 72,0 млн тонн (-12% г/г). Производство в остальном мире показало рост на 7% г/г и достигло 71,3 млн тонн.
- Динамика промышленной активности может отражать влияние тарифных войн с США, основной удар от введения тарифов принимали на себя экспортеры малого и среднего размера.

Производство стали, млн тонн



Чистый экспорт стали из Китая, млн тонн



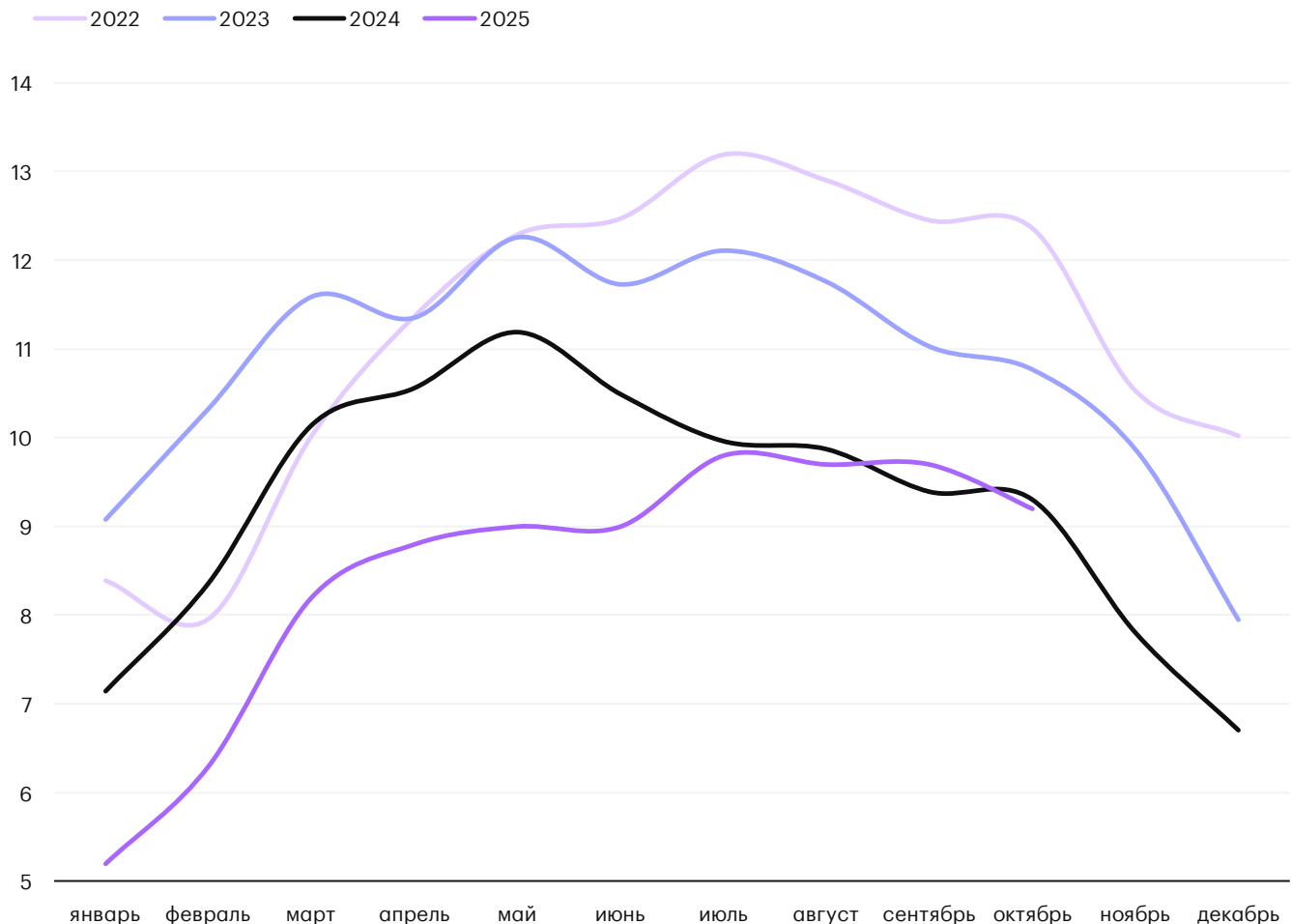
Источник: Cbonds, Investing.com, National Bureau of Statistics of China, оценки АТОН

Падение перевозок строительных материалов и цемента по ж/д России

Объем перевозок строительных материалов по сети РЖД снижается третий год подряд и является опережающим индикатором, указывающим на замедление активности в строительной отрасли.

- С января по октябрь 2025 года объем грузовых перевозок строительных материалов ж/д транспортом снизился на 12% г/г до 84,9 млн тонн, что на 24% ниже уровня 2023 года.
- За тот же период времени ж/д перевозки цемента упали до 17,8 млн тонн, что на 13% ниже показателя 2024 года.
- В сентябре 2025 года погрузки строительных материалов превзошли показатель 2024 года, что может свидетельствовать о постепенном начале восстановления спроса.
- В то же время погрузка черных металлов сократилась на 17% г/г до 42,3 млн тонн в январе-октябре 2025 года и в октябре оказалась на 19% ниже прошлогоднего показателя (на 36% ниже, чем в октябре 2023 года).
- Экспортные цены на сталь снизились с начала 2025 года (-7% в долларовом выражении), в среднем по году цены снизились на 14% г/г и остаются низкими.
- Дополнительное давление на рентабельность экспортных поставок оказывает укрепление рубля на 21% с начала 2025 года. В рублевом выражении цена HRC Black Sea снизилась на 26% с начала года и достигла 36,1 тыс. руб. за тонну.

Объем погрузки строительных материалов на ж/д транспорте, млн тонн



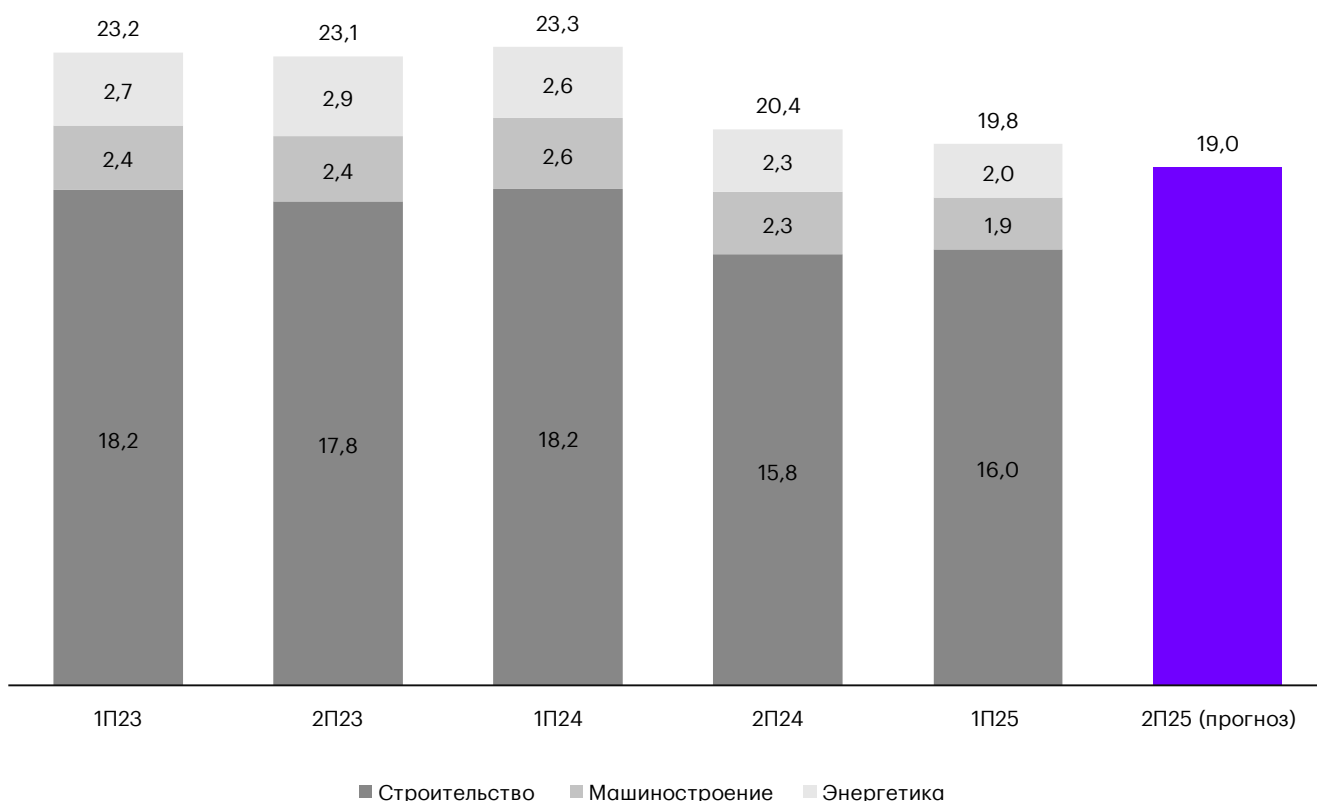
Источник: данные РЖД, Sbondс, оценки и прогнозы АТОН

Падение внутреннего спроса на сталь в России

В 2024 году потребление стали в России снизилось на 5% г/г до 43,7 млн тонн. По нашим оценкам, больше всего на динамику потребления повлиял строительный сектор, показавший падение на 5% г/г.

- В 1-м полугодии 2025 года потребление стали в России сократилось на 15% г/г до 19,8 млн тонн. Высокая ключевая ставка ЦБ РФ, общее замедление экономики и падение спроса со стороны строительной отрасли оказало давление на спрос в 2025 году.
- Согласно оценкам «Северстали», по итогам 2025 года ожидается снижение спроса на сталь на 10–12% до 38,5–39 млн тонн при более стабильной динамике во 2-м полугодии 2025 за счет низкой базы 2-й половины 2024.
- Общий объем производственных мощностей по производству стали в России составляет 76 млн тонн в год, что почти в 2 раза превышает прогноз внутреннего потребления.
- В 2026 году мы ожидаем начала восстановления внутреннего спроса на сталь при условии продолжения смягчения ДКП и снижения ключевой ставки ЦБ РФ⁽¹⁾.

Рынок металлопотребления, млн тонн



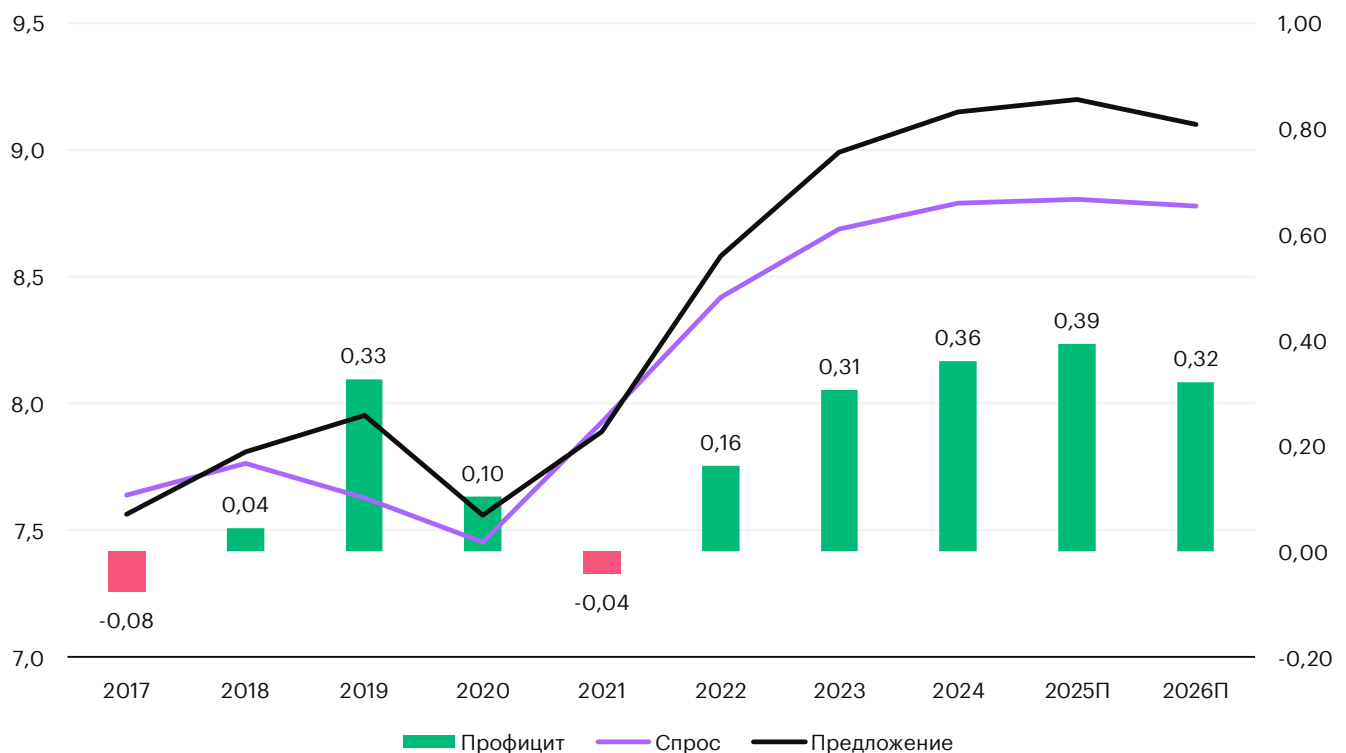
(1) Наступление указанных событий не гарантировано
 Источник: «Интерфакс», «Ведомости», оценки и прогнозы АТОН

Цены на коксующийся уголь остаются слабыми

МЭА* прогнозирует небольшое сокращение профицита угля до 0,3 млрд тонн в 2026 г. в результате снижения производства в Китае, ЕС и России при сохранении текущего уровня спроса:

- Замедление строительной активности в Китае приводит к сокращению загрузки доменных печей и снижению закупок коксующегося угля на мировых рынках.
- Постепенный переход на электродуговые печи сдерживает спрос на коксующийся уголь; стагнация сталелитейного производства в ЕС также ограничивает спрос на уголь.
- Сокращение производства в большинстве стран может быть компенсировано ростом добычи в Индии и Китае.
- Цены на энергетический уголь находятся под давлением низкого спроса в мире, особенно в Индии и Китае. Потребление угля в Китае составило 4,9 млрд тонн (56% мирового спроса), при этом 85% угля, потребляемого в Китае, — это энергетический уголь.
- Темпы роста экономики и восстановление сектора недвижимости Китая — структурные драйверы спроса на энергетический и коксующийся уголь соответственно.
- Долгосрочную угрозу спросу на энергетический уголь представляет тенденция к декарбонизации и переходу на «зеленые» источники энергии.
- Мировые цены как на коксующийся, так и на энергетический уголь в целом находятся на уровне начала 2025 года.

Мировой баланс производства и потребления угля, по данным МЭА, млрд тонн в год



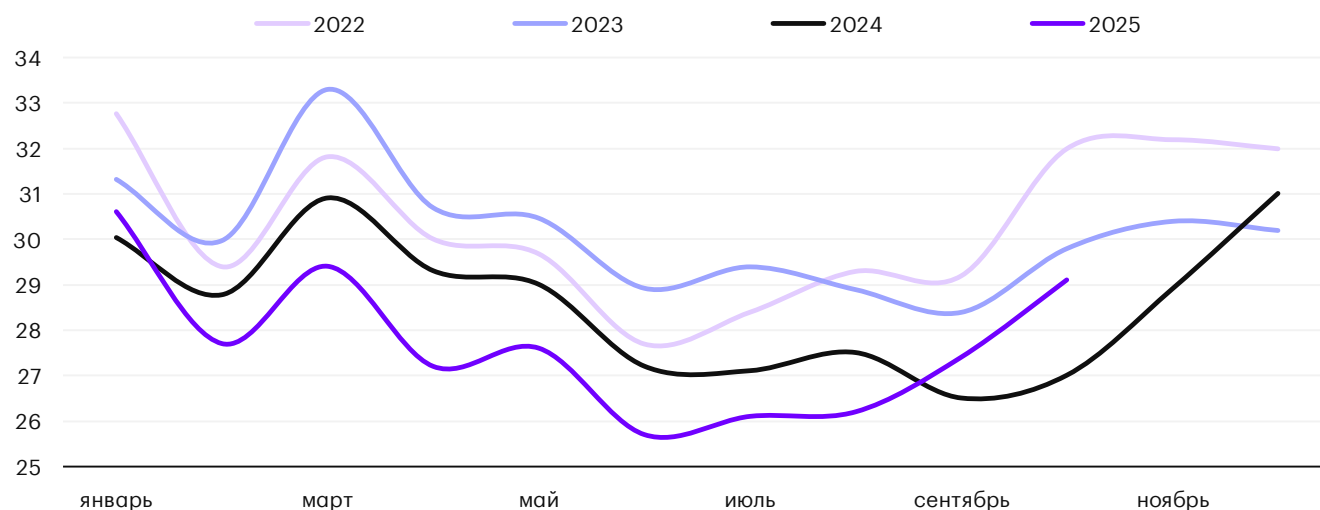
Экспорт российского угля демонстрирует небольшой рост

Экспорт угля из России за январь-сентябрь 2025 года составил 152,6 млн тонн, что на 3,8% выше, чем за аналогичный период 2024 года.

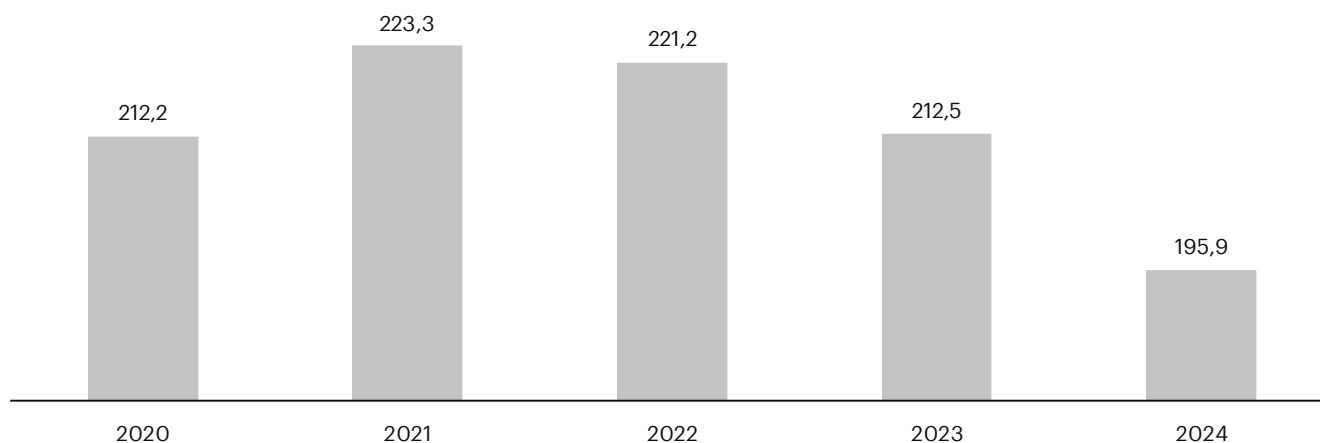
- Основной экспорт российского угля проходит через дальневосточные порты на фоне более выгодных цен (на \$7–20/т) по сравнению с западными портами из-за повышенного спроса со стороны Китая и Южной Кореи.
- Рост экспорта в первые девять месяцев 2025 года происходит на фоне низкой базы 2024 года. С 2021 по 2024 год экспорт из России снизился на 12%. В контексте последних 5 лет экспорт остается низким.

- Объем ж/д погрузки за десять месяцев 2025 сократился на 2% год к году до 277,0 млн тонн. Снижение относительно 2023 года составило 8%. При этом в сентябре-октябре 2025 года был зафиксирован рост на 6% относительно прошлогоднего показателя.
- По данным Росстата, внутренние цены на коксующийся уголь с начала 2025 года снизились на 28% до 3 605 тыс. руб. (-13% в долларах), что в целом на уровне 2021 года и почти на 70% ниже пиковых значений 2022 года.

Объем погрузки каменного угля и кокса на ж/д транспорте (млн тонн)



Объем экспорта угля из России, млн тонн

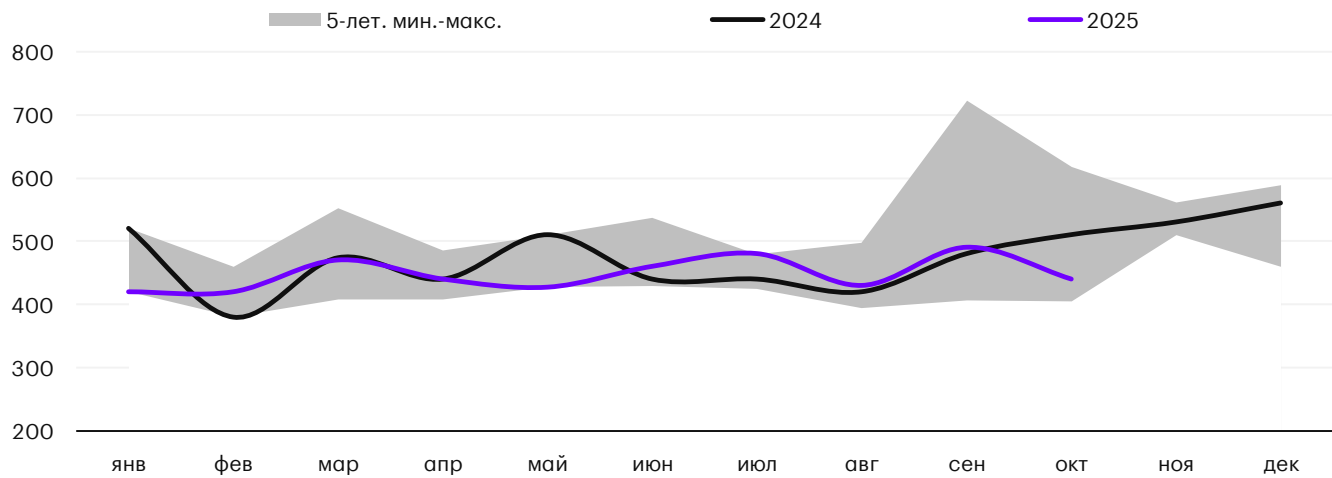


Источник: данные РЖД, «Коммерсантъ», «Ведомости» оценки и прогнозы АТОН

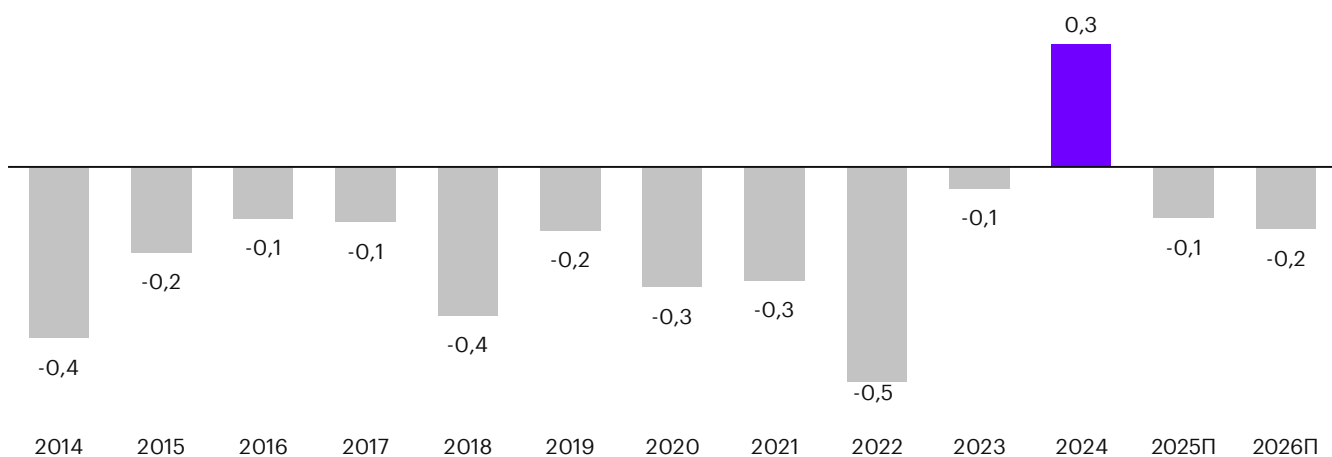
Перебои в производстве меди

- С начала 2025 года медь выросла в цене на 24% и в среднем по году стоит \$9 753/т, что на 6% превышает уровень 2024 года (\$9 176/т), несмотря на снижение импорта в Китай на 3,0%.
- В 2025-2026 годах ожидается дефицит меди в размере 100–150 тыс. тонн на фоне перебоев с поставками и высокого спроса в сегментах «зеленой» энергетики и ИИ.
- Приостановка добычи на шахте Грасберг (3% мировой добычи, 2-е место в мире по объему добычи) в результате оползня в сентябре 2025 года, а также затопление шахты Котоа-Кукула (2%) в Конго и ряд инцидентов на шахтах в Чили дестабилизируют предложение меди.
- Медь — один из ключевых металлов, необходимых для строительства ИИ-инфраструктуры. В 2025 году затраты на строительство центров обработки данных в США выросли на 18% при общем снижении расходов на промышленные проекты на 2,5%.
- Долгосрочным фактором поддержки цен выступает структурный рост спроса на 40% (или 10 млн т) к 2040 году с 26,5 млн т в 2024 г. на фоне декарбонизации и развития цифровых экономик.

Импорт необработанной меди в Китай стабилен с начала года, тыс. тонн



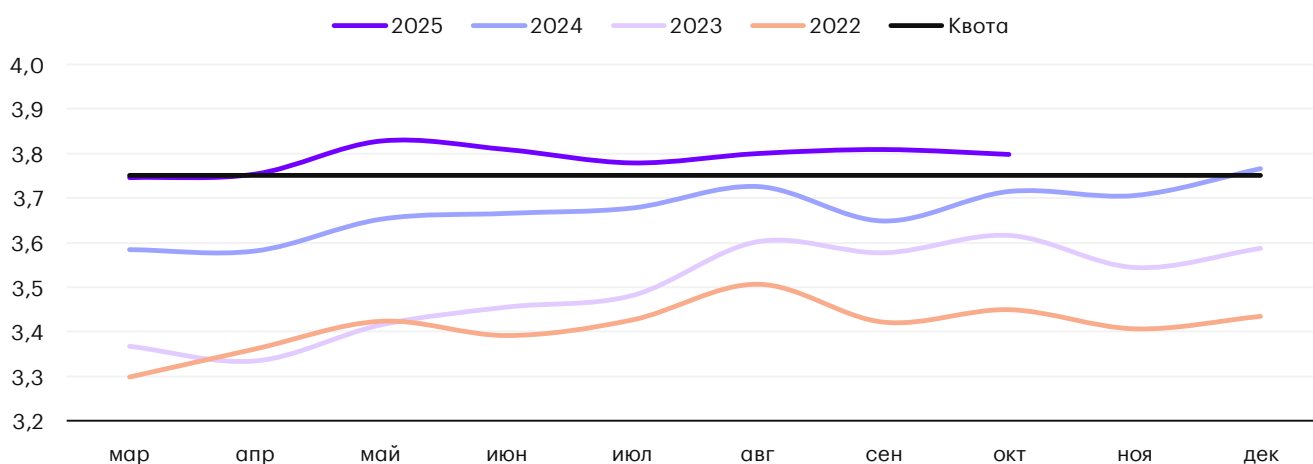
Баланс спроса и предложения на рынке меди, млн тонн



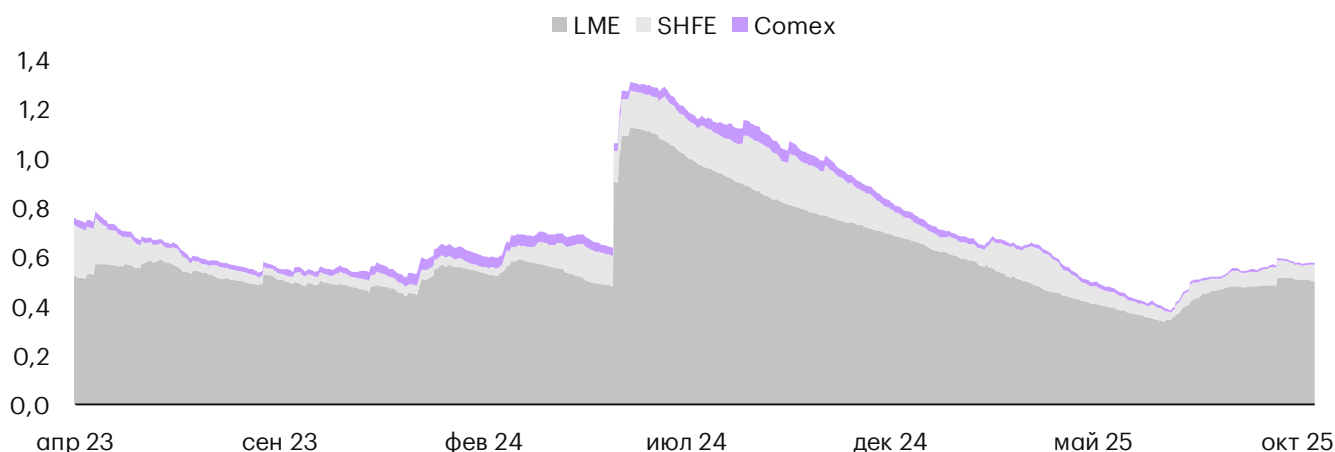
Переход рынка алюминия к структурному дефициту

- Согласно опросу Reuters⁽¹⁾, в 2025 году ожидается дефицит алюминия в 100 тыс. тонн с увеличением до 365 тыс. тонн в 2026 году после небольшого профицита в 2024 г. В долгосрочной перспективе спрос на алюминий поддерживается энергетическим переходом.
- Доля Китая в мировом производстве алюминия превышает 60% в результате роста производства в стране более чем в 10 раз с 2002 года. В 2025 году также вероятен рост производства на 3%, несмотря на приближение к внутренней квоте в 45 млн тонн в год.
- С начала 2025 года цена алюминия выросла на 10% и в среднем по 2025 году составляет \$2 606/т, что на 8% выше, чем в 2024 году (\$2 404/т).
- Текущие запасы алюминия на трех ключевых биржах (Лондонской, Шанхайской и Comex) составляют 0,6 млн тонн⁽²⁾, что соответствует примерно 3 дням мирового потребления. Уровень запасов вырос на 50% с июля 2025 года.
- Исторически около 80% биржевых запасов алюминия приходится на Лондонскую биржу металлов (LME), что привело к волатильности запасов после запрета на поставку российского алюминия на LME.

Производство алюминия в Китае, млн тонн



Запасы алюминия на ключевых биржах, млн тонн



(1) <https://www.devere-group.com/aluminium-price-forecast-2025-supply-shortfall-to-drive-bullish-outlook/>

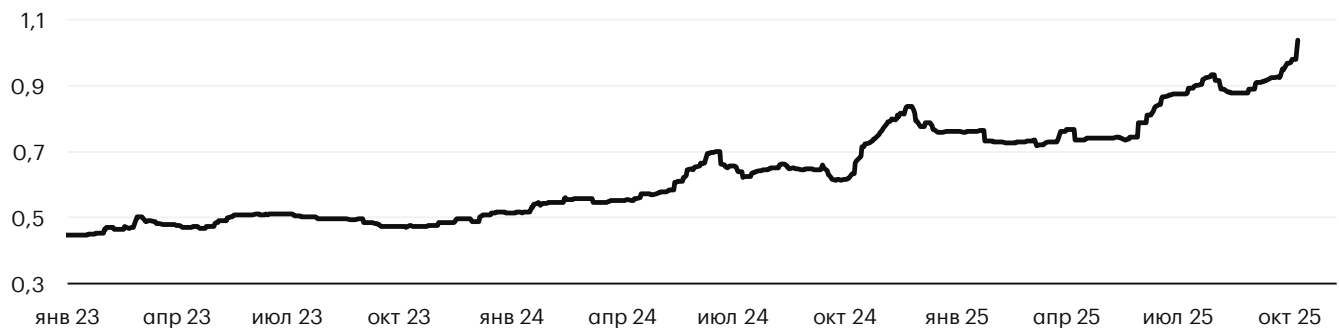
(2) По данным на 31 октября 2025 года.

Источник: deVere, National Bureau of Statistics of China, Reuters, оценки АТОН

Платина и палладий как альтернатива золоту

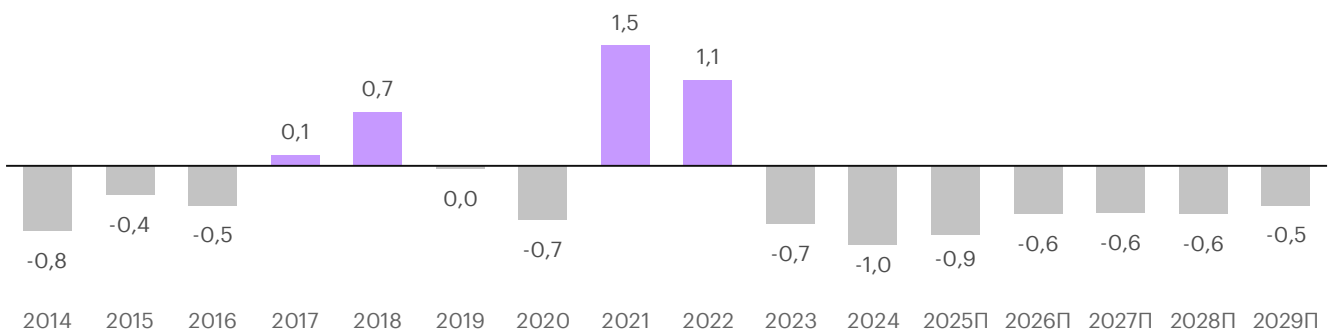
- Цены на палладий выросли на 51% с начала 2025 года, однако цена все еще более чем на 50% ниже максимумов 2022 года.
- Запасы палладия в ETF-фондах с января 2025 года **увеличились на 37%** до 1 млн унций. Ралли в ценах на золото стимулирует инвестиционный спрос на другие драгоценные металлы.
- WPIС ожидает⁽¹⁾ сокращения структурного дефицита палладия до 260 тыс. унций с 689 тыс. унций в 2024 году в основном на фоне снижения спроса со стороны автомобильной отрасли.
- Сохраняющийся дисконт к платине может оказать дальнейшую поддержку ценам на палладий с учетом взаимозаменяемости металлов в производстве некоторых типов автомобильных катализаторов.
- Риск введения пошлин на палладий со стороны США, в том числе в отношении России (40% мирового производства), поддерживает краткосрочный спрос.
- Более 80% спроса на палладий обеспечивает производство бензиновых катализаторов, что делает металл более уязвимым (в сравнении с платиной) к тренду на отказ от ДВС и развитие NEV в Китае и ЕС.

Рост запасов палладия в ETF-фондах, млн унц.



- В 2025 году ожидается снижение мирового производства платины (на 3% г/г) из-за падения первичного предложения в Южной Африке (70% мировой добычи) на 6%.
- WPIС ожидает роста ювелирного спроса на 11% до 2,2 млн унций, возможно, под влиянием тренда на замещение в ювелирных изделиях золота, подорожавшего на 51% в 2025 году.
- По итогам 2025 ожидается снижение спроса на платину со стороны ключевой (38% мирового потребления) автомобильной отрасли на 3% относительно 2024 года.
- Несмотря на рост запасов ETF-фондов на 4% с начала сентября, инвестиционный спрос со стороны фондов в целом не показывает существенного роста; объем платины в биржевых фондах (ETF) с начала года снизился на 1% и составляет 3,1 млн унц⁽²⁾.

Прогноз баланса рынка платины, млн унций



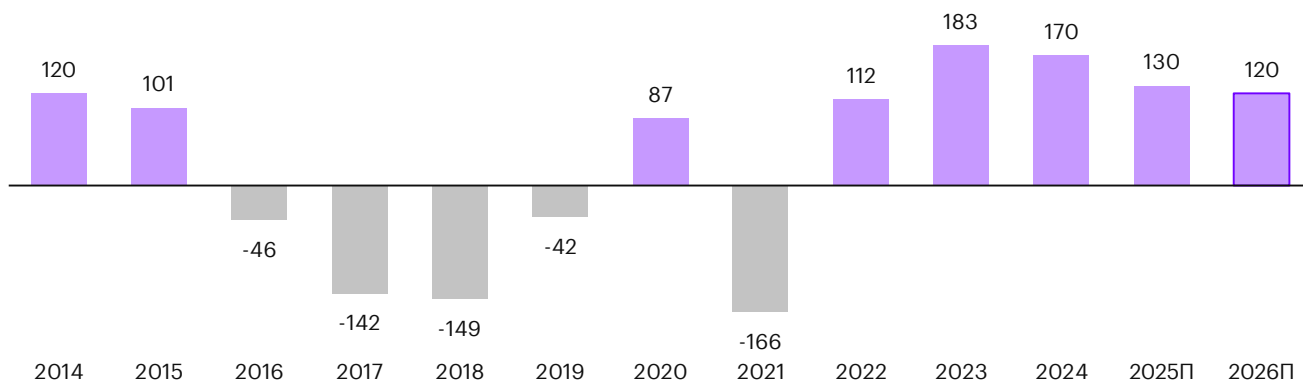
(1) <https://platinuminvestment.com/investment-research/essentials/sep25-five-year-supply-demand-outlook-current-price-levels-unlikely-to-shift-fundamentals-away-from-deficits?page=1&term=&category=> (2) По данным на 31 октября 2025 года.

Источник: Metals Focus, World Platinum Investment Council, оценки АТОН

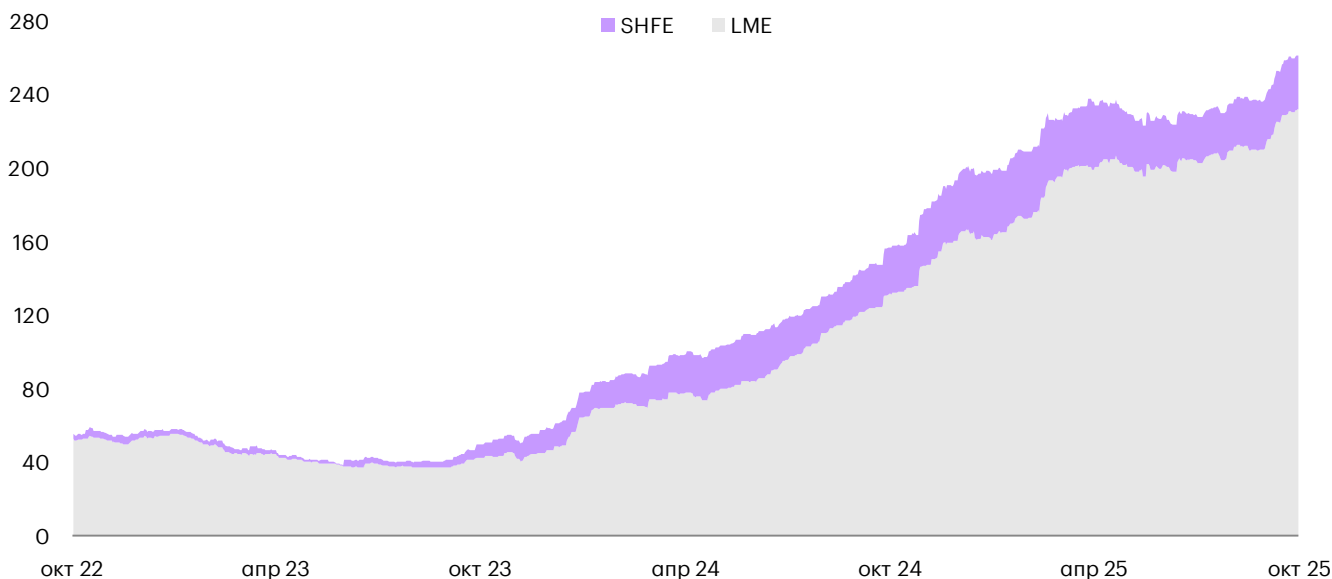
Никель: сохранение перепроизводства в Индонезии сдерживает восстановление цен

- Несмотря на выбытие около 500 тыс. тонн из мирового предложения в последние годы, на рынке никеля сохраняется профицит на фоне сохранения высоких темпов роста добычи в Индонезии.
- До 69% выросла доля Индонезии в мировом производстве никеля в 1-м полугодии 2025 года (в 2023 году — 50%) на фоне увеличения добычи на 21% г/г до 1,3 млн тонн.
- В сентябре 2025 года правительство Индонезии сократило период действия производственных квот на никель до конца 2025 года с целью усилить контроль за производством в 2026-2027 гг.
- Структурный риск для спроса на никель на фоне роста популярности более дешевых LFP⁽¹⁾-батарей, для создания которых не требуется никель. Доля LFP-батарей на рынке аккумуляторов выросла с менее 10% до почти 50% в период с 2020 по 2025 гг.
- Запасы никеля на Лондонской бирже металлов выросли более чем на 50% с начала 2025 года до 250 тыс. тонн⁽²⁾ — на уровне июня 2021 года и в 5 раз выше показателей 2023 года.
- Цена никеля в 2025 году закрепилась на уровне около \$15 тыс./т и в среднем составляет \$15,2 тыс./т, что на 10% ниже среднего уровня 2024 года (\$17,0 тыс./т).

Баланс рынка никеля, тыс. тонн



Запасы никеля на биржах металлов стабильно растут, тыс. тонн



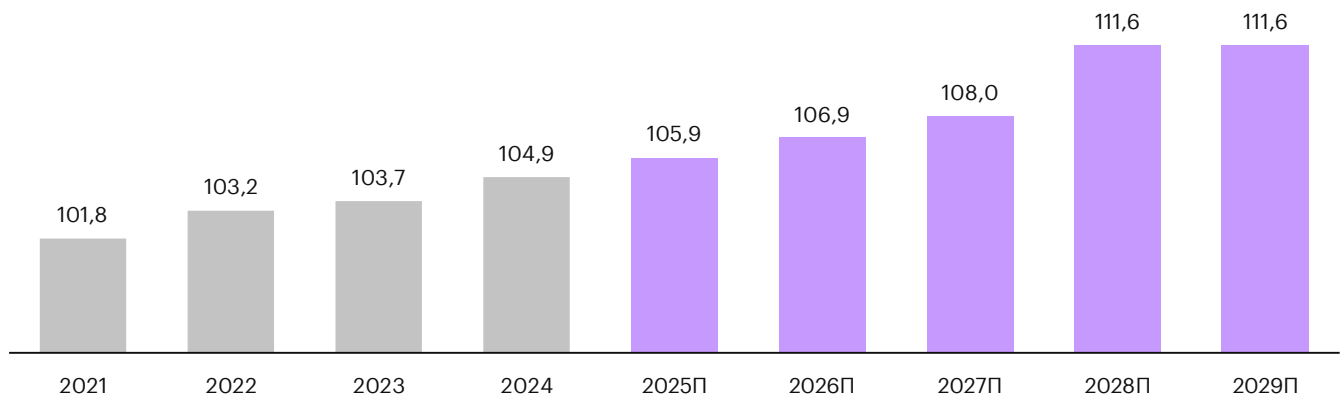
(1) Литий-железо-фосфатные батареи (2) По данным на 31 октября 2025 года. Источники: S&P Global, Bloomberg, Steel News, Discovery Alert, оценки АТОН

Удобрения: сильный спрос и ограниченное предложение поддерживают цены

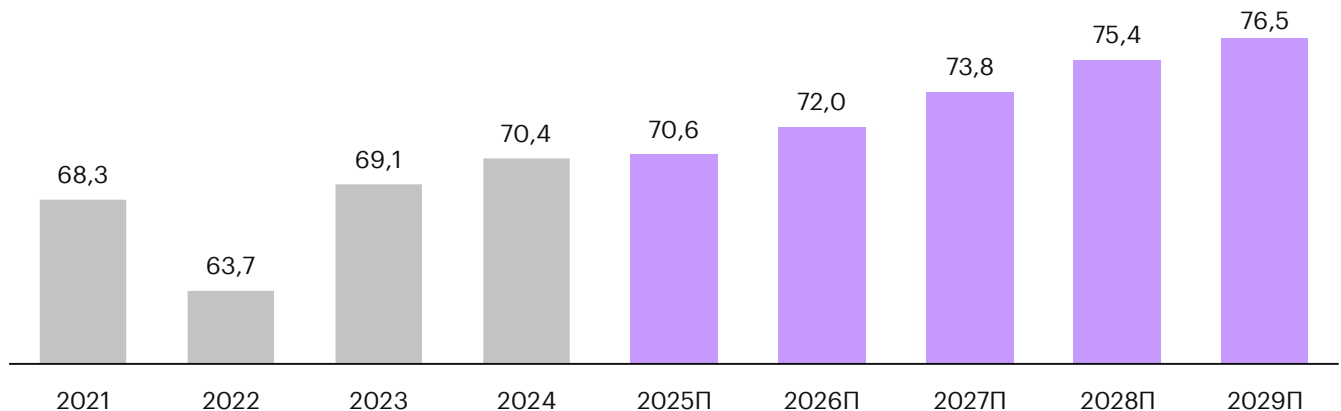
Цены на фосфорсодержащие удобрения выросли на 14% до \$670/т с начала 2025 года и, несмотря на падение с максимума в \$750/т в сентябре-ноябре, могут оставаться на повышенных уровнях до введения новых мощностей в 2028 г.

- Фактор предложения: более медленное, чем ожидалось, снятие экспортных ограничений со стороны Китая, а также тарифные войны, из-за которых часть экспорта США была перенаправлена на внутренний рынок, поддерживают цены.
- Повышенный спрос со стороны Бразилии, столкнувшейся с необходимостью увеличения использования удобрений во избежание деградации почвы, а также низкие запасы в Индии поддерживали спрос на фосфорсодержащие удобрения в 2025 году.
- К 2029 году глобальные мощности по производству удобрений могут вырасти на 6% благодаря запуску новой линии грануляции в Марокко (1,4% мирового производства), а также проектов в Бразилии (1,4%) и Египте (1%).
- Введение в эксплуатацию новых мощностей может удовлетворить растущий спрос на фосфорсодержащие удобрения и сдержать структурный рост цен.
- Долгосрочную структурную поддержку спросу на удобрения оказывают рост населения Земли и, соответственно, необходимость увеличения производства и предложения сельскохозяйственной продукции.

Глобальные мощности производства фосфорсодержащих удобрений, млн тонн



Глобальный спрос на фосфорные удобрения, млн тонн



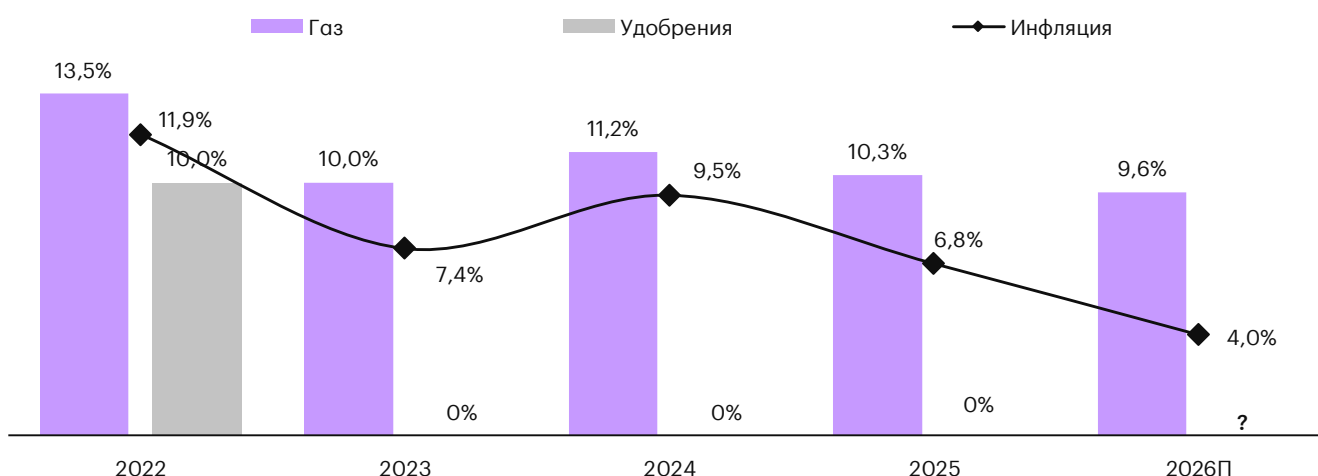
На внутреннем рынке России цены на удобрения заморожены с 2022 г.

Постепенно растущие объемы ж/д перевозок удобрений в условиях сокращения транспортировки большинства других товаров указывают на стабильность этого рынка как в России, так и на экспортных направлениях.

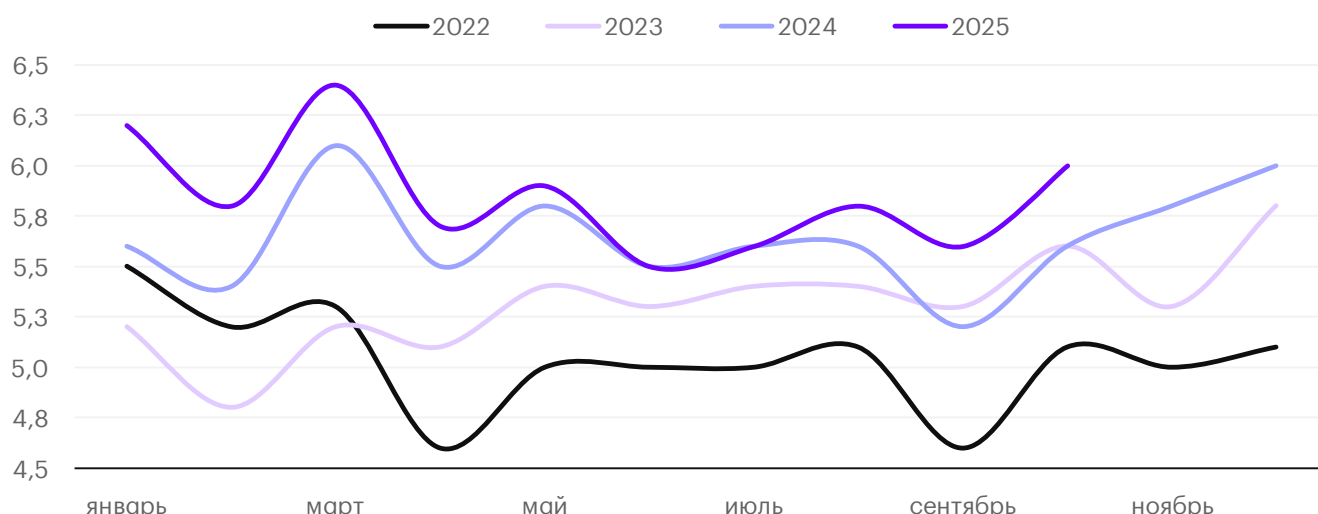
- За первые десять месяцев 2025 года объем погрузки на ж/д составил 58,5 млн тонн, увеличившись на 5% г/г (+11% в сравнении с 2023 годом). Показатель увеличивается третий год подряд.
- Внутренние цены на удобрения индексируются по решению ФАС; сейчас цены заморожены с сентября 2022 года, когда их последний раз поднимали на 5%.

- В октябре 2025 года ФАС снова отложила обсуждение индексации внутренних цен на удобрения до лета 2026 года. Одна из возможных причин отсутствия индексации — риск усиления продовольственной инфляции.
- В условиях ускоренной индексации цен на газ — основное сырье для производства азотных удобрений — заморозка цен на удобрения оказывает давление на рентабельность поставок на внутренний рынок.

Индексация цен на газ и удобрения в сравнении с уровнем инфляции, %



Объем ж/д грузоперевозок удобрений⁽¹⁾ по инфраструктуре РЖД, млн тонн



(1) Химических и минеральных удобрений
 Источник: данные РЖД, «Интерфакс», S&P Global, ФАС, Минэкономразвития, Минпромторг, оценки и прогнозы АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские производители цветных металлов и МПГ и международные аналоги

	Кап-я, \$ млн ⁽¹⁾	EV/EBITDA			P/E			Див. дох- ть ⁽²⁾	ЧД/ EBITDA	Изменение за		
		25П	26П	5Л средн.	25П	26П	5Л средн.			12М	12М	3М
Производители цветных металлов и МПГ												
Норникель	23 497	6,2	4,6	5,5	8,9	5,8	6,5	6%	1,3	-5%	12%	11%
РУСАЛ	5 500	3,8	3,4	5,4	10,4	10,3	4,5	0%	4,0	-21%	-13%	-21%
Эн+	3 055	3,5	3,3	3,0	2,3	2,2	6,2	0%	3,0	-23%	-4%	20%
Средневзвешенное значение		5,5	4,3	5,3	8,5	6,2	6,1	4%	1,9	-10%	6%	6%
Медиана		3,8	3,4	5,4	8,9	5,8	6,2	0%	3,0	-21%	-4%	11%
Диверсифицированные пр-ли												
BHP Billiton	139 325	5,8	5,7	5,3	13,5	12,6	8,6	4%	0,5	6%	12%	-1%
Rio Tinto	116 715	5,2	5,0	4,6	11,4	10,8	6,5	5%	0,6	17%	17%	5%
Vale	54 196	4,5	4,3	3,7	6,7	6,8	4,8	7%	0,9	21%	28%	10%
Anglo American	42 099	8,9	7,6	4,1	46,7	24,0	6,2	1%	1,3	31%	31%	15%
Средневзвешенное значение		5,8	5,5	4,7	15,7	12,5	7,1	4%	0,7	15%	18%	5%
Медиана		5,5	5,3	4,3	12,5	11,7	6,3	5%	0,7	19%	23%	8%
Производители меди, никеля												
Southern Copper	106 227	14,8	13,6	9,8	26,6	24,7	15,4	3%	0,4	40%	49%	19%
Freeport-McMoran	56 598	8,0	6,5	8,3	26,6	17,1	13,4	2%	0,5	-2%	6%	-16%
Grupo Mexico	63 511	7,1	6,7	5,5	14,6	13,5	10,4	4%	отр.	26%	49%	40%
Zijin Mining Group	107 481	11,0	8,8	9,6	15,2	12,1	17,7	2%	1,2	40%	76%	79%
Antofagasta	33 959	8,6	7,7	6,1	32,0	26,5	17,0	1%	0,6	37%	55%	48%
Vedanta	22 399	6,2	5,5	3,8	13,3	11,3	5,4	8%	1,4	16%	21%	8%
Sociedad Minera	15 332	6,6	5,9	5,0	14,8	12,4	17,6	3%	отр.	10%	11%	4%
Jiangxi Copper	16 902	11,3	10,7	9,2	15,0	13,8	8,8	3%	2,6	91%	138%	121%
Lundin Mining	13 146	8,8	7,4	4,8	24,4	16,9	9,2	1%	0,2	51%	88%	57%
Capstone	6 195	8,3	5,5	9,9	31,1	12,4	41,3	0%	0,8	35%	74%	13%
MMG	10 150	5,4	4,8	5,6	14,5	11,2	73,0	0%	1,2	65%	174%	119%
Hudbay Minerals	5 872	5,9	5,2	4,5	17,2	11,5	24,2	0%	0,3	65%	105%	63%
Aurubis AG	5 762	9,0	8,0	5,7	18,3	17,3	11,1	1%	0,6	22%	46%	37%
Eramet	1 803	10,4	6,4	4,1	отр.	17,9	12,5	2%	4,1	14%	13%	-4%
Средневзвешенное значение		10,1	8,8	7,9	20,7	17,1	15,9	2%	0,7	33%	56%	40%
Медиана		8,4	6,6	5,6	17,2	13,6	14,4	2%	0,6	36%	52%	38%
Производители МПГ												
Impala Platinum	9 486	12,5	4,8	3,6	46,0	9,0	6,6	1%	отр.	8%	62%	50%
Sibanye Stillwater	7 186	4,5	2,1	2,7	11,8	6,0	10,2	2%	0,5	13%	108%	99%
Hochschild Mining	2 092	4,7	2,9	3,6	11,6	5,8	10,9	1%	0,3	4%	14%	32%
Средневзвешенное значение		8,6	3,5	3,3	29,0	7,5	8,4	1%	-0,1	10%	74%	67%
Медиана		4,7	2,9	3,6	11,8	6,0	10,2	1%	0,3	8%	62%	50%
Производители алюминия												
Aluminium Corp of China	23 282	6,3	5,9	9,1	11,8	10,5	12,7	3%	0,4	55%	135%	88%
Hindalco Industries	21 061	7,0	7,2	5,7	11,8	12,2	9,3	1%	1,3	21%	31%	19%
Norsk Hydro	13 050	5,2	5,1	5,4	11,6	10,7	9,0	4%	0,5	8%	21%	-4%
Alcoa	9 131	4,6	4,1	4,5	10,0	11,6	18,2	1%	0,5	19%	41%	-18%
Yunnan Aluminium	11 172	7,4	6,2	8,3	12,4	10,5	12,0	2%	отр.	44%	51%	51%
Shandong Nanshan	7 528	4,7	4,4	6,6	10,8	10,1	11,7	3%	н. д.	15%	27%	7%
National Aluminium	4 829	6,1	6,6	7,1	9,6	11,2	19,6	3%	отр.	25%	45%	-1%
Century Aluminium	2 660	7,4	6,3	21,5	12,6	7,7	11,8	н. д.	0,5	35%	74%	35%
Средневзвешенное значение		6,2	5,9	7,3	11,5	11,0	12,1	2%	0,4	30%	61%	32%
Медиана		6,2	6,0	6,9	11,7	10,6	11,9	3%	0,5	23%	43%	13%

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) По данным на 14 ноября 2025 года. (2) Выплата дивидендов не гарантирована.

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские сталелитейные компании и международные аналоги

	Кап-я, \$ млн ⁽¹⁾	EV/EBITDA			P/E		Див. дох- ть ⁽²⁾	ЧД/ ЕБИТДА	Изменение за			
		25П	26П	5Л средн.	25П	26П			5Л средн.	12М	12М	3М
Сталь												
ММК	3 440	2,4	2,3	3,1	8,2	6,6	4,4	4%	отр.	-31%	-22%	-34%
Северсталь	8 955	4,5	4,2	4,5	8,2	8,0	5,3	0%	0,0	-23%	-16%	-28%
НЛМК	7 386	3,1	2,9	4,7	6,0	5,0	6,1	5%	отр.	-25%	-21%	-24%
Средневзвешенное значение		3,6	3,4	4,4	7,4	6,6	5,5	3%	-0,3	-25%	-19%	-28%
Медиана		3,1	2,9	4,5	8,2	6,6	5,3	4%	-0,4	-25%	-21%	-28%
Австралия												
Bluescope Steel	6 184	6,8	5,4	4,5	20,7	13,2	9,5	3%	0,1	-5%	-7%	6%
Sims MM	1 961	8,7	7,3	6,8	33,9	20,1	13,5	2%	0,0	6%	6%	25%
Средневзвешенное значение		7,3	5,9	5,1	23,9	14,8	10,5	2%	0,1	-3%	-4%	10%
Медиана		7,8	6,4	5,7	27,3	16,7	11,5	2%	0,1	0%	-1%	15%
Северная Америка												
Nucor	33 120	8,9	7,4	5,9	18,2	13,4	10,0	2%	0,9	3%	20%	0%
Steel Dynamics	22 142	11,2	8,0	5,1	17,6	11,9	7,7	1%	1,3	23%	14%	12%
Reliance Steel	14 420	11,8	10,1	7,2	18,6	15,5	10,5	2%	0,7	-4%	-7%	-5%
Allegheny Tech	13 046	17,2	15,3	11,5	29,1	24,3	17,4	н. д.	1,6	29%	43%	78%
Commercial Metals	6 272	8,2	5,8	5,4	17,6	9,8	8,2	1%	0,6	9%	24%	2%
Средневзвешенное значение		11,1	9,0	6,7	19,6	14,7	10,5	1%	1,0	11%	18%	14%
Медиана		11,5	8,4	6,6	18,2	13,4	10,3	1%	1,1	10%	21%	1%
Европа												
ArcelorMittal	31 724	6,4	5,2	4,0	10,2	8,9	7,6	2%	1,1	22%	20%	41%
Ternium	7 119	6,9	4,8	3,2	12,7	7,5	11,9	8%	отр.	15%	20%	3%
Erdemir	4 528	10,6	5,9	4,6	32,6	11,9	6,7	1%	3,5	0%	13%	14%
SSAB	6 024	4,5	3,5	5,1	11,6	8,3	7,1	4%	отр.	7%	-6%	11%
Voestalpine	6 222	5,5	4,9	5,5	21,6	14,5	8,8	2%	1,4	30%	28%	54%
ThyssenKrupp AG	6 598	2,2	1,7	3,5	30,3	11,2	15,1	2%	отр.	29%	17%	253%
Aperam	2 517	8,5	5,9	5,5	31,1	10,3	7,4	7%	2,6	19%	16%	18%
Outokumpu	1 939	13,9	5,0	5,5	отр.	16,0	9,5	7%	2,3	9%	5%	8%
Salzgitter	1 884	7,3	3,8	3,9	отр.	9,6	6,6	1%	3,3	23%	22%	42%
Kloeckner	599	8,1	5,7	5,7	отр.	11,3	23,3	3%	4,4	-16%	-26%	10%
Средневзвешенное значение		6,4	4,7	4,2	15,1	9,9	8,9	3%	0,7	19%	17%	52%
Медиана		7,1	5,0	4,8	21,6	10,7	8,2	2%	1,8	17%	17%	16%
Япония												
Nippon Steel	21 462	7,8	8,8	6,5	9,4	1383,7	4,8	5%	2,0	7%	2%	0%
JFE Holdings	7 167	7,4	7,5	7,9	10,4	13,4	6,6	6%	4,3	2%	3%	-6%
Kobe Steel	4 597	5,2	5,9	7,1	5,1	7,2	14,7	6%	2,2	7%	7%	8%
Yamato Kogyo	3 958	18,7	22,1	9,4	18,7	13,3	13,4	4%	отр.	6%	12%	27%
Daido Steel	2 033	6,5	7,5	7,4	9,9	12,8	8,4	3%	н. д.	21%	33%	21%
Средневзвешенное значение		8,5	9,5	7,2	10,0	762,5	7,3	5%	1,2	7%	6%	4%
Медиана		7,4	7,5	7,4	9,9	13,3	8,4	5%	2,1	7%	7%	8%
Китай												
China Steel Corp	9 207	17,0	13,8	9,8	отр.	65,4	18,5	1%	5,8	-6%	-14%	-21%
Angang Steel	3 407	19,5	10,2	4,6	отр.	293,1	5,8	0%	4,3	-12%	35%	27%
Средневзвешенное значение		17,7	12,8	8,4	отр.	126,9	15,0	1%	5,4	-8%	-1%	-8%
Медиана		18,2	12,0	7,2	отр.	179,2	12,1	0%	5,1	-9%	10%	3%
Индия												
JSW Steel	32 567	16,1	11,8	6,3	60,5	25,8	10,0	0%	3,4	12%	24%	18%
Tata Steel	25 231	12,1	8,6	5,5	57,3	18,4	6,8	2%	3,4	12%	26%	18%
Steel Authority	6 433	9,8	7,9	5,4	30,5	16,4	5,7	1%	3,5	10%	20%	17%
Средневзвешенное значение		13,9	10,1	5,9	56,3	22,0	8,3	1%	3,4	12%	24%	18%
Медиана		12,1	8,6	5,5	57,3	18,4	6,8	1%	3,4	12%	24%	18%

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) По данным на 14 ноября 2025 года. (2) Выплата дивидендов не гарантирована.

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские производители удобрений и международные аналоги

	Кап-я, \$ млн ⁽¹⁾	EV/EBITDA			P/E			Див. ⁽²⁾ дох-ть	ЧД/EBITD А	Изменение за		
		25П	26П	5Л средн.	25П	26П	5Л средн.	12М	12М	3М	6М	12М
Фосагро	10 674	4,9	4,6	6,2	6,5	6,2	8,0	10%	1,0	-6%	6%	22%
Калий / фосфаты												
Nutrien	25 984	6,3	6,3	8,6	11,9	12,0	12,3	4%	1,7	-9%	-5%	6%
Soc Quimica Y Min	12 804	10,6	8,1	11,7	20,3	13,5	15,1	2%	1,9	28%	36%	16%
Mosaic	8 427	4,8	4,8	6,6	9,1	9,1	10,5	3%	1,5	-26%	-13%	-5%
Israel Chemicals	8 627	7,5	6,9	7,6	18,5	14,9	10,1	2%	0,9	10%	-2%	54%
K+S	2 254	3,5	3,3	4,3	26,0	20,9	12,5	1%	0,1	-19%	-29%	-3%
Средневзвешенное значение		7,1	6,5	8,7	14,8	12,7	12,3	3%	1,5	-1%	3%	13%
Медиана		6,3	6,3	7,6	18,5	13,5	12,3	2%	1,5	-9%	-5%	6%
Азот / NPK												
CF Industries	13 695	6,6	7,6	6,1	9,4	11,8	13,5	2%	0,5	-9%	4%	-2%
Saudi Arabian Fert	15 333	9,2	10,4	12,0	13,3	15,5	15,3	6%	отр.	1%	23%	4%
Yara	9 202	4,8	5,1	6,3	8,2	10,1	7,6	4%	1,1	-4%	11%	18%
Coromandel Fert	7 210	21,7	18,4	13,8	34,0	28,2	14,0	1%	отр.	-18%	-8%	23%
Fauji Fertilizer	2 499	н. д.	н. д.	3,5	н. д.	н. д.	4,8	8%	н. д.	6%	39%	72%
Средневзвешенное значение		9,0	9,3	9,0	13,6	14,5	12,6	4%	-0,5	-5%	11%	11%
Медиана		7,9	9,0	6,3	11,3	13,6	13,5	4%	-0,5	-4%	11%	18%
Другие												
Sinofert Holdings	1 400	н. д.	н. д.	5,3	7,3	6,9	6,9	н. д.	н. д.	9%	37%	29%
Intrepid Potash	342	4,3	6,7	8,0	21,1	отр.	27,1	0%	отр.	-23%	-21%	-11%
Средневзвешенное значение		0,8	1,3	5,8	10,0	5,5	10,9	0%	отр.	3%	25%	21%
Медиана		4,3	6,7	6,7	14,2	6,9	17,0	0%	отр.	-7%	8%	9%

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.
(1) По данным на 14 ноября 2025 года. (2) Выплата дивидендов не гарантирована.
Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские производители угля и международные аналоги

	Кап-я, \$ млн ⁽¹⁾	EV/ЕБИТДА			P/E			Див. дох- ть ⁽²⁾	ЧД/ ЕБИТДА	Изменение за		
		25П	26П	5Л средн.	25П	26П	5Л средн.			12М	12М	3М
Уголь												
Распадская	1 327	12,2	5,0	4,3	отр.	39,6	7,0	0%	отр.	-29%	-33%	-41%
Мечел	436	15,0	6,5	5,0	отр.	82,6	6,0	0%	5,4	-28%	-27%	-37%
Средневзвешенное значение		12,9	5,4	4,5	отр.	50,2	6,8	0%	1,1	-29%	-32%	-40%
Медиана		13,6	5,8	4,6	отр.	61,1	6,5	0%	2,6	-29%	-30%	-39%
Развивающиеся рынки												
Shanxi Coking Coal Energy	5 894	8,3	7,4	3,8	н. д.	н. д.	11,1	2%	2,6	1%	15%	-12%
China Coal Energy Company	25 284	5,7	5,5	4,1	11,5	11,0	4,5	4%	н. д.	18%	46%	21%
Adaro Minerals Indonesia	3 352	8,9	6,1	7,0	11,2	8,4	12,1	2%	0,5	23%	51%	-2%
China Shenhua Energy	118 864	8,6	8,6	4,9	16,4	16,2	7,2	5%	отр.	17%	42%	21%
Henan Shenhua Coal	7 904	7,6	6,5	4,5	11,1	9,5	8,8	4%	0,1	41%	47%	31%
Средневзвешенное значение		8,1	7,9	4,8	14,7	14,3	7,1	5%	-0,8	18%	42%	20%
Медиана		8,3	6,5	4,5	11,4	10,3	8,8	4%	0,3	18%	46%	21%
Развитые рынки												
Alliance Resources Partners	3 161	5,2	4,9	5,2	9,9	9,1	6,0	11%	0,5	-7%	-10%	-8%
Peabody Energy	3 575	7,6	4,0	3,0	отр.	9,6	6,9	1%	отр.	71%	117%	8%
Consol Energy	3 946	7,1	3,9	3,1	отр.	9,1	10,0	1%	0,0	-2%	3%	-33%
Warrior Met Coal	3 408	17,1	6,7	3,8	отр.	15,0	14,8	1%	отр.	20%	37%	-5%
Средневзвешенное значение		9,2	4,8	3,7	2,2	10,7	9,5	3%	-0,1	21%	38%	-10%
Медиана		7,3	4,4	3,5	9,9	9,4	8,5	1%	-0,2	9%	20%	-6%

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) По данным на 14 ноября 2025 года. (2) Выплата дивидендов не гарантирована.

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

Золото



Взгляд на золотодобывающие компании

«Полюс»: наш фаворит среди производителей золота

Крупнейший производитель золота в России. ⁽¹⁾ Один из мировых лидеров по запасам и по себестоимости производства (\$653 на унцию TCC, \$1 255 AISC) — рентабельность EBITDA превышает 70%. Акции «Полюса», как правило, предпочитают консервативные инвесторы ввиду более низкой чувствительности к колебаниям цен.

«Полюс» вернулся к выплате дивидендов, и впервые за много лет СД рекомендовал к выплате квартальные промежуточные дивиденды за 3-й квартал 2025 года в размере 36 рублей на акцию. Инвестиционный кейс «Полюса» также предлагает инвесторам потенциальный рост добычи на 2+ млн унций в год благодаря разработке проекта «Сухой Лог». ⁽²⁾ Мы ожидаем, что благодаря высоким ценам на золото «Полюс» сможет финансировать строительство ключевого проекта роста и продолжить выплачивать дивиденды в размере 30% от EBITDA. ⁽²⁾

«Южуралзолото» (ЮГК): сохраняются высокие риски

Производитель золота среднего размера — в 2024 году производство составило 341 тыс. унций, снизившись на 17% г/г, в основном из-за ограничений производства на Уральском хабе. Мы считаем, что кейс ЮГК все еще несет в себе риски, связанные с предстоящей продажей доли Росимуществом, возможным пересмотром производственных прогнозов и штрафами. Новый акционер может существенно пересмотреть подход компании к развитию, а также отношение к миноритарным инвесторам и необходимости оставаться публичной компанией. По мультипликаторам EV/EBITDA ЮГК торгуется на сопоставимых с «Полюсом» уровнях. Мы сохраняем нейтральный взгляд на компанию, считая, что риски балансируют дополнительную альфу для инвесторов.

«Селигдар»: рост производства и олово

Уникальность инвестиционного кейса «Селигдара» заключается в успешной реализации проектов роста. В середине 2025 года компания запустила производство на золотоизвлекательной фабрике на месторождении Хвойное — с проектной мощностью 3 млн тонн руды и 2,5 тонны золота в год. В планах компании — запуск производства на Кючусе в 2029 году с проектной мощностью около 10 тонн золота в год, что, как и в случае с «Полюсом», позволит компании почтикратно увеличить производство. ⁽³⁾

Помимо золотодобывающего сегмента в холдинг «Селигдар» входит кластер по производству олова. Особенностью компании является достаточно высокая долговая нагрузка — 3,4х ЧД/EBITDA⁽⁴⁾ и существенная доля так называемых «золотых» облигаций в портфеле. Это снижает чувствительность компании к колебаниям стоимости золота.

(1) <https://acra-ratings.ru/press-releases/5389/> (2) Наступление указанных событий в будущем не гарантировано. (3) <https://seligdar.ru/operations-and-projects/growth-projects/> (4) По данным на 30 сентября 2025 года. Источник: оценки АТОН

Структура спроса на золото в зависимости от экономической ситуации и изменения ставок ФРС

Экономическая нестабильность

- Инвестиционный спрос на золото как защитный актив растет. За 9 месяцев 2025 г. инвестиционный спрос увеличился на 87%, в основном за счет притоков в ETF-фонды. Похожая ситуация наблюдалась в 2020 году.
- Спрос на товары категории «люкс» (в том числе золотые ювелирные украшения) снижается. Ювелирный спрос на золото сократился на 18% г/г в январе-сентябре 2025 г.

Экономический рост

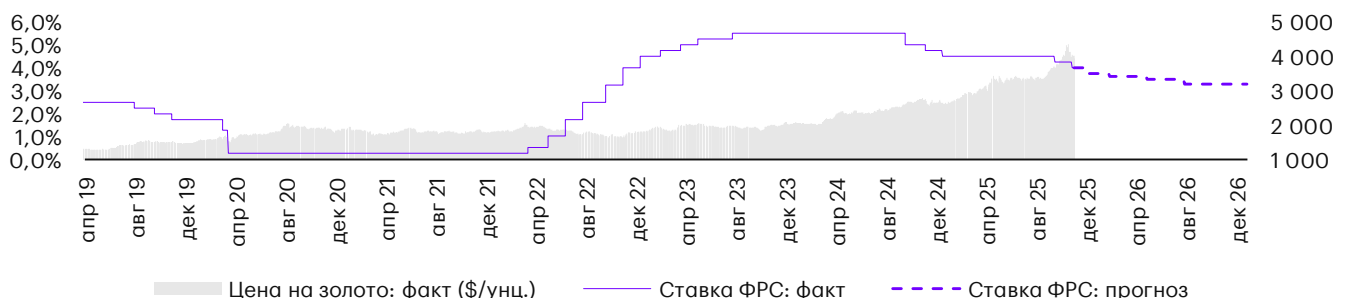
- Инвестиционный спрос на золото как защитный актив в условиях экономического роста и стабильности снижается. При этом растет спрос со стороны ювелирной отрасли.
- Потребительский спрос на товары категории «люкс» (в том числе золотые ювелирные украшения) растет. В 2023 г. на ювелирную отрасль пришлось 60% от общего спроса.



Снижение ставки ФРС обычно благоприятно влияет на динамику стоимости золота

- Уменьшение ставки ФРС может снижать привлекательность инструментов с фиксированной доходностью как альтернативы золоту.
- В периоды низкой ставки золото может быть более прибыльным, чем инструменты с фиксированной доходностью, но требует расходов на хранение, а инвестиции в него сопряжены с рисками.
- Снижение ставки ФРС приводит к ослаблению доллара США, что положительно сказывается на стоимости деноминированных в нем сырьевых товаров, таких, как золото.

Рынок ожидает дальнейшего снижения ставки ФРС США



Источник: World Gold Council, Investing.com, CME FedWatch, оценки АТОН

Центральные банки продолжают активно покупать золото

Спрос со стороны мировых центральных банков находится на исторически повышенных уровнях, несмотря на рост цены золота на 51% с начала 2025 года.

За январь-сентябрь 2025 года спрос мировых ЦБ на золото снизился на 12% г/г в тоннах, однако в 3-м квартале 2025 года вернулся к росту (+10% г/г до 220 тонн).

Народный банк Китая 11 месяцев подряд покупает золото в резервы — на данный момент они составляют **74 млн унций**. Однако, доля золота в резервах Китая все еще невелика: около 6-7%, что оставляет большой потенциал для роста.

Во многих других странах доля золота в резервах также имеет пространство для роста. В Японии она составляет около 6%, в Швейцарии — 11%. Польша повысила целевую долю золота в резервах с 20% до 30%.

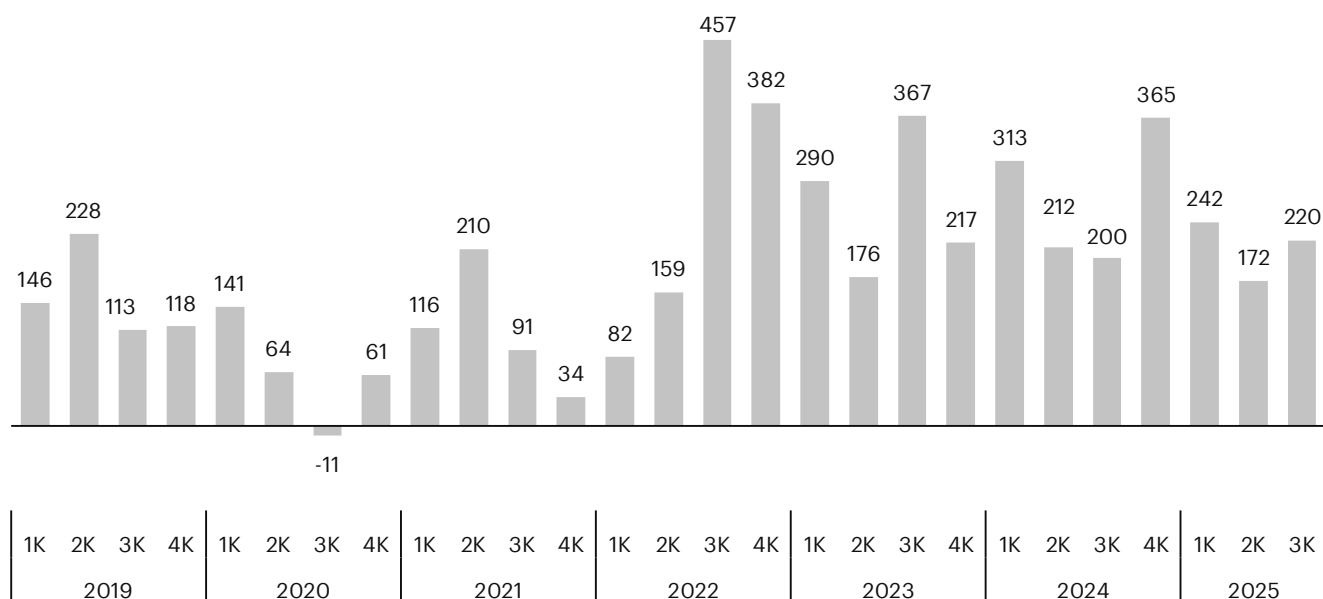
Спрос на золото в 2024 г.



Спрос на золото со стороны мировых ЦБ в 2022-2024 гг. стабильно превышал 1 000 тонн в год, более чем удвоившись с 2021 года (450 тонн). В результате повышенного спроса и роста цены на золото, в 2025 году доля золота в резервах мировых ЦБ превысила долю казначейских облигаций США – впервые с 1996 года.

Согласно опросу центральных банков, причинами повышенного спроса со стороны ЦБ могут быть низкие политические риски золота в сравнении с другими активами, отсутствие риска дефолта золота и беспокойство ЦБ по поводу высокой инфляции.

Спрос на золото со стороны мировых ЦБ в 2019-2025 годах, тонн



(1) Не включая 334 тонны внебиржевого спроса
 Источник: World Gold Council, МВФ, Metals Focus, Cbonds, оценки АТОН

Ювелирная промышленность — спад спроса в весовом выражении

Мировой спрос на золотые ювелирные изделия за первые 9 месяцев 2025 года по регионам



- На долю ювелирной промышленности пришлось около 32% мирового потребления золота за первые 9 месяцев 2025 года против 44% за весь 2024 год.
- Индия и Китай — ключевые рынки ювелирной продукции, на которые приходится свыше 50% мирового спроса.
- В этих странах и на Ближнем Востоке потребители традиционно предпочитают изделия из золота.
- Из-за резкого роста цен спрос на золотые ювелирные изделия в январе–сентябре 2025 года сократился на 18% г/г.
- Однако в стоимостном выражении спрос вырос, так как потребители тратили больше на украшения.

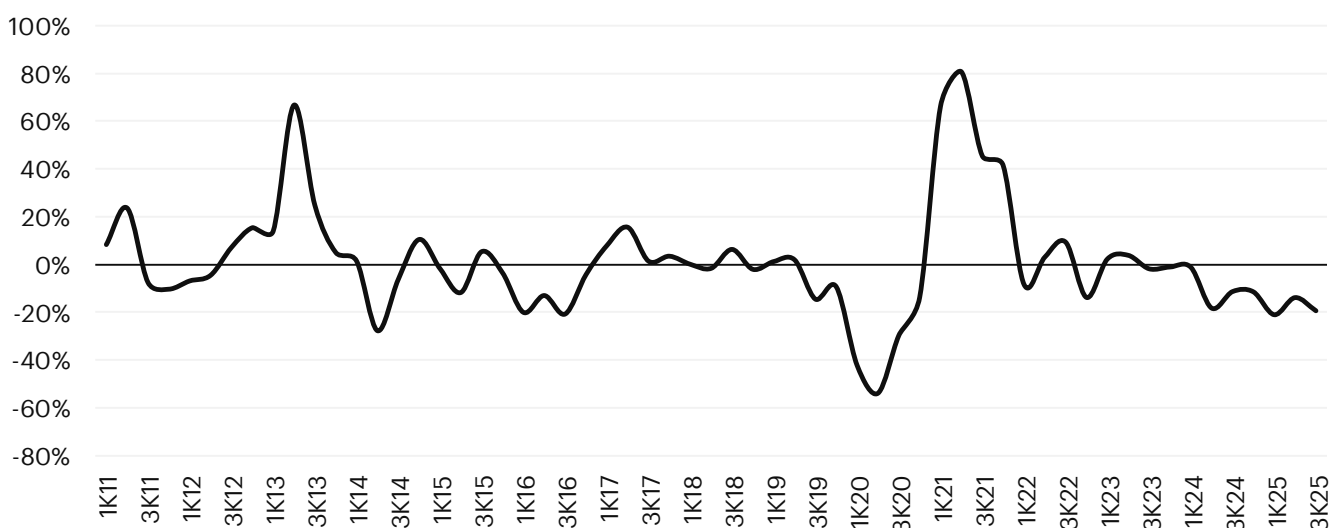
В Китае ювелирный спрос на золото в весовом выражении за первые 9 месяцев 2025 года составил около **278 тонн**, что на 25% ниже прошлогоднего показателя.

В Индии спрос за январь–сентябрь 2025 года упал на 26% г/г до **278 тонн**. Дополнительное негативное влияние на доступность золотых изделий оказало ослабление местной валюты. Высокие цены на золото поддержали спрос на золото более низкой пробы и меньшего веса.

На прочих рынках наблюдается снижение физического спроса на золото. В США и Европе спрос опустился до одного из самых низких уровней с начала 21-го века.

Единственным исключением является Иран, где ювелирный спрос за январь–сентябрь 2025 года вырос на 6% г/г до **21 тонны**. Основным драйвером роста спроса является поиск безопасных инвестиций.

Динамика ювелирного спроса на золото в весовом выражении по кварталам, г/г



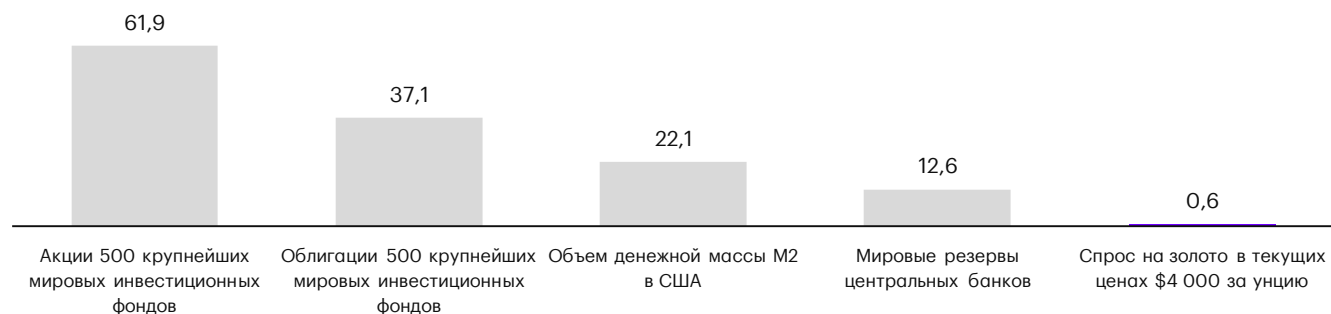
Источник: World Gold Council, оценки АТОН

Нестабильность мировой финансовой и политической системы как драйвер спроса

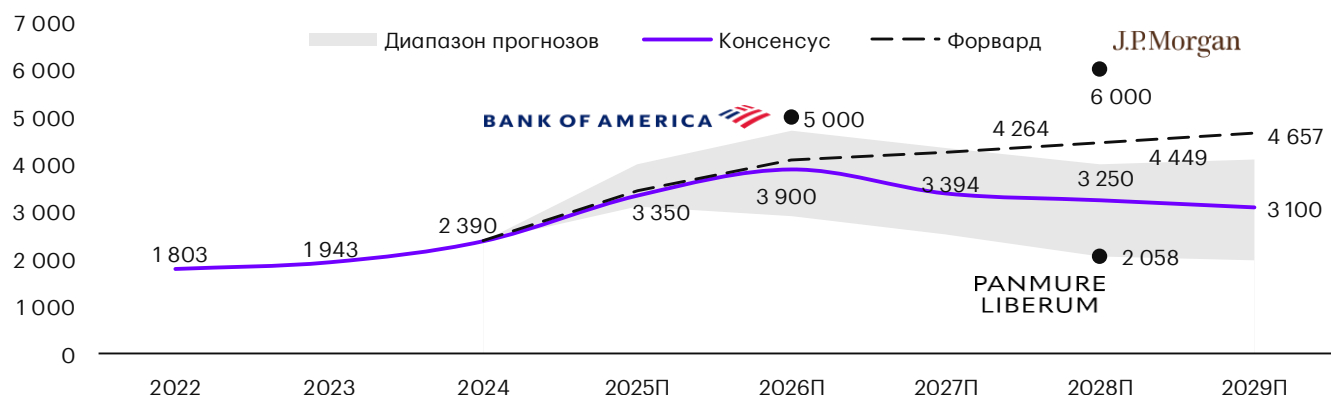
Опасения инвесторов относительно стабильности мировой финансовой системы и неопределенность касательно торговых отношений может способствовать сохранению повышенного спроса на золото со стороны центральных банков и инвесторов.

- Резервы мировых ЦБ в золоте превысили объем резервов в евро и вышли на второе место, уступая только доллару, а в сентябре 2025 года вложения в золото впервые за 30 лет превысили вложения в казначейские облигации США.
- Согласно опросу Всемирного совета по золоту⁽¹⁾, более 95% опрошенных центральных банков ожидают увеличение золотых резервов ЦБ в ближайший год. Более 50% ЦБ развивающихся стран отметили относительно низкий уровень политического риска у золота в сравнении с другими активами.
- На начало ноября 2025 года запасы золота в ETF фондах составляют около 97 млн унций, что соответствует примерно 390 млрд долларов США*. В конце октября объемы золота в ETF упали с пиковых 99 млн унций одновременно с произошедшей коррекцией в цене золота.
- За всю историю было добыто около 216 тыс. тонн золота, что по стоимости сегодня эквивалентно приблизительно 30 трлн долларов США.
- Добыча нового золота составляет примерно 3,5 тыс. тонн в год, что соответствует годовому приросту в 2% к общим объемам. При этом со временем месторождения истощаются, и содержание золота в руде существенно снизилось — с 12 г/т в среднем в 1950 году до 2-3 г/т на качественных месторождениях на настоящий момент.

Ежегодный спрос на золото в сравнении с другими классами активов, трлн долл



Для целей финансовых прогнозов золотодобывающих компаний используется средняя цена на золото в 2026 году на уровне \$3 800/унц. согласно прогнозам аналитиков АТОН, долл/унц.



(1) <https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025>

Источник: Cbonds, World Gold Council, Yahoo Finance, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские производители золота и международные аналоги

	Кап-я, \$ млн ⁽¹⁾	EV/EBITDA			P/E			Див. дох- ть ⁽²⁾	ЧД/ ЕБИТДА	Изменение за		
		25П	26П	5Л средн.	25П	26П	5Л средн.	12М	12М	3М	6М	12М
Золото												
Полюс	25 273	4,6	3,7	6,2	6,5	5,2	7,8	8%	0,7	2%	26%	52%
Южуралзолото	1 240	4,9	4,1	н. д.	7,7	5,5	н. д.	0%	1,8	-23%	-25%	-27%
Селигдар	552	6,1	5,1	5,8	11,1	5,4	22,6	0%	3,7	-10%	-8%	-4%
Средневзвешенное значение		4,6	3,8	5,9	6,6	5,2	7,8	7%	0,9	0%	23%	47%
Медиана		4,9	4,1	6,0	7,7	5,4	15,2	0%	1,8	-10%	-8%	-4%
Крупные производители золота												
Newmont Mining	86 101	6,9	5,8	8,4	12,6	10,4	18,2	1%	отр.	17%	49%	72%
Agnico Eagle	78 336	9,8	8,2	10,2	19,8	15,9	25,6	1%	отр.	16%	36%	82%
AngloGold	32 820	6,1	4,7	5,0	10,4	7,5	9,4	3%	отр.	14%	48%	136%
Средневзвешенное значение		7,9	6,6	8,6	15,1	12,1	19,6	2%	-0,1	16%	44%	86%
Медиана		6,9	5,8	8,4	12,6	10,4	18,2	1%	-0,1	16%	48%	82%
Средние производители золота												
Gold Fields	33 511	6,3	4,7	4,7	11,7	8,0	10,0	3%	0,3	22%	57%	126%
Kinross Gold	27 189	6,4	5,1	5,0	13,6	10,2	13,1	1%	отр.	24%	55%	124%
Zhongjin Gold	14 180	11,3	9,3	9,6	20,0	16,1	24,4	2%	н. д.	41%	53%	46%
Pan American	14 012	8,2	5,8	8,5	17,6	10,8	18,9	1%	отр.	14%	39%	47%
Evolution Mining	13 590	10,0	7,1	7,3	23,0	13,9	26,8	2%	0,5	41%	27%	102%
Harmony	10 096	5,6	3,2	3,5	9,5	5,4	6,7	2%	отр.	-2%	-6%	46%
Fresnillo plc	20 353	8,0	6,7	7,6	18,8	15,2	17,9	4%	отр.	39%	109%	200%
Zhaojin Mining	12 912	13,9	11,1	11,7	27,2	20,4	57,1	1%	2,2	35%	54%	115%
Buenaventura	5 823	7,2	4,9	7,8	11,3	8,2	14,2	1%	0,2	18%	42%	67%
B2Gold	5 275	2,8	2,4	4,5	7,0	4,8	10,4	2%	0,1	10%	34%	24%
Eldorado	5 013	6,0	3,0	4,9	13,1	5,4	20,8	0%	0,3	11%	34%	55%
IAMGOLD	6 305	5,2	3,3	4,0	12,4	6,2	33,6	0%	0,3	47%	57%	106%
New Gold Inc.	5 257	6,3	3,2	4,4	11,6	5,3	29,6	н. д.	0,1	45%	69%	142%
Oceana Gold	4 829	4,8	3,0	4,3	9,2	5,4	25,0	1%	отр.	52%	108%	156%
Centerra	2 244	3,8	3,1	3,4	9,0	8,0	7,2	2%	отр.	57%	76%	79%
Средневзвешенное значение		7,6	5,7	6,4	15,5	10,8	19,8	2%	0,1	28%	55%	108%
Медиана		6,3	4,7	4,9	12,4	8,0	18,9	2%	0,1	35%	54%	102%

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) По данным на 14 ноября 2025 года. (2) Выплата дивидендов не гарантирована.

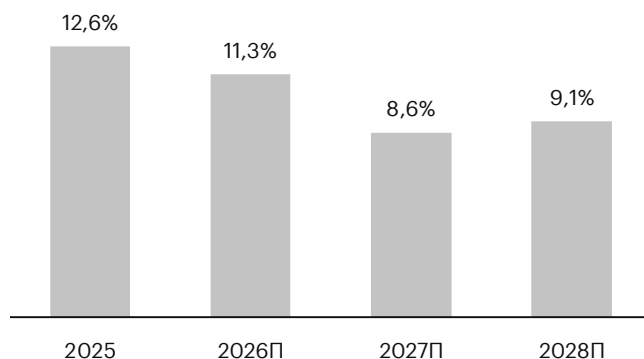
Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

Электроэнергетика

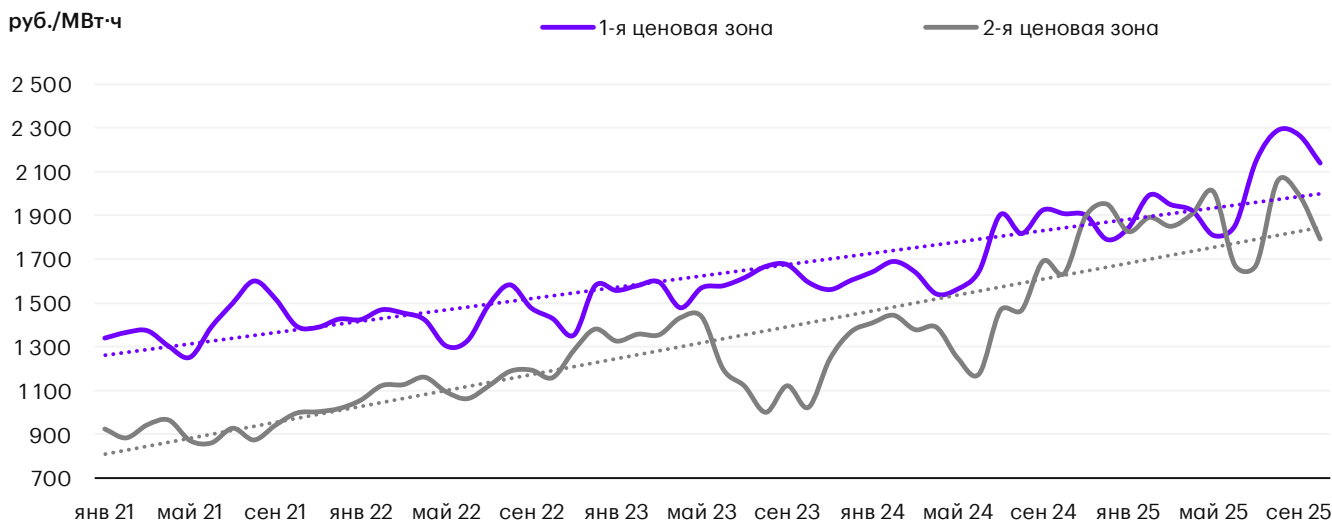
Индексация тарифов и рост спроса поддерживают выручку

С 1 июля 2025 регулируемые тарифы на электроэнергию для населения были проиндексированы на 12,6%. С 1 октября 2026 года планируется индексация тарифов на электроэнергию на 11,3%, с 1 июля 2027 года — на 8,6%, с 1 июля 2028 года — на 9,1%. Соответствующие цифры приводятся в «Прогнозе социально-экономического развития РФ на 2026-2028 годы» Минэкономразвития РФ ⁽¹⁾.

Индексация тарифов может способствовать росту выручки энергетических компаний.



Динамика спотовых цен на электроэнергию (РСВ) по ценовым зонам с начала 2021 г.,



В августе 2025 г. оптовые цены на электроэнергию в 1-й ценовой зоне подскочили на 26% г/г на фоне повышения цен на топливо и снижения гидрогенерации. Во второй ценовой зоне рост составил 40% к аналогичному показателю прошлого года.

Оптовая стоимость электроэнергии на рынке РСВ в октябре 2025 увеличилась на 12% год к году в 1-ой ценовой зоне до 2 141 руб./МВт·ч. Во второй ценовой зоне рост составил 10% г/г до 1 791 руб./МВт·ч.

Небольшое снижение потребления электроэнергии в России

По данным «Системного оператора» ⁽²⁾, с начала 2025 года энергопотребление в России снизилось на 0,7% г/г. Однако с начала октября потребление выросло на 2,1%. В 2025 году в целом потребление электроэнергии ожидается на уровне 1 167 млрд кВт·ч против 1 174 млрд кВт·ч в 2024 году.

В 2025 году наибольшее снижение энергопотребления в России зафиксировано в металлургии, добыче, ж/д транспорте и машиностроении. Однако в нефтепереработке и нефтехимии отмечается рост энергопотребления.

(1) https://www.economy.gov.ru/material/file/bc142016f6ab3772370bb0b4541fc778/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_2026-2028.pdf; (2) <https://www.interfax.ru/russia/1053227>

Источник: «Интер ПАО», «АТС», Cbonds, оценки АТОН

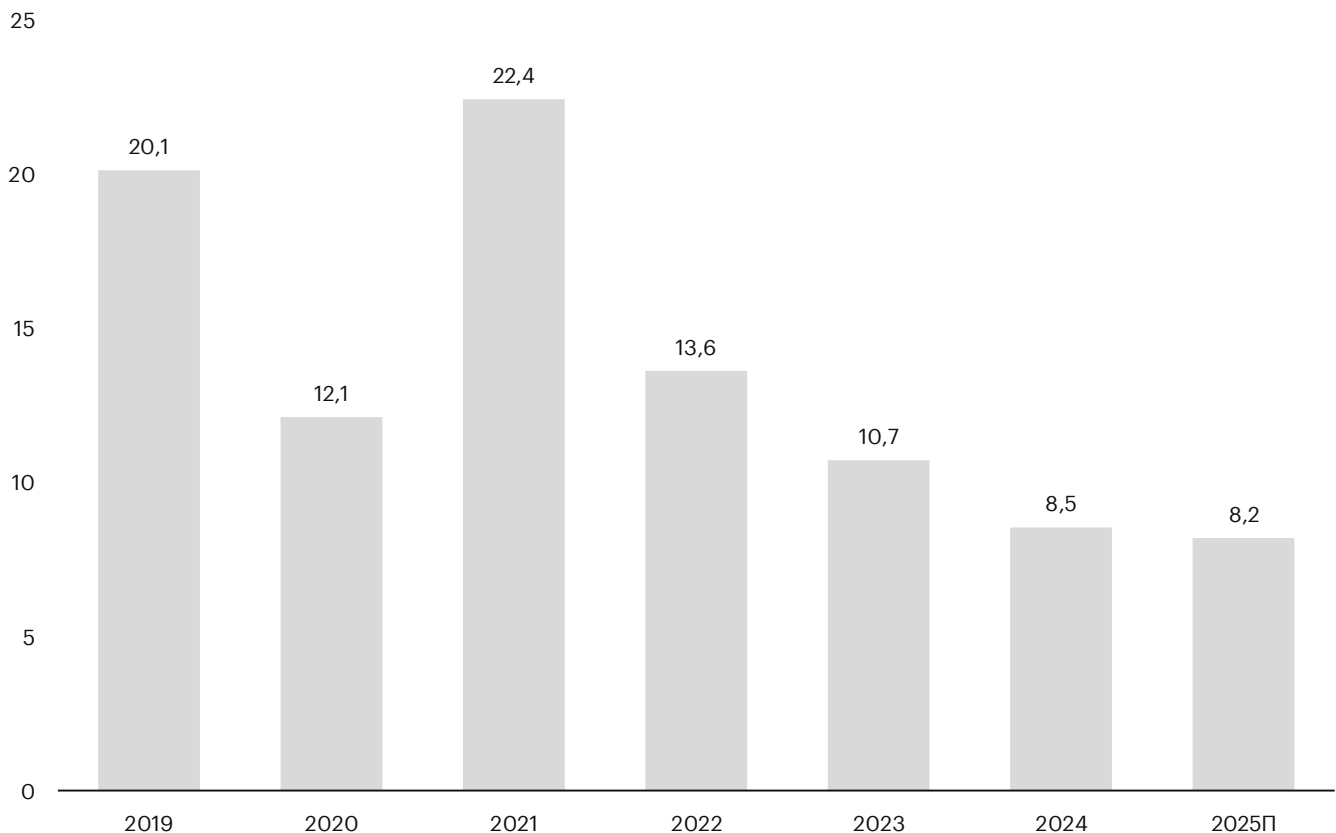
Экспорт электроэнергии из России продолжает снижаться

По данным «Интер РАО», экспорт электроэнергии из РФ по итогам 9 месяцев 2025 года незначительно снизился (-0,2% г/г) до 5,53 млрд кВт·ч. По данным за 1-е полугодие, в Китай было поставлено 200 млн кВт·ч (для сравнения, в 2010–2020 гг. среднегодовой объем экспорта электроэнергии из РФ в Китай составлял 3 млрд кВт·ч⁽¹⁾). Как и в прошлом году, ограничения в дальневосточной энергосистеме не позволяют восстановить объем экспорта в Китай до плановых значений. В январе-июне 2025 года почти 52% объема экспорта пришлось на Казахстан и Кыргызстан, 16% — на Монголию.

По итогам 2025 года экспорт электроэнергии из России, по оценкам «Интер РАО», может снизиться на 4% до 8,19 млрд кВт·ч. Компания прогнозирует высокий объем поставок в Казахстан и Монголию. Объем экспорта в Кыргызстан зависит от пропускной способности электросетей Казахстана.

Точкой роста экспорта из РФ может стать запуск общего рынка электроэнергии ЕАЭС. Как сообщал «Системный оператор ЕЭС», экспорт электроэнергии из РФ в 2025–2030 гг. может составить около 12,2 млрд кВт·ч в год, после чего в 2031–2042 гг. может последовать снижение примерно до 10,6 млрд кВт·ч в год⁽²⁾. Ожидается, что до 2042 г. «Интер РАО» сохранит традиционные направления поставок электроэнергии, за исключением Финляндии и стран Балтии, куда поставки прекратились в 2022 году. Основными направлениями экспорта, как ожидается, останутся Китай (4,5 млрд кВт·ч в год) и Казахстан (3,15–4,7 млрд кВт·ч в год). Также прогнозируется экспорт в Монголию (0,7–1 млрд кВт·ч в год), Грузию, Южную Осетию и Азербайджан.

Экспорт электроэнергии из России, млрд кВт·ч

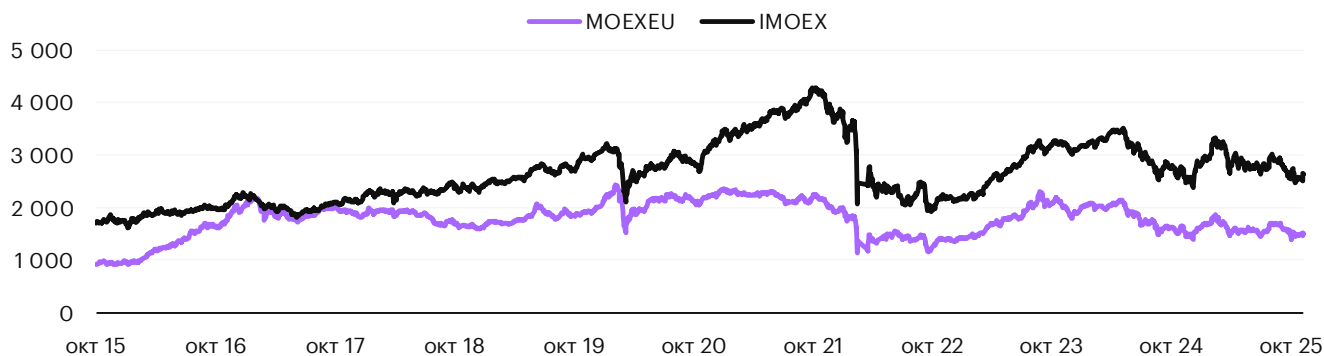


(1) <https://www.kommersant.ru/doc/7960187>; (2) <https://www.interfax.ru/business/977354>

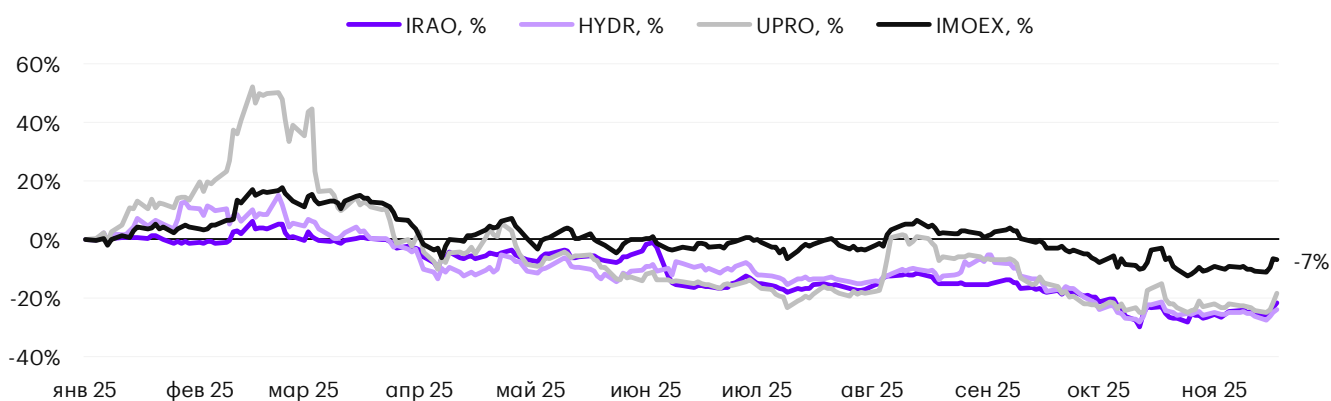
Источник: «Интер РАО», «Коммерсантъ», «Интерфакс», оценки АТОН

Динамика акций электроэнергетического сектора остается в отрицательной зоне

Сравнение динамики индекса МосБиржи и индекса МосБиржи электроэнергетики ⁽¹⁾



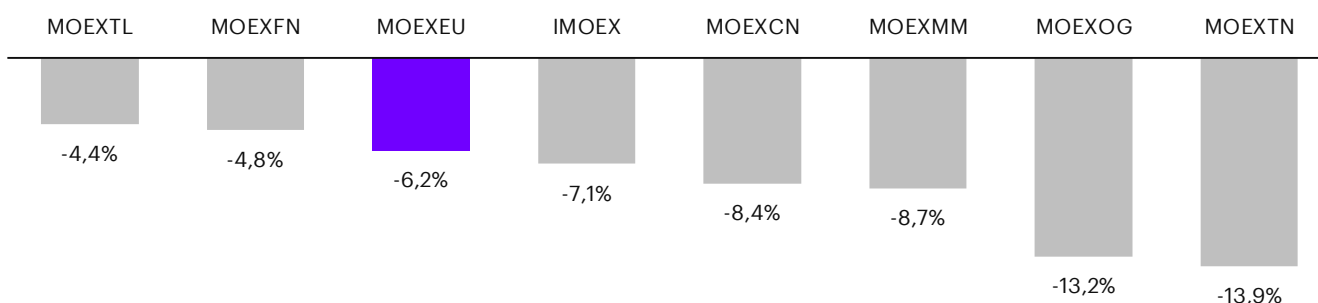
Динамика акций российских генерирующих компаний и индекса МосБиржи с начала года ⁽¹⁾



В 2024 г. индекс МосБиржи сектора электроэнергетики снизился на 16%, показав более слабую динамику, чем рынок в целом (-8% по IMOEX). В этом году динамика индекса МосБиржи сектора электроэнергетики немного обошла индекс МосБиржи, но все равно осталась в отрицательной зоне. Ограниченное количество привлекательных дивидендных историй снижает интерес инвесторов к данному сектору в целом.

Высокие процентные ставки также негативно влияют на прибыль компаний с высокой долговой нагрузкой, таких как «РусГидро». Среди наиболее привлекательных компаний с исторически стабильными дивидендами мы выделяем «Интер РАО» (ожидаем див. доходность около 12% в следующие 12 месяцев) ⁽²⁾

Динамика отраслевых индексов МосБиржи с начала года ⁽¹⁾



⁽¹⁾ По состоянию на 20 ноября 2025 г. ⁽²⁾ оценки аналитиков АТОН, наступление указанных событий не гарантировано
 Источник: Cbonds, оценки АТОН

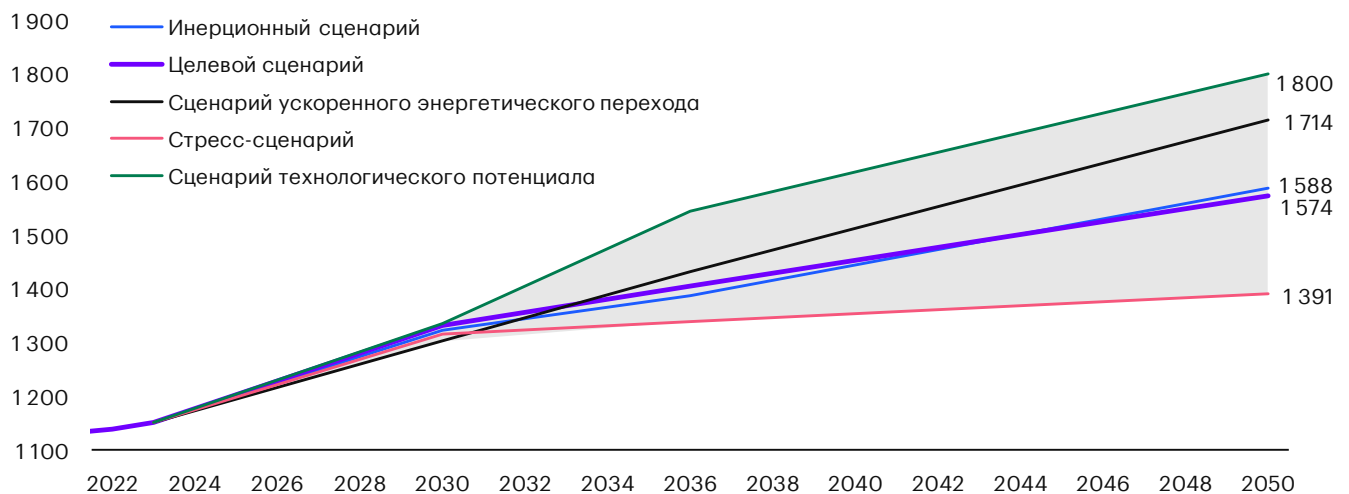
Долгосрочные перспективы электроэнергетики

В апреле 2025 года правительство России утвердило Энергетическую стратегию Российской Федерации до 2050 года. ⁽¹⁾ Она предусматривает несколько сценариев развития отечественной электроэнергетики. Стресс-сценарий — падение производства и экспорта, ужесточение санкций и ускоренная декарбонизация. Инерционный сценарий — сохранение текущих тенденций и регулирования, отсутствие новых инвестиций. Целевой (основной) сценарий — сбалансированное развитие, рост экспорта и технологический суверенитет.

Сценарий технологического потенциала — максимальные возможные объемы без учета экономической целесообразности. Сценарий ускоренного энергетического перехода — быстрый рост ВИЭ, глобальная декарбонизация и снятие технологических ограничений.

В самом пессимистичном сценарии (стресс-сценарии) в 2050 году будет выработано 1 391 млрд кВт·ч, а в самом оптимистичном (сценарий технологического потенциала) — 1 800 млрд кВт·ч. Согласно целевому сценарию, будет выработано 1 574 млрд кВт·ч (СГТР в 2020-2050 гг. составит 1,3%).

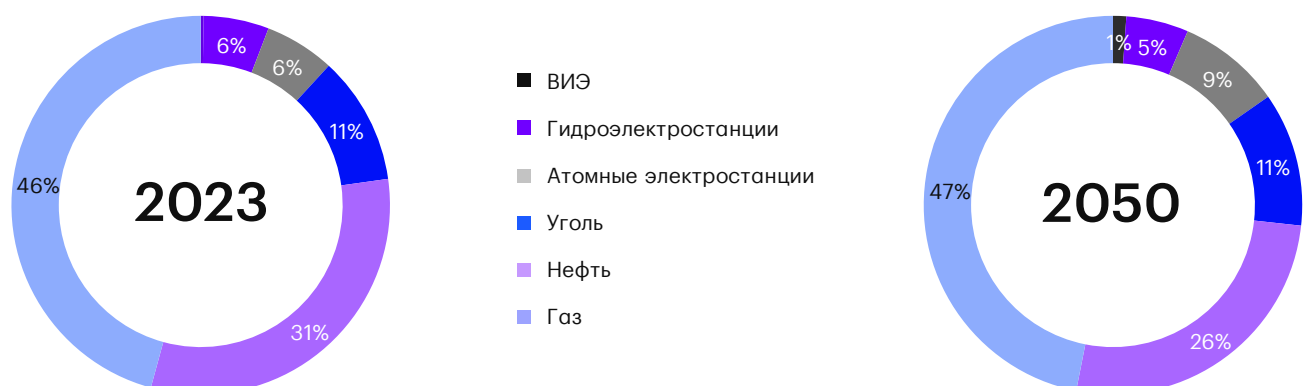
Прогноз производства электроэнергии в РФ до 2050 г., млрд кВт·ч



Согласно Энергетической стратегии Российской Федерации, в рамках целевого сценария в 2050 г. доля углеводородов слегка снизится до 84,7% против 88,2% в 2023. Доля гидроэлектростанций тоже немного уменьшится (на 0,3%), а доля ВИЭ и АЭС увеличится (на 0,9% и 2,8% соответственно).

В целом по миру ожидается рост доли ВИЭ (с 2,5% в 2023 г. до 10,0% в 2050 г.), гидроэлектростанций (с 2,5% до 3,6%) и АЭС (с 1,5% до 2,8%). Доля углеводородов в мировом энергетическом балансе снизится с 93% до 82%.

Энергетический баланс России в 2023 г. и в 2050 г. (в целевом сценарии)



(1) <http://static.government.ru/media/files/LWYfSENa10uBrrBoylQqAAOj5eJYIA60.pdf>

Источник: Сbonds, оценки АТОН



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 4,7 руб. ⁽⁷⁾

Качественный актив с исторически стабильными дивидендами ⁽²⁾

«Интер РАО» — одна из крупнейших электроэнергетических компаний на российском рынке, на которую приходится 19% объема сбыта и 11% выработки электроэнергии в РФ ⁽¹⁾. Компания является единственным экспортером электроэнергии из России. «Интер РАО» реализует масштабную инвестпрограмму (около 1 трлн руб. в 2020–30 гг.) с потенциалом роста EBITDA до более чем 320 млрд рублей к 2030 г. Существенный прирост EBITDA может обеспечить сегмент генерации в РФ, доля которого может вырасти с 52% в 2024 г. до 66% в 2030 г. в том числе за счет ввода в эксплуатацию Новоленской ТЭС и Каширской ГРЭС. В 2025–2029 гг. «Интер РАО» собирается реализовать 20 проектов модернизации общей мощностью 6,9 ГВт. ⁽⁶⁾ Одним из ключевых факторов инвестиционной привлекательности остается существенная денежная «подушка» на балансе компании (в размере около 336 млрд рублей по состоянию на конец 9 месяцев 2025), хотя рост капзатрат продолжает оказывать некоторое давление на остатки денежных средств. Чистая прибыль по-прежнему поддерживается процентными доходами по депозитам в условиях двузначной ключевой ставки. Компания исторически платит стабильные дивиденды, и, по нашим оценкам, дивиденды в следующие 12 месяцев могут составить порядка 0,35 рубля на акцию (доходность около 12%) при условии выплаты 25% от чистой прибыли. В то же время мы не ожидаем повышения коэффициента выплат в среднесрочной перспективе. ⁽²⁾

Катализаторы: приобретение новых высококомаржинальных активов в машиностроении.



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 0,5 руб. ⁽⁷⁾

Мораторий на дивиденды до 2029 года, впереди масштабная инвестпрограмма

«РусГидро» — один из крупнейших генераторов мощности в России, обеспечивающий порядка 12% выработки электроэнергии в стране ⁽³⁾. Акции компании по ряду причин отстают от других компаний сектора, потеряв 24% с начала года, в то время как индекс Мосбиржи электроэнергетики снизился на 6%. ⁽⁴⁾ Чистый долг компании продолжает расти, а коэффициент ЧД/EBITDA остается на уровне 3,2х на конец 2-го квартала 2025 года. В июле компания

представила прогнозы по инвестпрограмме на период до 2029 г. в размере около 1,13 трлн рублей, из которых 80% может быть направлено на энергетику Дальнего Востока. ⁽⁵⁾ Компания намерена ввести около 3,3 ГВт электрической мощности. В последний раз «РусГидро» выплачивала дивиденды по итогам 2022 г. В сентябре 2025 года был одобрен мораторий на выплату дивидендов до 2029 года. Основная цель — улучшение экономического состояния компании. Основной вызов для компании — активная фаза инвестиционного цикла в условиях существенной долговой нагрузки.

Катализаторы: ускорение либерализации рынка на Дальнем Востоке, сокращение затрат на обслуживание долга.



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 1,85 руб. ⁽⁷⁾

Дальнейший устойчивый рост зависит от разрешения проблем с мажоритарным акционером

Крупная генерирующая компания, в состав которой входят пять электростанций общей мощностью 11,3 ГВт (около 4,5% от общей мощности ЕЭС России). По итогам 2024 г. чистая денежная позиция компании составила 91 млрд рублей, что поддерживает динамику чистой прибыли компании за счет размещения свободной ликвидности на банковских депозитах с высокими процентными ставками. «Юнипро» утвердила программу модернизации текущих активов и строительства новых парогазовых энергоблоков до 2031 года в размере 327,1 млрд руб. ⁽⁸⁾ Начиная с 2022 года компания перестала выплачивать дивиденды на фоне передачи 83,73% акций «Юнипро», принадлежащих немецкому концерну Uniper, во временное управление Росимущество. Сроки выхода Uniper из акционерного капитала остаются главным фактором неопределенности, однако в случае разрешения проблем с мажоритарным акционером компания потенциально может вернуться к выплате дивидендов ⁽²⁾. В то же время накопленные денежные средства могут быть направлены на программу модернизации, что потенциально может привести к снижению свободных денежных средств, доступных для распределения среди акционеров в виде дивидендов ⁽²⁾.

Катализаторы: разрешение проблем с мажоритарным акционером, возобновление дивидендных выплат.

(1) Годовой отчет «Интер РАО» за 2024 г. (2) В соответствии с ожиданиями аналитиков АТОН, выплата дивидендов и соответствующие показатели доходности не гарантируются. (3) Годовой отчет «РусГидро» за 2024 г.: <https://rushydro.ru/investors/disclosure/>. (4) По состоянию на 13 октября 2025 г. (5) <https://www.interfax.ru/business/1035340>. (6) <https://www.interfax.ru/business/1032940>. (7) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2025 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (8) <https://www.interfax.ru/business/1012262>. Источники: данные компаний, «Интерфакс», оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы: российские генерирующие компании и международные аналоги

	Кап-я, \$ млн ⁽¹⁾	EV/EBITDA			P/E		Див. дох- ть ⁽²⁾	ЧД/ EBITDA	Изменение за			
		25П	26П	5Л средн.	25П	26П			5Л средн.	12М	6М	12М
Российские генерирующие компании												
РусГидро	2 091	4,2	3,8	6,8	2,6	2,3	9,3	0%	2,9	-18%	-19%	-26%
ИнтерРАО	3 643	отр.	отр.	1,6	1,8	1,7	4,3	12%	отр.	-15%	-20%	-29%
Юнипро	1 067	отр.	отр.	5,5	2,3	2,5	10,3	0%	отр.	-25%	-19%	-26%
Средневзвешенное значение		1,3	1,2	3,8	2,1	2,0	6,8	7%	отр.	-17%	-20%	-28%
Медиана		4,2	3,8	5,5	2,3	2,3	9,3	0%	отр.	-18%	-19%	-26%
Энергетический рынок												
China Yangtze Power Co	97 567	14,5	14,2	13,1	20,2	19,2	18,1	3%	4,1	1%	-4%	2%
NTPC	36 137	10,1	9,5	8,9	14,4	13,7	9,7	3%	4,1	-1%	-5%	-18%
China National Nuclear Power	26 261	13,8	12,8	10,6	19,4	18,2	14,7	2%	7,8	-1%	-1%	-9%
CGN Power Corp	26 973	11,9	11,3	11,1	19,7	18,5	8,4	3%	5,4	5%	29%	13%
CEZ	32 823	6,6	7,9	6,2	23,3	17,3	14,2	3%	1,5	4%	10%	42%
CLP Holdings LTd	21 755	9,8	9,5	10,2	15,0	14,3	16,0	5%	2,6	0%	0%	0%
Centrais Eletricas	24 407	8,4	6,3	6,9	25,7	12,7	11,2	3%	2,5	47%	27%	43%
Huaneng Power International	16 539	9,0	8,7	9,4	8,3	8,2	8,3	7%	4,8	19%	32%	54%
China Resources Power	12 685	7,6	6,9	6,3	7,0	6,5	6,6	6%	5,1	-2%	0%	1%
Zhejiang Zheneng Electric	9 952	6,6	6,4	5,6	9,9	9,5	17,6	5%	1,7	1%	1%	-10%
KEPCO	19 321	5,9	5,5	18,0	3,5	3,1	24,7	3%	4,4	14%	70%	89%
Huadian Power International	8 707	11,1	11,1	10,6	9,0	8,7	6,7	6%	4,8	12%	7%	24%
CEMIG	6 634	6,4	6,1	5,9	8,4	8,6	7,0	7%	1,5	13%	14%	0%
PGE	6 908	2,0	2,3	3,1	отр.	6,3	10,0	0%	0,7	-3%	36%	66%
Ratchaburi Elec Gen Holding	1 821	13,7	14,4	14,3	8,7	8,6	10,7	6%	7,7	5%	3%	-15%
Средневзвешенное значение		10,6	10,3	10,3	16,6	14,6	14,0	4%	4,0	6%	10%	15%
Медиана		9,0	8,7	9,4	12,1	9,5	10,7	3%	4,1	4%	7%	2%
Распределительный рынок												
Next Era Energy	170 128	16,3	14,3	17,3	22,4	20,7	28,6	3%	5,6	15%	24%	4%
Iberdrola	136 102	12,0	11,7	10,4	19,1	18,3	16,6	4%	3,2	15%	11%	29%
Enel	104 206	7,7	7,5	7,3	13,1	12,7	12,0	5%	2,5	15%	16%	28%
American Electric Power	64 392	12,6	11,5	12,0	20,2	18,5	18,2	3%	5,5	6%	12%	20%
Dominion Resources	50 654	13,7	12,4	13,2	17,3	16,1	18,2	5%	6,2	-3%	9%	1%
Engie	58 641	7,1	7,0	5,6	10,6	11,3	16,8	6%	3,0	10%	16%	37%
Xcel	48 264	13,5	11,8	12,4	21,5	19,4	21,7	3%	5,6	11%	15%	23%
Entergy	42 976	13,0	11,5	11,2	24,5	21,4	12,9	3%	5,5	6%	14%	32%
E.ON	48 468	8,7	8,8	7,9	14,1	15,0	12,5	4%	4,5	-2%	3%	29%
Verbund	27 068	9,3	10,9	13,4	15,7	20,4	24,4	3%	0,9	1%	1%	-11%
DTE Energy Company	27 713	12,3	11,3	12,0	18,5	17,2	17,5	3%	5,9	-4%	-2%	8%
Ameren Corp	27 557	13,4	12,1	12,5	20,3	18,6	21,1	3%	5,4	0%	2%	16%
Endesa	38 710	8,1	7,9	7,0	16,1	16,0	12,8	4%	2,0	24%	21%	59%
RWE	36 165	9,8	8,4	6,8	20,5	17,8	15,3	3%	2,9	16%	27%	39%
SSE	26 998	9,6	9,5	11,2	11,7	11,9	14,6	3%	2,9	1%	10%	7%
EDP	21 025	9,1	9,0	9,4	14,8	14,6	18,3	5%	3,3	17%	34%	22%
FORTUM	20 710	15,1	14,2	8,0	23,8	22,4	12,7	4%	0,8	24%	40%	52%
Kansai Electric Power Co	17 040	8,2	8,3	14,4	6,7	8,1	9,5	3%	6,0	23%	41%	-2%
EDP Renovaveis	15 750	13,1	12,2	13,1	39,4	29,9	32,5	1%	4,2	28%	56%	3%
Centrica	10 801	4,1	4,0	3,0	13,4	12,0	9,0	3%	отр.	7%	12%	53%
Chubu Electric Power Co	10 704	11,2	13,9	13,9	7,1	8,3	7,9	3%	8,1	15%	17%	26%
A2A	9 778	6,8	6,7	6,5	12,3	12,5	12,7	4%	2,5	25%	22%	31%
Drax Group	3 259	3,9	5,5	5,1	5,7	10,6	9,5	4%	1,0	4%	20%	16%
Средневзвешенное значение		11,5	10,8	11,1	18,1	17,2	18,2	4%	4,1	11%	16%	22%
Медиана		9,8	10,9	11,2	16,1	16,1	15,3	3%	3,3	11%	16%	23%

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) По данным на 14 ноября 2025 года. (2) Выплата дивидендов не гарантирована.

Источник: Yahoo Finance, оценки АТОН

ИТ и телекомы



Искусственный интеллект открывает новые горизонты роста и эффективности

- Использование ИИ становится центральным сюжетом цифровой трансформации.
- Формирование собственного технологического стека — не опция, а необходимость.
- Эффект догоняющего развития снижает издержки на НИОКР, сохраняя выгоды от внедрения.
- Развитие концентрируется вокруг крупных экосистем, таких как «Яндекс», «Сбер», МТС.

22-36 трлн ₽

экономический потенциал ИИ в России к 2030 году, по оценкам «Яков и Партнеры»

Какие направления могут стать наиболее востребованными на горизонте ближайших лет

- **Локальные языковые модели и генеративные нейросети:** российские игроки имеют преимущество за счет близости к массивам данных, понимания культурного контекста и ограниченного присутствия глобальных конкурентов.
- **ИИ-агенты и прикладные сервисы автоматизации:** рост спроса в поддержке, документообороте и закупках, где ИИ снижает издержки и повышает эффективность.
- **Дата-центры (ЦОД) и аренда графических процессоров:** это основа вычислительной инфраструктуры, без которой невозможны обработка данных и обучение моделей.

Примеры:

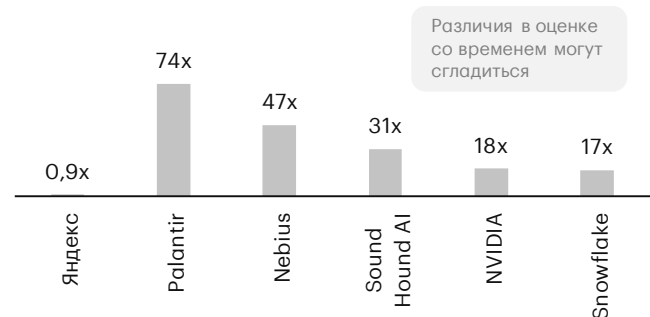
Алиса AI	Яндекс
GigaChat	Сбер
Skillaz	HeadHunter
речевая аналитика	МТС
автоматизация процессов	X5
ЦОД	Selectel

Мировой бум искусственного интеллекта не повлиял на оценки российских компаний?

Динамика акций крупных компаний⁽¹⁾, развивающих ИИ, с января 2023 года



Отношение рыночной капитализации к прогнозной выручке (P/S'25)

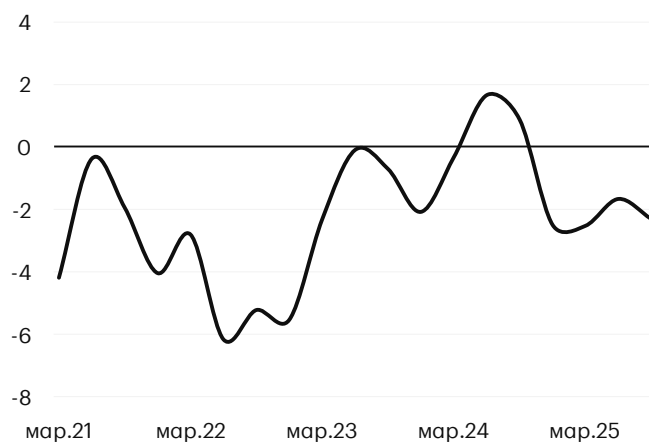


Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.
 (1) США — IBM, Alphabet, Microsoft, NVIDIA, Palantir, Amazon. Россия — «Сбер», «Яндекс», «Т-Технологии»; средневзвешенное значение.
 Источник: данные компаний, «Яков и Партнеры», Investing.com, оценки АТОН

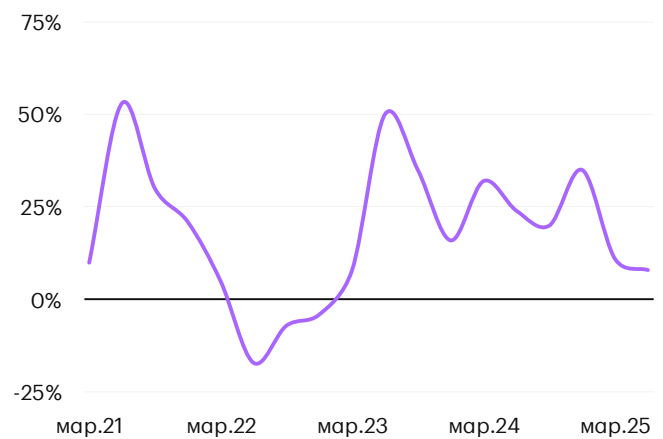
Рынок рекламы — зеркало настроений бизнеса

- Динамика рекламных расходов — опережающий индикатор деловой активности.
- Видим возможности для роста бюджетов ближе к середине 2026 года при снижении ставки.
- Считаем, что рост рынка в 2026 году в целом будет сопоставим с 2025 — на уровне 10–15%.
- Рост по сегментам, вероятно, останется неоднородным: онлайн-торговля будет расти быстрее.

Индекс предпринимательской уверенности⁽¹⁾



Динамика рекламного рынка РФ, % г/г



Для рынка такси 2026 год рискует стать непростым

С 1 марта 2026 года в такси смогут работать только автомобили с высокой степенью локализации⁽²⁾.

>30% может составить рост стоимости поездок в результате ухода с рынка части операторов и сокращения предложения, **если закон вступит в силу.**

Не исключено, что в итоговом варианте закона могут быть предусмотрены послабления.

При этом агрегаторы, как мы считаем, потенциально смогут компенсировать рост цен, пропорционально повысив объем комиссий, что смягчит удар по их доходам.

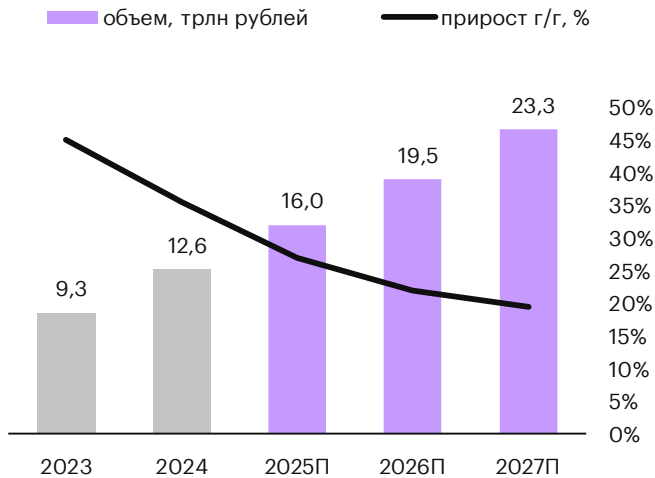
(1) Среднее значение на основе значений индексов предпринимательской уверенности в сферах добычи полезных ископаемых, обрабатывающих производств, розничной торговли, строительства и в сфере услуг.

(2) В случае если Федеральный закон № 116-ФЗ от 23 мая 2025 года «О внесении изменений в статьи 9 и 10 Федерального закона № 580-ФЗ «Об организации перевозок пассажиров и багажа легковым такси...» останется без изменений до его вступления в силу.

Источник: данные компаний, Росстат, «Ведомости», «Коммерсант», АКАР, оценки АТОН

Рынок онлайн-торговли сохраняет структурные драйверы и потенциал двузначного роста

Историческая динамика и прогноз рынка онлайн-торговли в РФ

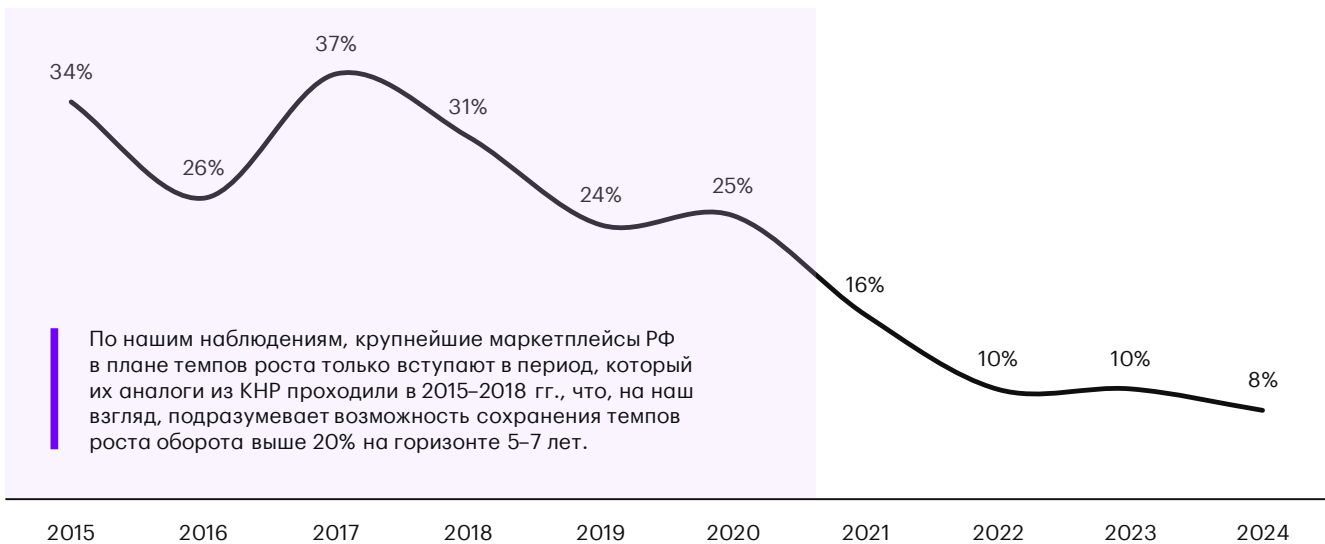


Факторы, способствующие росту рынка:

- спрос на качественную розницу вне крупных городов;
- развитие логистической инфраструктуры маркетплейсов;
- наличие отложенного спроса из-за высоких ставок;
- увеличение доступности финансовых сервисов;
- расширение ассортимента за счет новых категорий.

Пример Китая показывает, что лидеры рынка могут расти темпами выше 25% в год еще несколько лет⁽¹⁾

Динамика оборота трех крупнейших маркетплейсов Китая⁽²⁾



Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) На основе исторических данных Alibaba, JD, Pinduoduo; с 2022 года — оценки аналитиков АТОН.

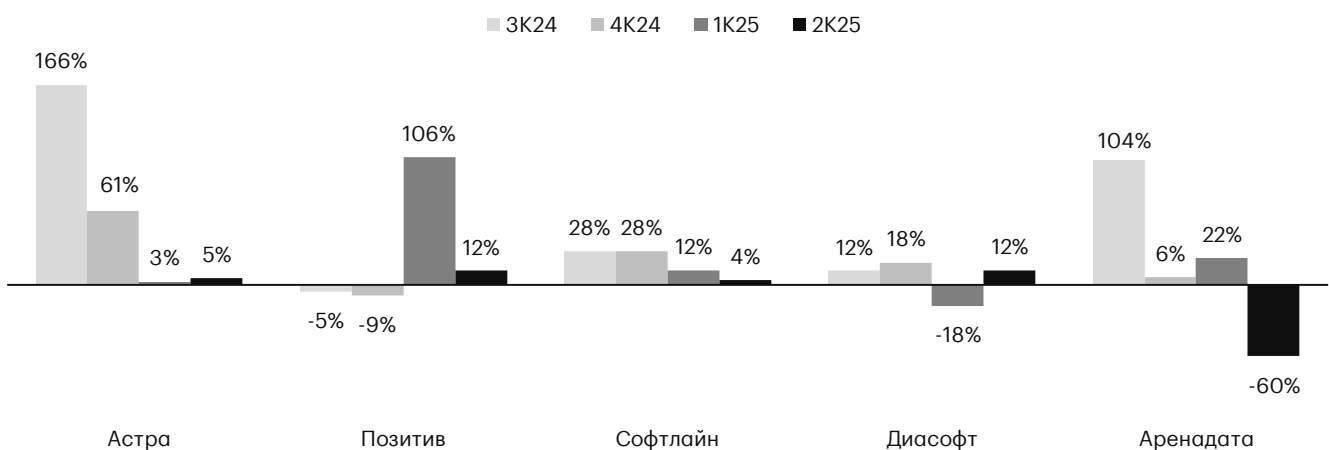
(2) Повторение темпов роста не гарантировано.

Источник: данные компаний, «Яков и Партнеры» оценки АТОН

Импортозамещение ПО сталкивается с рядом системных трудностей:

- X негативное влияние высокой КС ввиду дороговизны проектов;
- X проблемы интеграции с ранее используемой инфраструктурой;
- X ограничения по функциональности и удобству использования;
- X отсутствие механизмов проверки уровня импортозамещения.

Результат — резкое замедление операционной динамики публичных игроков⁽¹⁾.



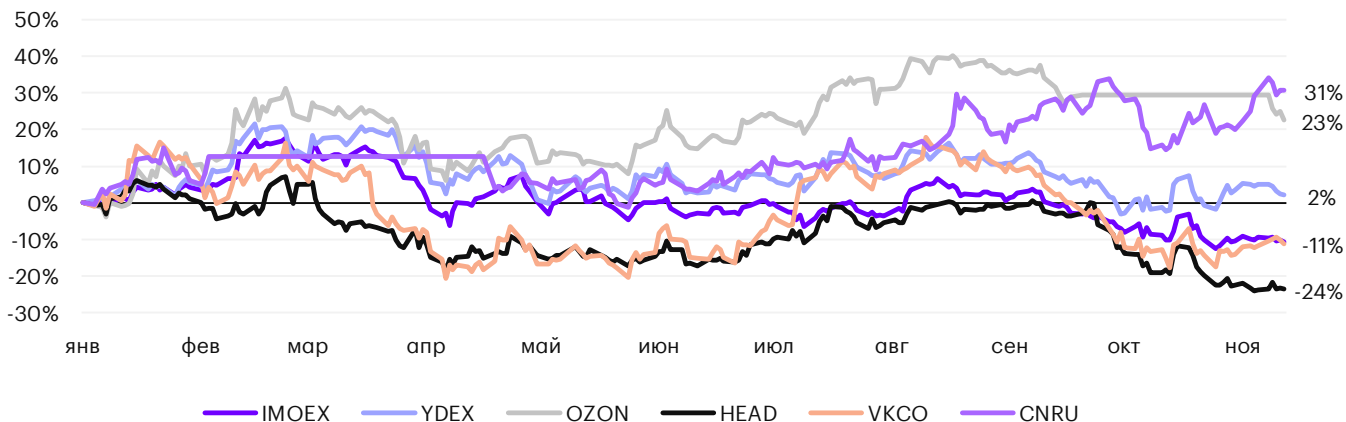
Мы пока не видим предпосылок для кардинального разворота:

- X КС остается сравнительно высокой, что препятствует инвестициям;
- X программы господдержки сокращаются в условиях «жесткого» бюджета;
- X с 2026 года вырастут расходы по соцвзносам для ИТ-специалистов;
- X ...

(1) На графике указаны темпы роста отгрузок для ГК «Астра» и «Группы Позитив», динамика оборота для «Софтлайна» и выручки для «Диасофта» и «Группы Аренадата»; для «Диасофта» указаны данные за календарные периоды; для «Аренадаты» указаны преимущественно расчеты аналитиков АТОН на основе данных компании.
Источник: данные компаний, оценки АТОН

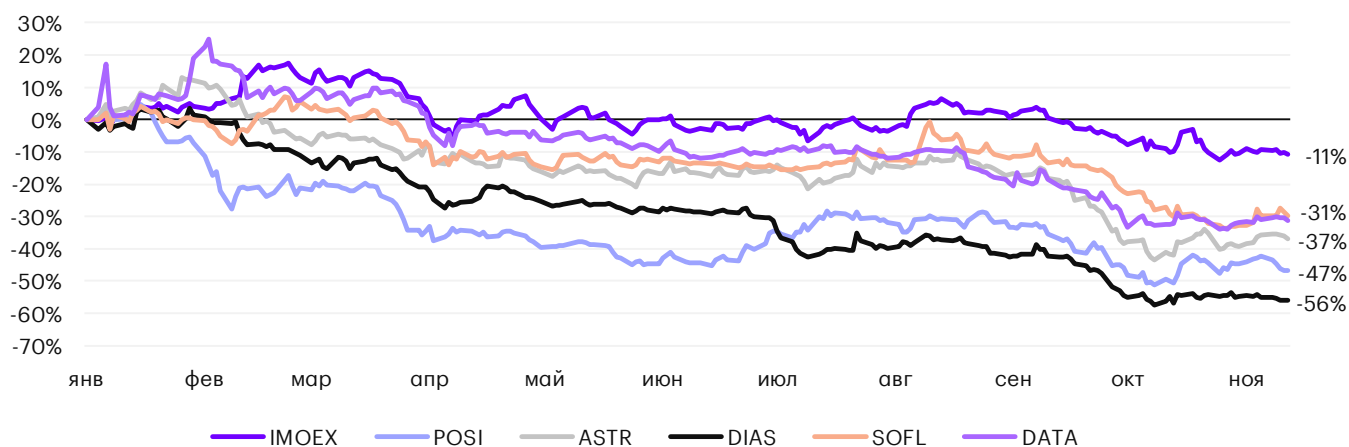
Динамика акций интернет-компаний

Бумаги движутся разнонаправленно



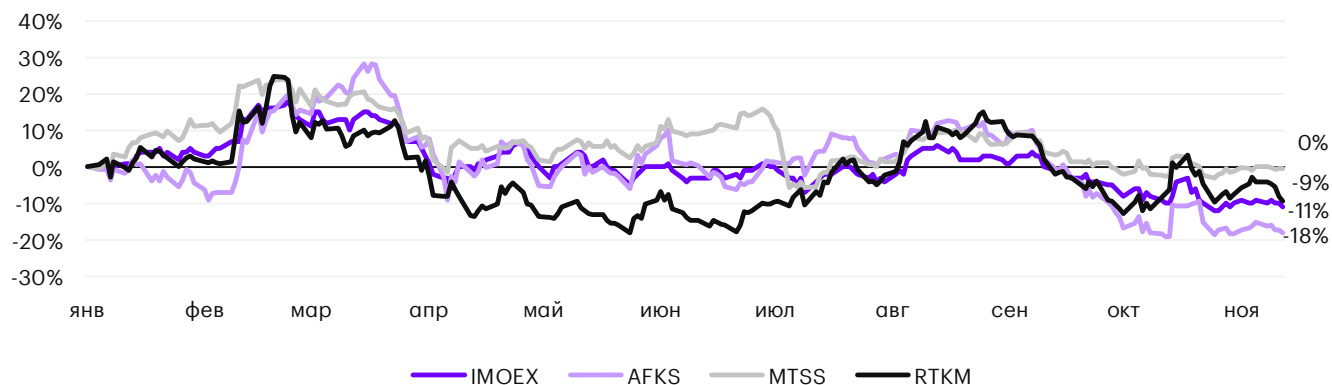
Динамика акций разработчиков ПО

Котировки снижаются на фоне слабых результатов



Динамика акций телекомов и АФК «Система»

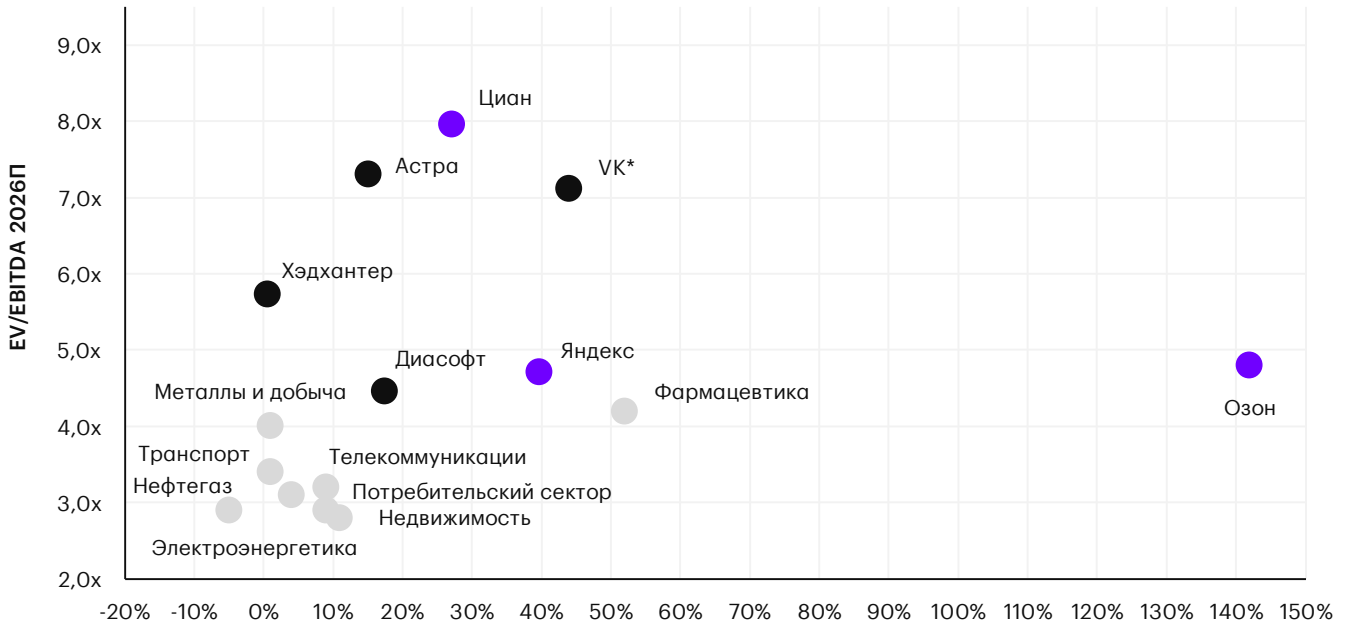
Цены относительно устойчивы, как мы считаем, благодаря экспозиции на долговой фактор



Источник: Investing.com, оценки АТОН

Оценка сектора

ИТ-компании торгуются с премией к прочим секторам, что обосновано высоким темпом роста прогнозных денежных потоков⁽¹⁾



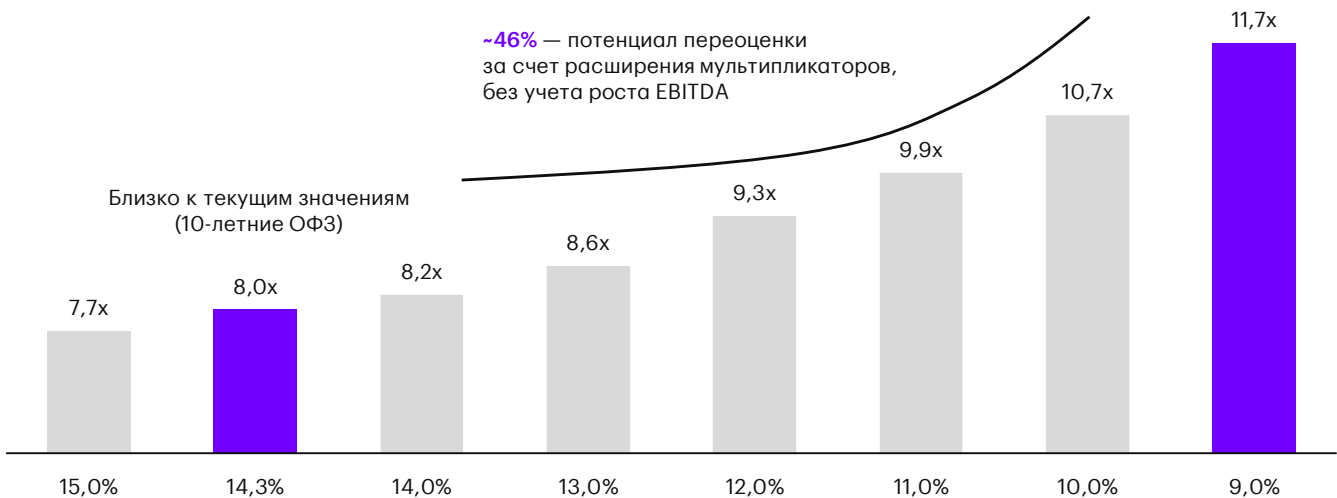
* для VK указан прирост EBITDA за 2026 год

CGTP EBITDA 2024-2026П

Высокая чувствительность оценки к безрисковой ставке может создать существенный потенциал роста по мере ее снижения⁽²⁾

Справедливый медианный мультипликатор EV/EBITDA⁽³⁾ на год вперед для технологических компаний в зависимости от безрисковой ставки

Ключевая ставка 9-10% на горизонте 3 лет, согласно макроэкономическому опросу ЦБ



(1) Достижение прогнозных показателей не гарантировано.

(2) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, рост и достижение показателей не гарантированы.

(3) Медианный мультипликатор ИТ-компаний, согласно оценкам АТОН.

Источник: данные компаний, макроэкономический опрос Банка России, оценки АТОН

Сравнительные мультипликаторы⁽¹⁾

Мультипликаторы российского технологического сектора

Компания	Рын. кап.	ЧД	EV	EV / EBITDA		P / E		СГТР'24-27		Див. дох.
	млрд руб.	млрд руб.	млрд руб.	2026П	2027П	2026П	2027П	Выручка	EBITDA	12М, %
Интернет-компании										
Яндекс	1 554	176	1 730	4,7x	3,5x	7,8x	5,4x	26%	38%	6%
Озон	847	280	1 127	4,8x	3,5x	17,2x	9,5x	42%	101%	7%
Хэдхантер	144	(9)	135	5,7x	4,7x	6,6x	5,4x	11%	7%	16%
ВК	157	73	230	7,1x	5,2x	н.п.	21,0x	14%	н.п.	–
Циан	52	(11)	41	8,0x	5,6x	13,0x	10,1x	21%	32%	30%
Медиана				5,7x	4,7x	10,4x	9,5x	21%	35%	
Разработчики ПО										
Астра	62	2	64	7,3x	5,0x	10,7x	6,6x	28%	23%	3%
Диасофт ⁽²⁾	20	(1)	20	4,5x	3,5x	6,4x	5,3x	14%	20%	6%
Медиана				5,9x	4,3x	8,5x	5,9x	21%	21%	
Телекомы										
МТС	408	536	944	3,1x	2,8x	10,4x	5,6x	12%	11%	17%
Ростелеком	204	730	933	2,7x	2,5x	5,9x	3,7x	9%	9%	5%
Медиана				2,9x	2,6x	8,1x	4,6x	10%	10%	

(1) Достижение прогнозных показателей не гарантировано.

(2) Показатели «Диасофта» в таблице приведены по календарному году, финансовый год компании начинается в апреле и заканчивается в марте.

Источник: данные компаний, оценки АТОН

Прогноз ключевых показателей некоторых компаний сектора⁽¹⁾

Яндекс

Выше рынка; ЦЕЛЬ — 7 000 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	798	1095	1 430	1 795	2 202
Прирост г/г, %	53%	37%	31%	26%	23%
Скорр. EBITDA	121	187	274	368	496
Рентабельность EBITDA, %	15%	17%	19%	20%	23%
Скорр. чист. прибыль	52	101	135	200	289
Рент-ть скорр. чист. приб., %	7%	9%	9%	11%	13%
Оценка					
EV/Выручка	2,2x	1,6x	1,2x	1,0x	0,8x
EV/EBITDA	14,3x	9,3x	6,3x	4,7x	3,5x
P/E	29,9x	15,4x	11,9x	7,8x	5,4x

hh

Нейтрально; ЦЕЛЬ — 3 860 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	29	40	41	45	54
Прирост г/г, %	63%	35%	3%	11%	20%
Скорр. EBITDA	17	23	22	24	28
Рентабельность EBITDA, %	59%	59%	54%	52%	53%
Скорр. чист. прибыль	12	24	20	22	26
Рент-ть скорр. чист. приб., %	42%	62%	50%	48%	49%
Оценка					
EV/Выручка	4,6x	3,4x	3,3x	3,0x	2,5x
EV/EBITDA	7,7x	5,8x	6,1x	5,7x	4,7x
P/E	11,5x	5,9x	7,1x	6,6x	5,4x

OZON

Выше рынка; ЦЕЛЬ — 6 650 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
GMV	1 752	2 875	4 069	5 189	6 428
Прирост г/г, %	111%	64%	42%	28%	24%
Выручка	424	613	1 042	1 407	1 768
Прирост г/г, %	53%	45%	69%	35%	26%
Скорр. EBITDA	6	40	148	235	325
Относительно GMV, %	0%	1%	4%	5%	5%
Оценка					
EV/GMV	0,6x	0,4x	0,3x	0,2x	0,2x
EV/Выручка	2,7x	1,8x	1,1x	0,8x	0,6x
EV/EBITDA	н.п.	28,2x	7,6x	4,8x	3,5x

УК

Нейтрально; ЦЕЛЬ — 330 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	120	148	163	187	218
Прирост г/г, %	36%	23%	10%	15%	17%
Скорр. EBITDA	0	-5	22	32	44
Рентабельность EBITDA, %	0%	-3%	14%	17%	20%
Чистый убыток	-34	-95	-29	-9	7
Относительно выручки, %	-29%	-64%	-18%	-5%	3%
Оценка					
EV/Выручка	1,9x	1,6x	1,4x	1,2x	1,1x
EV/EBITDA	н.п.	н.п.	10,2x	7,1x	5,2x
P/E	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	21,1x

ЦИАН

Выше рынка; ЦЕЛЬ — 770 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	12	13	15	19	23
Прирост г/г, %	40%	12%	14%	26%	21%
Скорр. EBITDA	3	3	3	5	7
Рентабельность EBITDA, %	24%	25%	22%	28%	32%
Чистая прибыль	2	2	3	4	5
Рент-ть чистой прибыли, %	15%	19%	20%	21%	22%
Оценка					
EV/Выручка	3,6x	3,2x	2,8x	2,2x	1,8x
EV/EBITDA	14,8x	12,8x	12,4x	8,0x	5,6x
P/E	30,7x	21,1x	17,6x	13,0x	10,2x

АСТРА

Нейтрально; ЦЕЛЬ — 360 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	10	17	20	26	36
Прирост г/г, %	77%	80%	18%	26%	41%
Скорр. EBITDA	4	7	7	9	13
Рентабельность EBITDA, %	44%	41%	33%	34%	36%
Скорр. чистая прибыль	4	6	5	6	10
Рент-ть чистой прибыли, %	46%	37%	23%	23%	26%
Оценка					
EV/Выручка	6,7x	3,7x	3,1x	2,5x	1,8x
EV/EBITDA	15,4x	9,7x	9,3x	7,3x	4,9x
P/E	14,0x	9,7x	13,2x	10,7x	6,6x

(1) Достижение прогнозных показателей не гарантировано.

(2) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. Источник: данные компаний, оценки АТОН

Прогноз ключевых показателей некоторых компаний сектора⁽¹⁾



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 2 200 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	9	10	11	13	14
Прирост г/г, %	23%	14%	12%	15%	15%
ЕБИТДА	4	3	4	4	5
Рентабельность ЕБИТДА, %	43%	32%	32%	35%	38%
Чистая прибыль	3	3	3	3	4
Рент-ть скорр. чист. приб., %	34%	26%	24%	25%	26%
Оценка					
EV/Выручка	2,3x	2,0x	1,8x	1,6x	1,4x
EV/ЕБИТДА	5,3x	6,2x	5,6x	4,5x	3,6x
P/E	6,9x	7,9x	7,6x	6,4x	5,3x



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 300 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	606	704	807	894	984
Прирост г/г, %	14%	16%	15%	11%	10%
Скорр. ОIBDA	234	246	277	303	335
Рентабельность ОIBDA, %	39%	35%	34%	34%	34%
Чистая прибыль	55	49	18	39	73
Рент-ть чист. приб., %	9%	7%	2%	4%	7%
Оценка					
EV/Выручка	1,6x	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x
EV/ЕБИТДА	4,0x	3,8x	3,4x	3,1x	2,8x
P/E	7,5x	8,3x	23,2x	10,4x	5,6x



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 80 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	708	780	854	928	997
Прирост г/г, %	13%	10%	10%	9%	7%
ОIBDA	283	302	326	350	381
Рентабельность ОIBDA, %	40%	39%	38%	38%	38%
Чистая прибыль	42	24	20	35	55
Рент-ть чист. приб., %	6%	3%	2%	4%	6%
Оценка					
EV/Выручка	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x	0,9x
EV/ЕБИТДА	3,3x	3,1x	2,9x	2,7x	2,5x
P/E	4,8x	8,5x	10,3x	5,9x	3,7x

(1) Достижение прогнозных показателей не гарантировано; показатели «Диасофт» приведены по календарному году, согласно расчетам АТОН.

(2) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. Источник: данные компаний, оценки АТОН

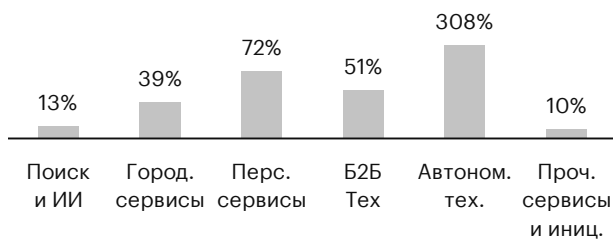
Вкратце о компаниях



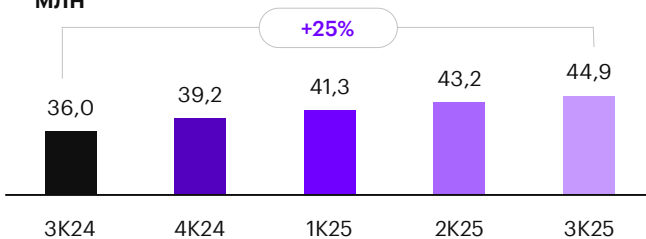
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 7 000 руб.⁽¹⁾

- «Яндекс» — наш ключевой фаворит в секторе: ведущая технологическая компания России с более чем 20-летним опытом разработки и монетизации продуктов, развитой экосистемой и экспозицией на структурные тренды цифровизации.
- Компания демонстрирует сильные результаты в сложной макроэкономической обстановке (EBITDA +38% за 9M25): замедление динамики «Поиска» компенсируется прочими сегментами, а эффект масштаба и операционная дисциплина поддерживают рост рентабельности.
- Полагаем, что текущая оценка не отражает потенциал новых направлений (ИИ-продуктов, «Финтех», «Б2Б Тех» и «Автономного транспорта»), которые могут добавить⁽²⁾ десятки процентов к справедливой стоимости компании.
- Ожидаем, что вклад этих направлений станет значительно более заметным в 2026 году⁽²⁾; дополнительную поддержку может дать восстановление рекламного рынка⁽²⁾.

Прирост выручки по сегментам за 9M25, % г/г



Число подписчиков сервиса «Яндекс Плюс», млн



Динамика показателей новых сегментов

Финтех, выручка (9M25)

59,2 млрд руб. 180% прирост г/г

Средства пользователей

196 млрд руб. x3,6 прирост г/г

Б2Б Тех, выручка (9M25)

34,2 млрд руб. 51% прирост г/г

Число клиентов облака

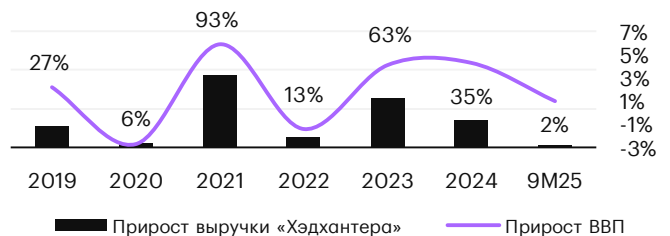
46 тысяч 31% прирост г/г



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 3 860 руб.⁽¹⁾

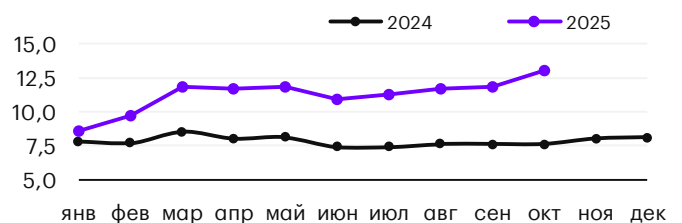
- В условиях пониженной деловой активности спрос на услуги найма ограничен — особенно в сегменте «белых воротничков» — что сдерживает рост «Хэдхантера»: за 9M25 выручка выросла на 1,9% г/г по сравнению с ростом на 35% за 2024 год.
- Пока экономика проходит фазу «мягкой посадки», мы не видим катализаторов для переоценки, кроме изменения общерыночных параметров вслед за снижением ставки.
- На горизонте 1–2 лет ожидаем ускорения роста с началом нового экономического цикла за счет реализации отложенного спроса, повышения эффективности найма, дифференцированной монетизации и развития новых сервисов.
- Инвестиционную привлекательность «Хэдхантера» поддерживает достаточно высокая дивидендная доходность, которая, по нашим оценкам, может составить порядка 12–15% на горизонте ближайших 12 месяцев⁽³⁾.

Прирост выручки «Хэдхантера» и ВВП (справа), % г/г



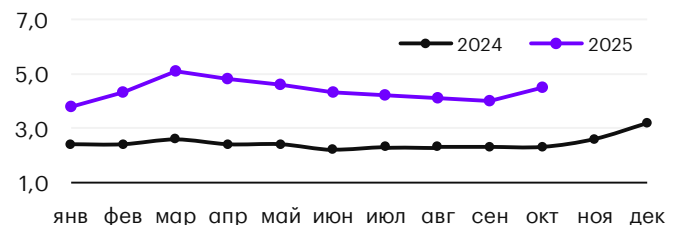
Индекс «Хэдхантера» (админ. персонал)

Чем выше значение, тем слабее дефицит кадров



Индекс «Хэдхантера» (рабочий персонал)

Значение <4.0 — дефицит кадров



(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Наступление указанных событий не гарантировано. (3) Выплата дивидендов не гарантирована. Источник: данные компаний, «Интерфакс», Росстат, оценки АТОН



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 6 650 руб.⁽¹⁾

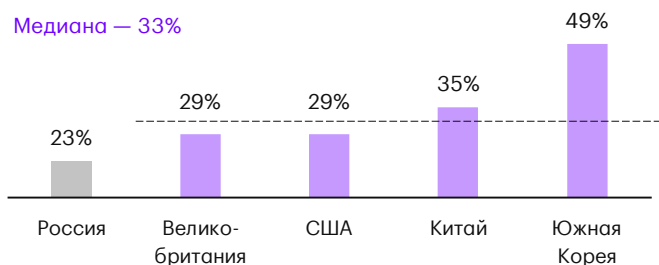


Нейтрально; ЦЕЛЬ — 330 руб.⁽¹⁾

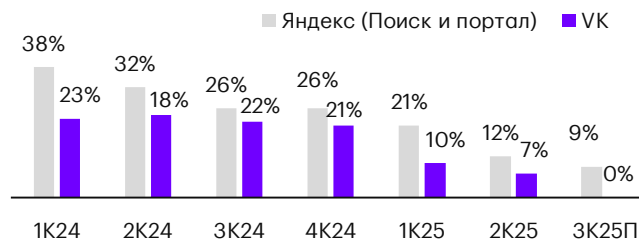
- Инвестиционный кейс Ozon сочетает высокие темпы роста и улучшение маржинальности: на горизонте трех лет EBITDA компании, по нашим оценкам, может утроиться за счет увеличения оборота, эффекта масштаба и развития прибыльных сегментов рекламы и финтеха.
- По опыту иностранных рынков, проникновение онлайн-торговли в РФ сохраняет значительный потенциал роста благодаря продвижению в регионах, расширению ассортимента, развитию логистики и финансовых сервисов.
- Видим четкие катализаторы для переоценки акций в среднесрочной перспективе: в частности, сильные квартальные результаты, прогнозы менеджмента на 2026 год и выплата дивидендов (по нашим оценкам, ~290 рублей на акцию на горизонте года)⁽²⁾.
- VK сосредоточена на повышении рентабельности и демонстрирует ощутимый прогресс: по итогам 9M25 рентабельность по EBITDA улучшилась до порядка 13,2% от выручки на фоне завершения инвестиционного цикла и оптимизации затрат.
- Новости касательно мессенджера Max и возможного размещения VK Tech (при улучшении рыночных условий) поддерживают позитивный настрой инвесторов в отношении акций и формируют ожидания новых точек роста для бизнеса.
- Однако для существенной переоценки, на наш взгляд, необходимо возобновление роста в ключевом сегменте соцсетей, который генерирует более 80% выручки компании и пока что показывает достаточно сдержанную динамику: +6% г/г по итогам 9M25.

Доля онлайн-продаж в розничном обороте (2024)

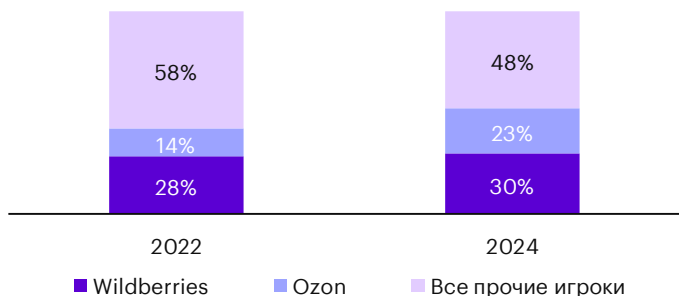
Медиана — 33%



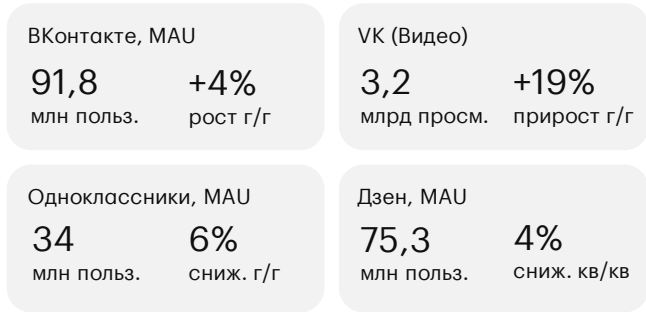
Динамика рекламной выручки VK и «Яндекса», % изм. г/г



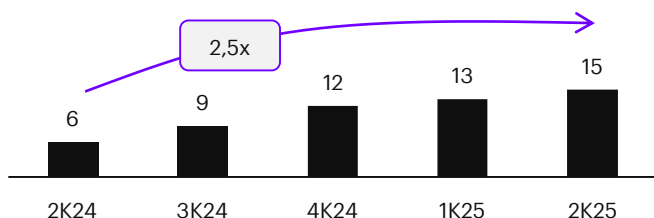
Доля компаний в общем объеме онлайн-продаж, %



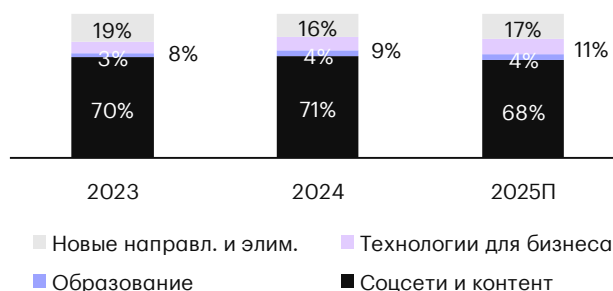
Аудиторные показатели VK (на 3K25)



EBITDA финтех-сегмента Ozon, млрд руб.



Вклад новых направлений в выручку VK



(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Выплата дивидендов не гарантирована. Источник: данные компаний, Statista, DataInsight, оценки АТОН



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 360 руб.⁽¹⁾

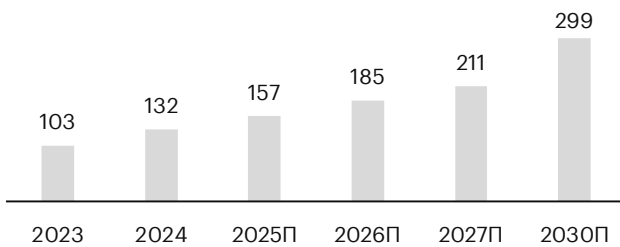


Выше рынка; ЦЕЛЬ — 770 руб.⁽¹⁾

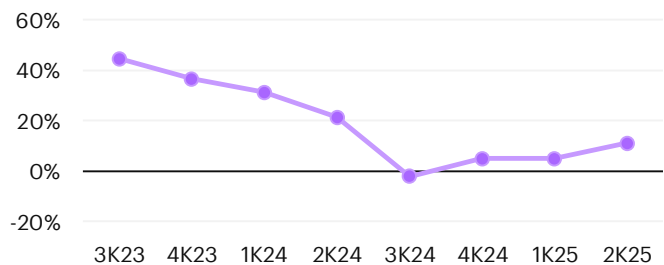
- Спрос на импортозамещающее ПО резко сократился: по итогам 1П25 отгрузки «Астры» выросли всего на 4% г/г против +78% за 2024 год.
- Мы не видим признаков полноценного разворота тренда до середины 2026 года, пока экономика и ИТ-бюджеты компаний остаются под давлением высокой ключевой ставки.
- При всем при этом «Астра», на наш взгляд, остается наиболее перспективным и устойчивым игроком на рынке инфраструктурного ПО.
- Компания выстраивает полноценную экосистему решений от операционной системы до СУБД и средств резервного копирования, что создает предпосылки для формирования в оценке премии к рынку при улучшении макроусловий.

- Прочные позиции «Циана» в Москве и городах-миллионниках, а также низкая доля в бюджетах риелторов создают потенциал для роста монетизации платформы.
- Менеджмент ставит целью повышение рентабельности EBITDA до 30–40% к 2027 году
- с 25% в 2024, чему способствует эффект операционного рычага.
- Видим потенциал ускорения роста⁽²⁾ по мере восстановления рынка новостроек.
- По нашим расчетам, на горизонте года компания сможет выплатить дивиденды в размере до 200 рублей на акцию, что транслируется в дивидендную доходность в районе 30%⁽³⁾.

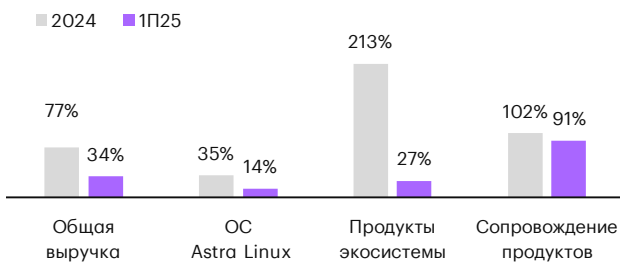
Российский рынок инфраструктурного ПО, млрд руб.



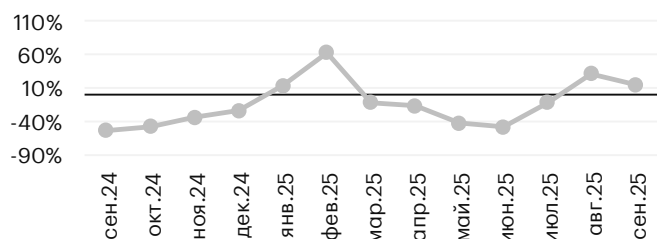
Динамика выручки «Циана», % г/г



Динамика выручки «Астры» по сегментам, % изм. г/г



Динамика числа зарегистрированных ДДУ на жилую недвижимость в Москве по месяцам, % г/г



Ключевые продукты и решения экосистемы

ОС «Группы Астра»

Облачная инфраструктура и программные решения

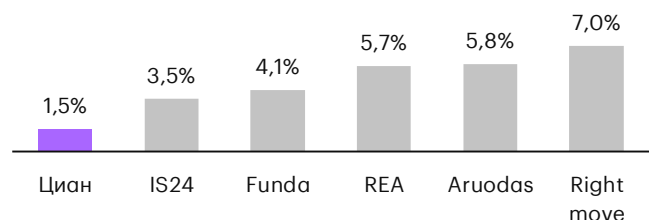
Построение защищенного частного облака

СУБД на основе PostgreSQL

Управление серверной виртуализацией

Запуск приложений для Windows на ОС Astra Linux

Выручка как процент от комиссий агентов ключевых сервисов объявлений о недвижимости в мире



(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат.
 (2) Рост не гарантирован. (3) Выплата дивидендов не гарантирована.
 Источник: данные компаний, Росреестр, Strategy Partners, оценки АТОН



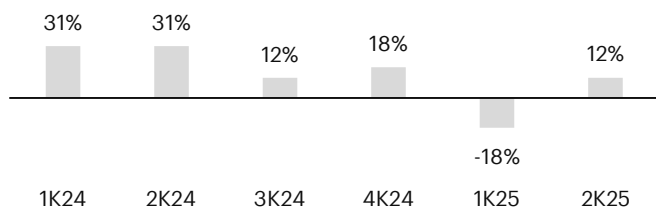
Нейтрально; ЦЕЛЬ — 2 200 руб.⁽¹⁾



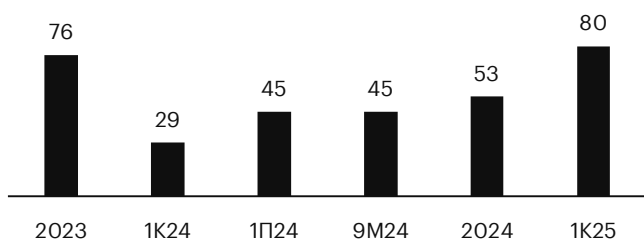
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 80 руб.⁽¹⁾

- Компания пока что не достигла ориентиров, заявленных при выходе на рынок и позже в прогнозах менеджмента: рост выручки за 2024 год составил лишь порядка 10% г/г, EBITDA упала на ~25%, что негативно влияет на инвестиционный кейс.
- Цели на 2025 финансовый год остаются амбициозными (менеджмент прогнозирует рост выручки на 20–25% и EBITDA — более чем на 50%), однако мы считаем их достижение маловероятным ввиду слабости спроса в ключевых сегментах.
- Чтобы вернуть доверие инвесторов, компании необходимо ускорить рост в своем ключевом сегменте — ПО для финансового сектора — и продемонстрировать успехи в развитии новых направлений.
- Дивиденды — по нашим прогнозам, в районе 120 рублей на акцию в следующие 12 месяцев⁽²⁾ (ДД ~6%) — могут оказать некоторую поддержку акциям.

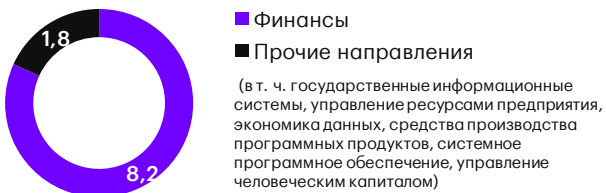
Динамика выручки «Диасофта» по кварталам⁽³⁾, % г/г



Дивиденды «Диасофта», руб. на акцию



Структура выручки «Диасофта» в 2024 году

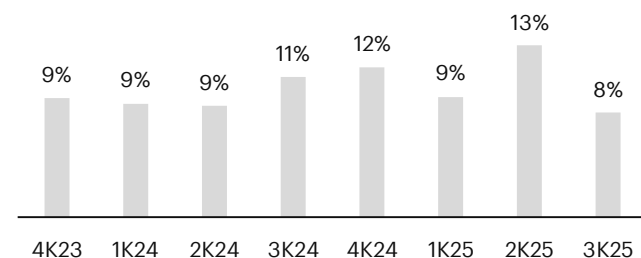


(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Выплата дивидендов не гарантирована. (3) Выручка за календарный квартал. (4) Наступление указанных событий не гарантировано.

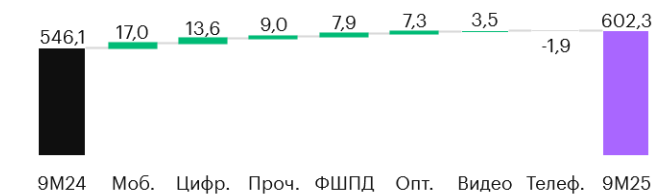
Источник: данные компаний, оценки АТОН

- «Ростелеком» демонстрирует устойчивость в базовом телекоммуникационном бизнесе и сравнительно высокие темпы роста выручки в цифровых сегментах на фоне высокого спроса на облачные вычислительные мощности, кибербезопасность и решения для госсектора.
- Менеджмент рассматривает возможность IPO дочерних бизнесов — центров обработки данных и кибербезопасности — при улучшении рыночных условий; по нашим оценкам, это может добавить до 50% к капитализации группы⁽⁴⁾.
- Сравнительно высокое отношение долга к капитализации при умеренном ЧД/EBITDA создает потенциал для существенной переоценки акций группы при смягчении ДКП⁽⁴⁾.

Динамика выручки «Ростелекома» по кварталам, % г/г



Вклад сегментов в прирост выручки «Ростелекома» за 9M25, млрд руб.



Результаты ключевых сегментов за 9M25

РПК-ЦОД, выручка за 9M25
51,8 млрд руб. **+18%** рост г/г

OIBDA за 9M25
23,4 млрд руб. **8,7%** рент-ть

«Солар», выручка за 9M25
12,8 млрд руб. **+16%** рост г/г



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 300 руб.⁽¹⁾

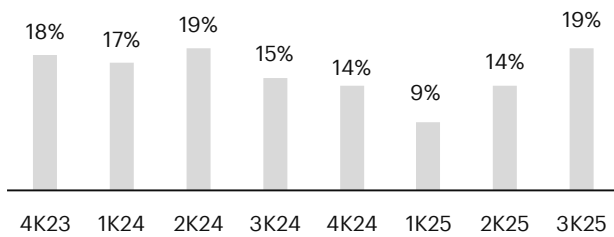


Нейтрально; ЦЕЛЬ — 18 руб.⁽¹⁾

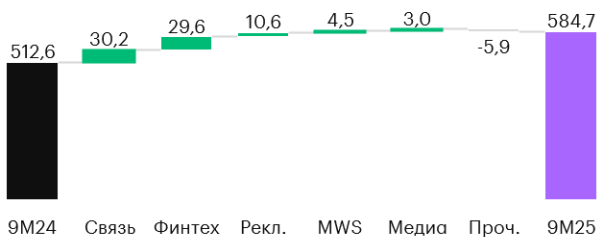
- Большая часть долга МТС привлечена по плавающей ставке, что способствует ускоренному сокращению процентных расходов и росту чистой прибыли по мере снижения ключевой ставки.
- МТС сохраняет стабильные показатели в телеком-сегменте и развивает новые направления — рекламу, облачные сервисы, медиа и аренду самокатов.
- Менеджмент рассматривает возможность размещения на бирже новых бизнесов в среднесрочной перспективе, что может стать одним из катализаторов переоценки.
- МТС, на наш взгляд, остается привлекательной дивидендной историей: дивидендная политика компании на 2024–2026 гг. предполагает стабильные выплаты на уровне 35 рублей на акцию в год⁽²⁾, что по текущим ценам дает доходность порядка 17%.

- По нашим расчетам, акции «Системы» торгуются с дисконтом 59% к СЧА — в пределах наблюдаемого нами исторического диапазона дисконта 55–60%. Для его сокращения, на наш взгляд, нужны новости о размещении «дочек».
- Учитывая подход «Системы» к IPO, считаем, что размещения могут состояться ближе к середине 2026 года⁽³⁾.
- Отмечаем, что ситуация с долгом «Системы» сложнее, чем у телекоммуникационных компаний — по итогам 1П25 финансовые расходы холдинга составили 206 млрд рублей против OIBDA 179 млрд рублей.

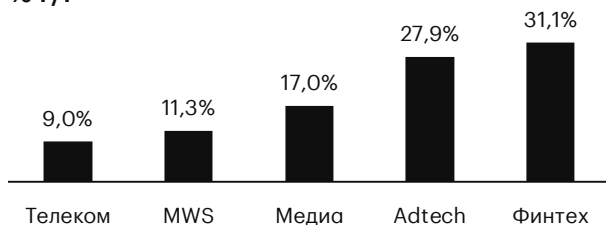
Динамика выручки МТС по кварталам, % г/г



Вклад сегментов в прирост выручки МТС за 9М25, млрд руб.



Динамика выручки за 9М25 по сегментам, % г/г



Ориентировочный дисконт «Системы» к стоимости чистых активов

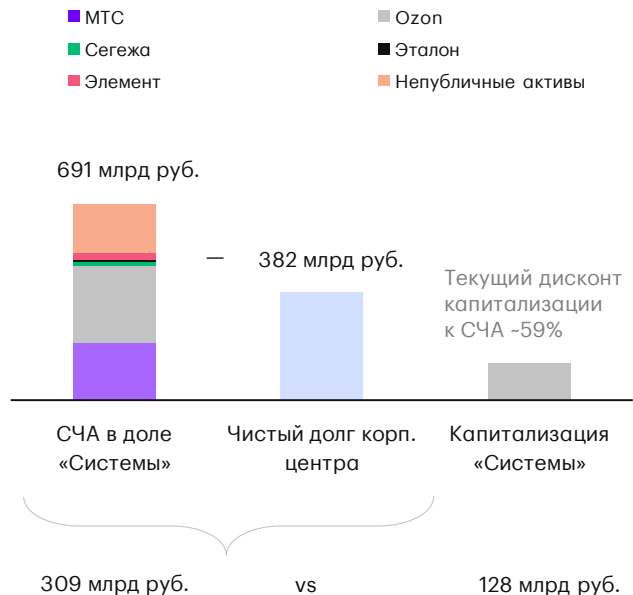
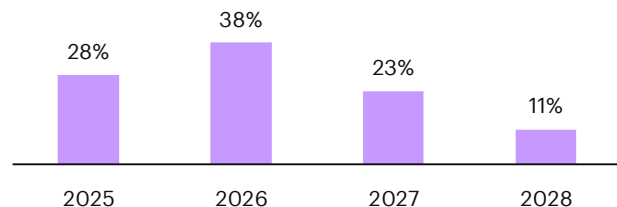


График погашения и сумма долга корпоративного центра на конец 2К25



381,8 млрд руб. чистые финансовые обязательства корп. цент.

1 410,2 млрд руб. чистые консолид. фин. обязательства группы

(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат.

(2) Выплата дивидендов не гарантирована.

(3) Наступление указанных событий не гарантировано.

Источник: данные компаний, оценки АТОН

Потребительский сектор

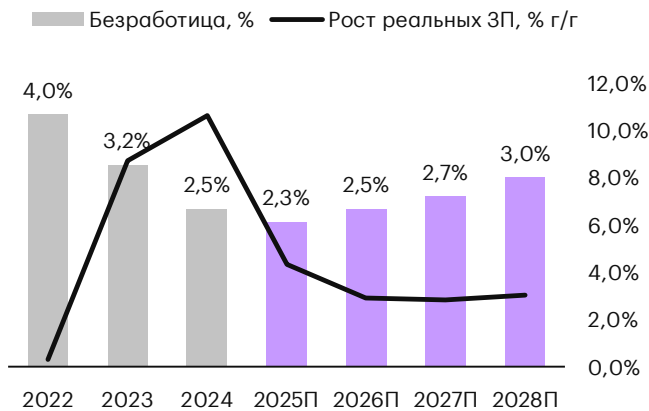
The background features a dark, curved structural element on the left side, possibly a bridge or a tunnel entrance, with a series of repeating triangular supports. The rest of the image is filled with a dense pattern of parallel, slightly curved blue lines that create a sense of depth and movement.

Сильный рынок труда и демографические тренды создают поддержку для роста потребительских расходов

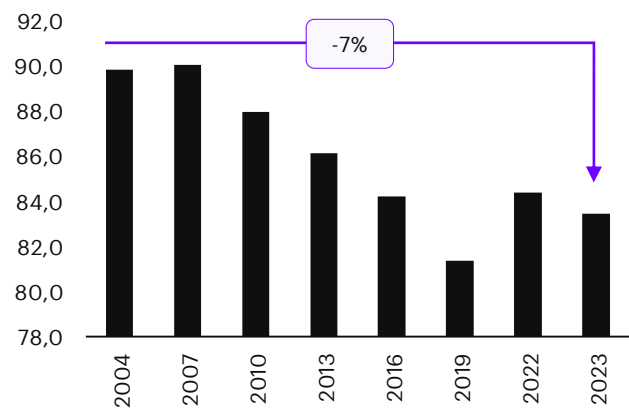
Мы отмечаем по-прежнему «перегретый» рынок труда, который оказывает поддержку росту доходов населения ...

... причем «перегретость», как мы считаем, носит не временный, а структурный характер, связанный со снижением численности трудоспособного населения.

Безработица и рост реальных заработных плат в РФ



Численность трудоспособного населения РФ, млн человек



Тренд на постепенное снижение ключевой ставки может способствовать росту склонности к потреблению и более активному кредитованию физлиц

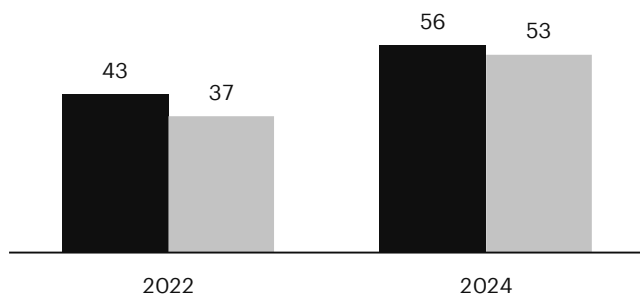
Объем средств физлиц на вкладах вырос почти в полтора раза с 2022 года, и переток даже небольшой части этих средств в торговлю может придать ей ощутимое ускорение.

По последним данным ЦБ, в октябре 2025 в потребительском кредитовании отмечается ускорение.

Сравнение объема средств на депозитах и объема розничной торговли

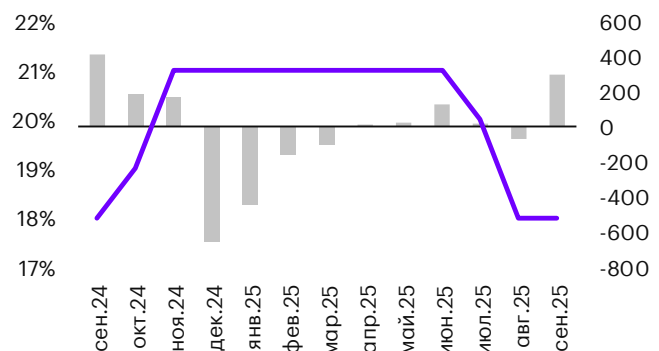
- Оборот розничной торговли, трлн руб.
- Объем вкладов, трлн руб.

Высвобождение части депозитов может поддержать динамику оборота розничной торговли



Уровень ключевой ставки и динамика потребительского кредитования

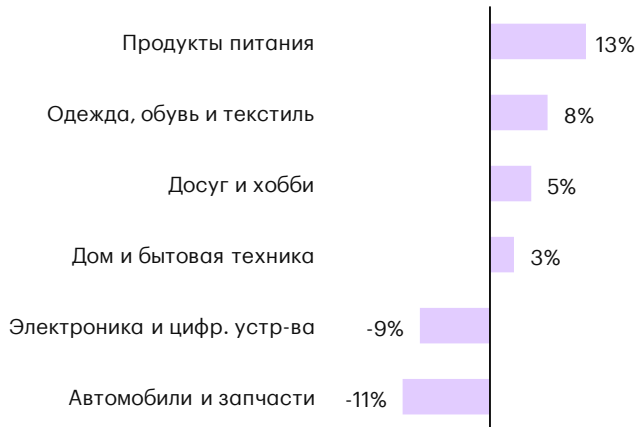
- Чистый объем кредитов физлицам, млрд руб.
- Ключевая ставка, %



Динамику непродуктового ритейла может поддержать низкая база 2025 года, когда условия кредитования были заградительными, а также крепкий рубль

Среди категорий, которые могут показать отскок — легковые автомобили, бытовая техника и электроника, одежда и обувь

Прирост товарооборота по категориям за 1П25



>25%

составило укрепление рубля к доллару с начала 2025 года

3-9

месяцев

средний срок «переноса» укрепления рубля в цены

>50%

доля импорта в непродовольственных товарах

В продовольственной рознице сохраняются два ключевых драйвера — развитие «жестких» дискаунтеров и сегмента доставки

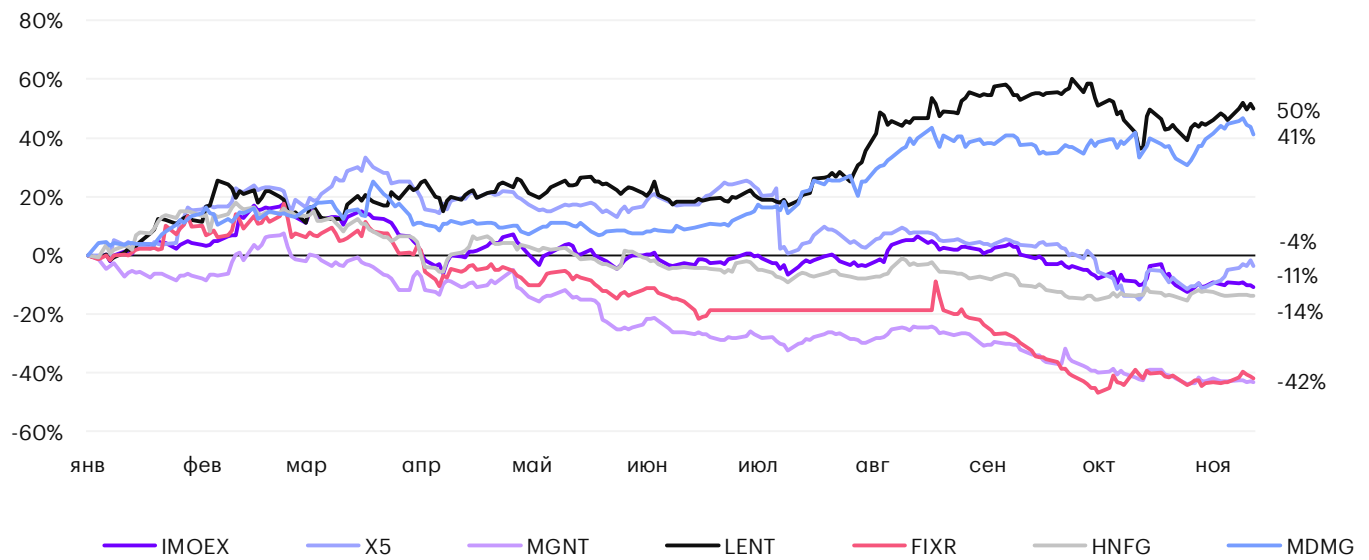
Самые быстрорастущие FMCG-ритейлеры за 1П25

Сеть	Оборот (млрд руб.)	Изменение г/г (%)
«Чижик»	193,8	89,3
Ozon fresh	59,6	71,3
«Рубль»	3,1	69,7
«Яндекс Лавка»	78,8	55,3
«Трафик»	1,0	49,6
«Сахмаркет»	4,7	43,8
«Смарт»	27,9	43
«Квартет вкусов»	1,9	42,8
«Чеснок»	4,6	42,4
«Ярче»	82,4	33,3
«Победа», «Народный амбар»	67,4	31,5

Источник: данные компаний, Банк России, Интерфакс, РБК, Росстат, INFOline, Коммерсант, оценки АТОН

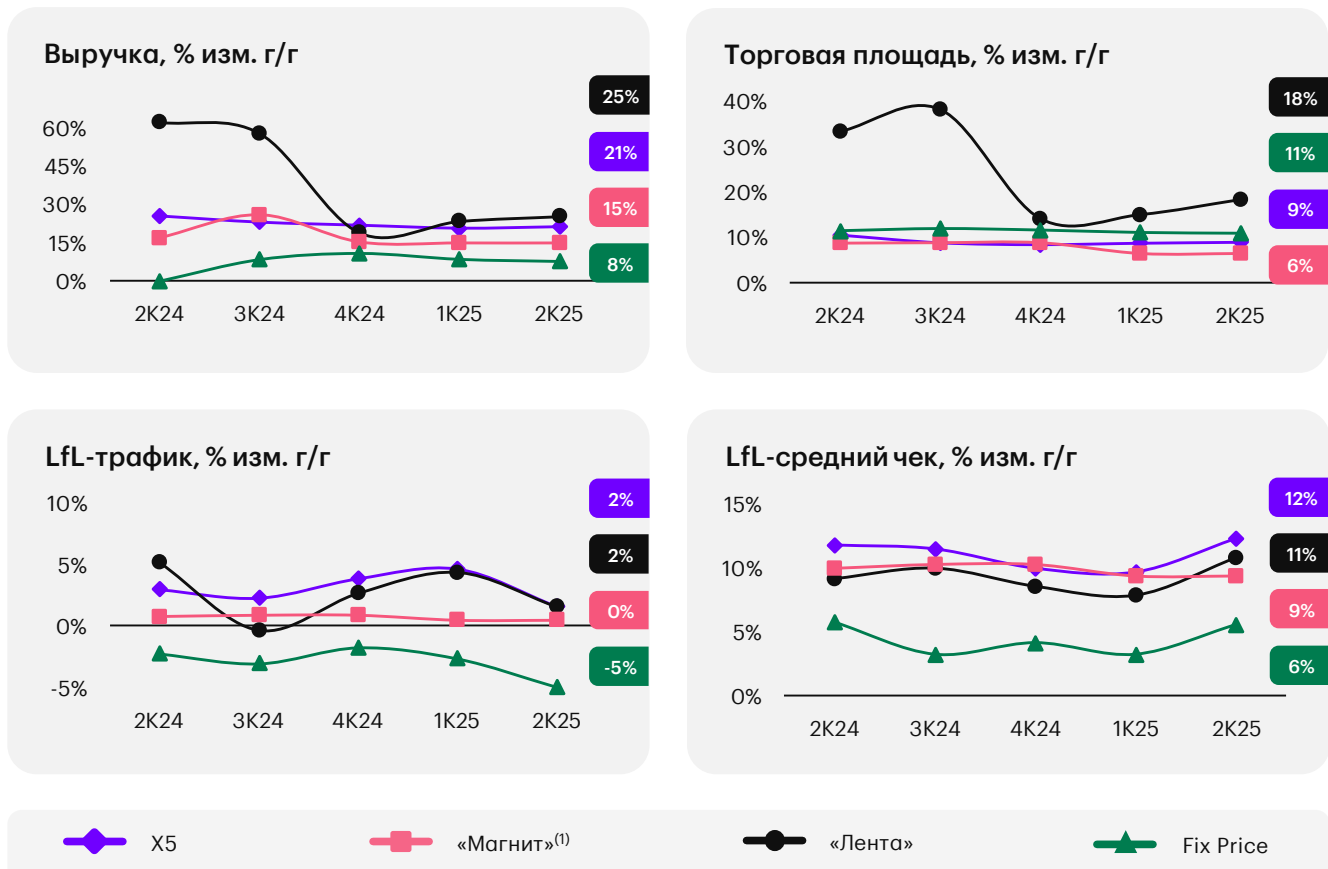
Динамика акций потребительского сектора

«Лента» и «Мать и дитя» в лидерах роста с начала 2025 года



Ключевые операционные показатели ритейлеров

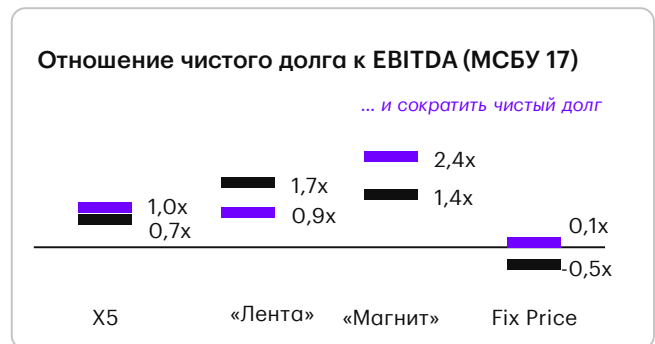
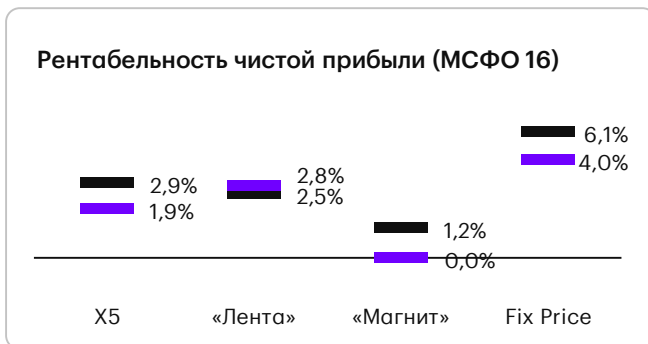
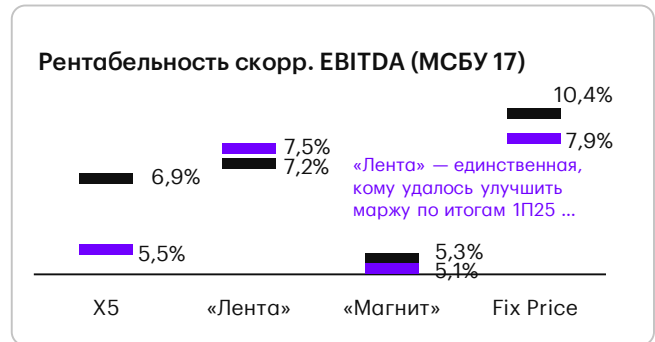
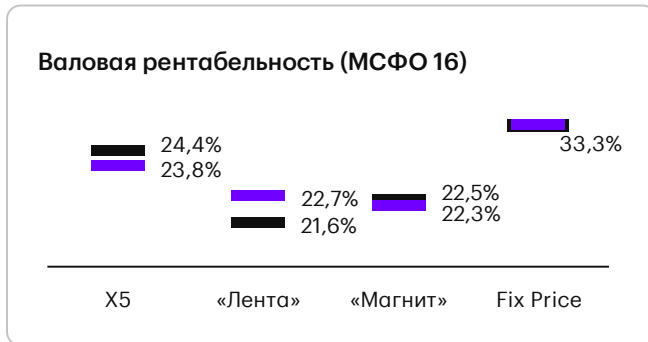
X5 показывает сильный на фоне аналогов прирост сопоставимого (LfL) трафика и среднего чека, также высокую динамику сохраняет «Лента»



(1) «Магнит» не раскрывал данные по 3K24 и 1K25, указан рост по 2P24/2 и 1P25/2.
 Источник: данные компаний, Investing.com, оценки АТОН

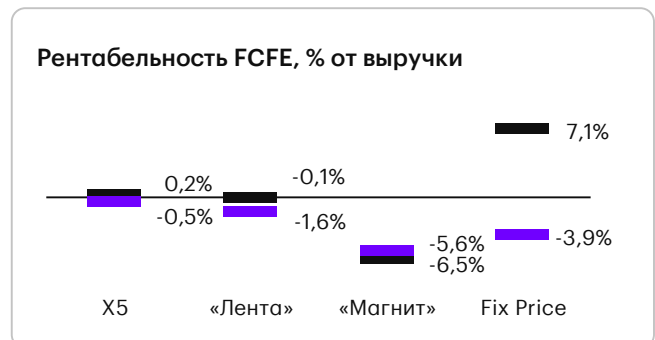
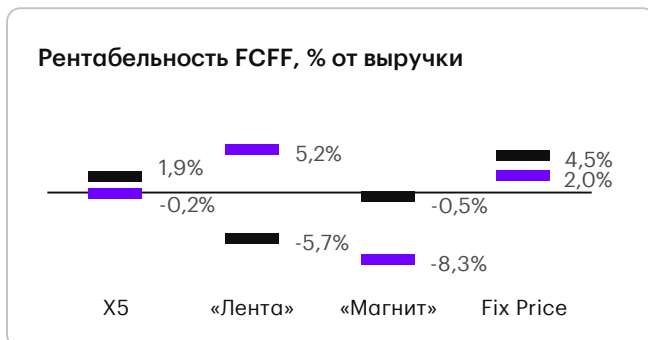
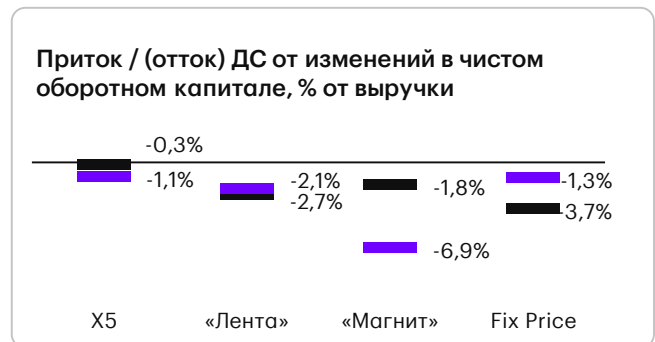
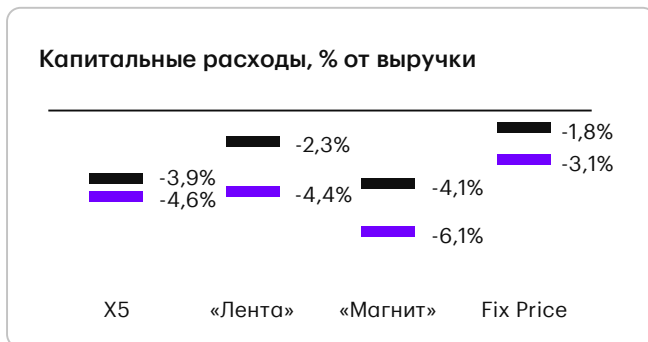
Рентабельность и долговая нагрузка ритейлеров

В среднем рентабельность снизилась, долговая нагрузка осталась умеренной



Свободный денежный поток ритейлеров

Рост капзатрат и оборотного капитала оказывают давление на FCF⁽¹⁾

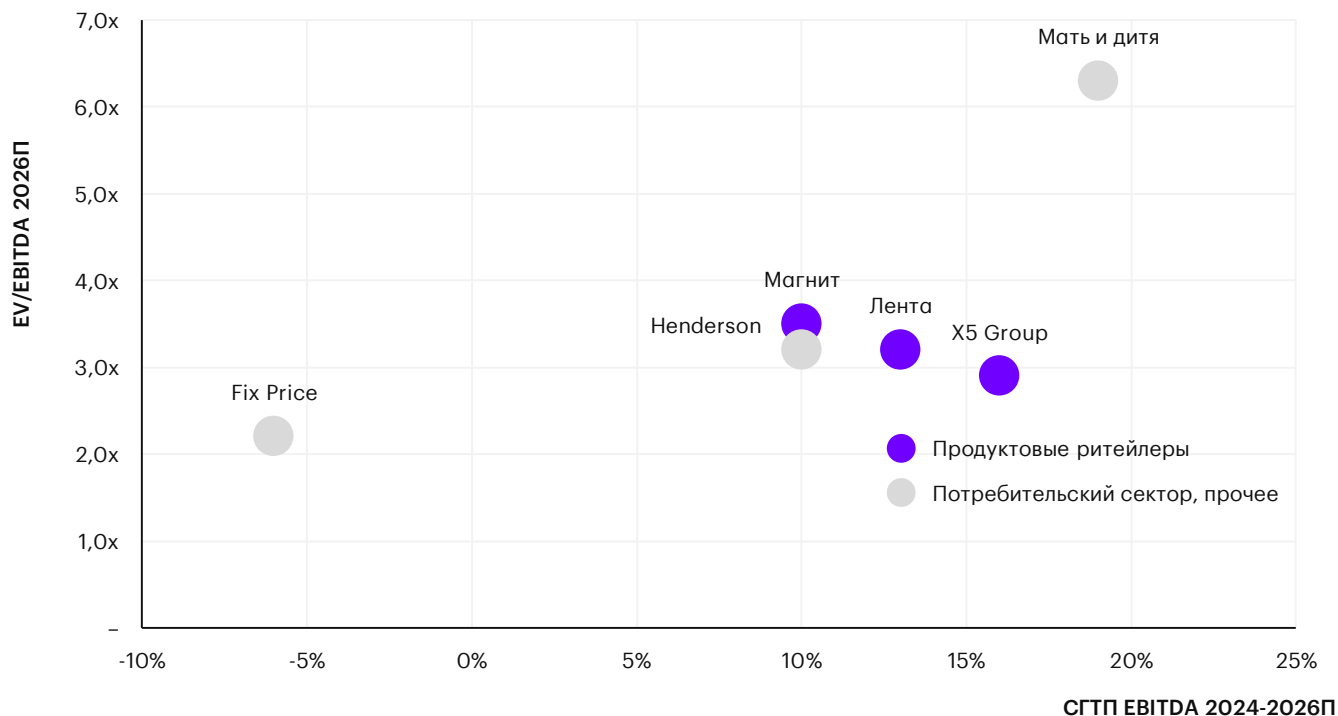


1П24

1П25

(1) FCF — свободный денежный поток.
Источник: данные компаний, оценки АТОН

Оценка компаний потребительского сектора⁽¹⁾



Мультипликаторы компаний потребительского сектора⁽¹⁾

Компания	Рын. кап.	ЧД	EV / EBITDA		P / E		Изм. выруч., % г/г		Рентабельность EBITDA		ЧД / EBITDA	Див. дох., 12М, %
	млрд руб.	млрд руб.	2025П	2026П	2025П	2026П	2025П	2026П	2025П	2026П		
Продовольственная розница⁽²⁾												
X5 Group	734	257	3,6x	2,9x	8,4x	7,8x	20%	17%	5,9%	6,2%	1,0x	20%
Магнит	290	431	4,0x	3,5x	22,2x	13,2x	14%	11%	5,3%	5,4%	2,4x	-
Лента	205	72	3,4x	3,2x	6,1x	5,6x	23%	14%	7,5%	7,0%	0,9x	4%
Медиана			3,6x	3,2x	8,4x	7,8x	20%	14%	5,9%	6,2%		
Прочие компании⁽³⁾												
Мать и дитя	96	(1)	7,3x	6,3x	8,4x	7,5x	30%	16%	30,0%	30,0%	(0,1x)	8%
Fix Price	62	29	2,4x	2,2x	5,5x	5,4x	5%	6%	12,0%	12,2%	0,7x	10%
Henderson	21	9	3,7x	3,2x	9,9x	6,1x	19%	16%	32,9%	33,0%	1,4x	6%
Медиана			3,7x	3,2x	8,4x	6,1x	19%	16%	30,0%	30,0%		

(1) Достижение прогнозных показателей не гарантировано. (2) По МСБУ 17. (3) По МСФО 16. Источник: данные компаний, оценки АТОН

Прогноз ключевых показателей некоторых компаний потребительского сектора⁽¹⁾



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 3 750 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	3 146	3 908	4 688	5 492	6 341
Прирост г/г, %	21%	24%	20%	17%	15%
ЕБИТДА	215	252	277	342	409
Рентабельность ЕБИТДА, %	7%	6%	6%	6%	6%
Чистая прибыль	90	110	88	94	122
Рент-ть чистой прибыли, %	3%	3%	2%	2%	2%
Оценка					
EV/выручка	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/ЕБИТДА	4,6x	3,9x	3,6x	2,9x	2,4x
P/E	8,1x	6,7x	8,4x	7,8x	6,0x



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 3 530 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	2 545	3 043	3 469	3 848	4 230
Прирост г/г, %	8%	20%	14%	11%	10%
ЕБИТДА	166	172	182	208	228
Рентабельность ЕБИТДА, %	7%	6%	5%	5%	5%
Чистая прибыль	66	50	13	22	44
Рент-ть чистой прибыли, %	3%	2%	0%	1%	1%
Оценка					
EV/выручка	0,3x	0,2x	0,2x	0,2x	0,2x
EV/ЕБИТДА	4,3x	4,2x	4,0x	3,5x	3,2x
P/E	4,4x	5,8x	22,2x	13,2x	6,6x



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 2 340 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	616	888	1 095	1 245	1 379
Прирост г/г, %	15%	44%	23%	14%	11%
ЕБИТДА	34	68	82	87	97
Рентабельность ЕБИТДА, %	5%	8%	7%	7%	7%
Чистая прибыль	-2	25	34	36	45
Рент-ть чистой прибыли, %	0%	3%	3%	3%	3%
Оценка					
EV/выручка	0,4x	0,3x	0,3x	0,2x	0,2x
EV/ЕБИТДА	8,2x	4,1x	3,4x	3,2x	2,8x
P/E	н.п.	8,4x	6,1x	5,6x	4,5x



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 0,80 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	281	300	314	333	356
Прирост г/г, %	3%	7%	5%	6%	7%
ЕБИТДА	48	46	38	41	44
Рентабельность ЕБИТДА, %	17%	15%	12%	12%	12%
Чистая прибыль	30	21	11	12	16
Рент-ть чистой прибыли, %	11%	7%	4%	3%	5%
Оценка					
EV/выручка	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x	0,3x
EV/ЕБИТДА	1,9x	2,0x	2,4x	2,2x	2,1x
P/E	2,1x	2,9x	5,5x	5,4x	3,8x



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 720 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	17	21	25	29	34
Прирост г/г, %	35%	24%	19%	16%	20%
ЕБИТДА	7	8	8	9	12
Рентабельность ЕБИТДА, %	39%	37%	33%	33%	34%
Чистая прибыль	2	3	2	3	5
Рент-ть чистой прибыли, %	14%	15%	9%	12%	14%
Оценка					
EV/выручка	1,8x	1,4x	1,2x	1,0x	0,9x
EV/ЕБИТДА	4,4x	3,8x	3,7x	3,2x	2,6x
P/E	9,0x	6,9x	9,9x	6,1x	4,4x



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 1 600 руб.⁽²⁾

Финансовые показатели, млрд руб.	2023	2024	2025П	2026П	2027П
Выручка	28	33	43	50	57
Прирост г/г, %	10%	20%	30%	16%	14%
ЕБИТДА	9	11	13	15	17
Рентабельность ЕБИТДА, %	33%	32%	30%	30%	30%
Чистая прибыль	8	10	11	13	14
Рент-ть чистой прибыли, %	28%	31%	27%	25%	25%
Оценка					
EV/выручка	3,4x	2,9x	2,2x	1,9x	1,7x
EV/ЕБИТДА	10,3x	8,9x	7,3x	6,3x	5,6x
P/E	12,2x	9,4x	8,4x	7,5x	6,8x

(1) Достижение прогнозных показателей не гарантировано. (2) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат.

Источник: данные компаний, оценки АТОН

Вкратце о компаниях



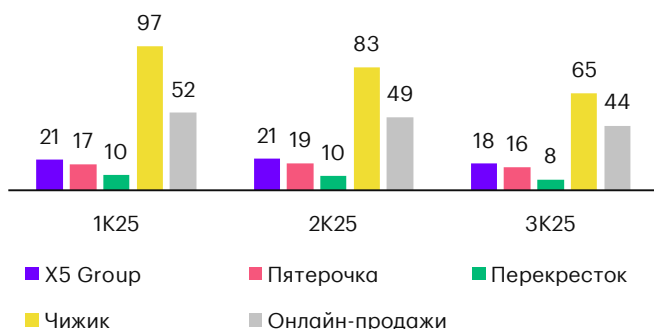
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 3 750 руб.⁽¹⁾



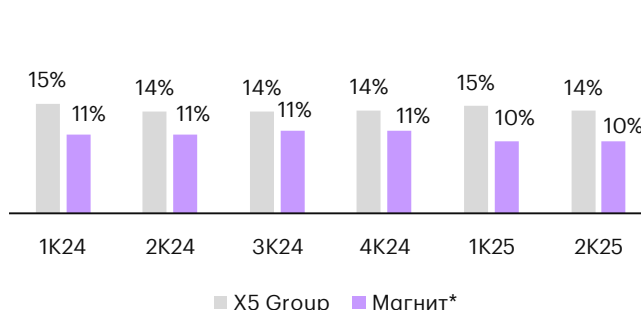
Нейтрально; ЦЕЛЬ — 3 530 руб.⁽¹⁾

- X5 раньше большинства прочих публичных игроков стала активно развивать сегмент «жестких» дискаунтеров и доставку — по нашим наблюдениям, наиболее востребованных форматов — а также категорию готовой еды.
- На этом фоне группа демонстрирует наиболее сильную динамику сопоставимых продаж среди публичных аналогов (12,9% г/г за 9М25 против 11,6% г/г у «Ленты» и 9,8% г/г у «Магнита» за 1П25).
- Последние результаты X5 отражают улучшение ситуации с контролем затрат (рентабельность EBITDA за 3К25 составила 6,4% от выручки против 5,8% в 1П25). Ожидаем, что постепенно отдача от инвестиций в автоматизацию и обновление сети позволит продолжить этот тренд.
- По нашим оценкам, группа может выплатить порядка 550 рублей на акцию⁽²⁾ в следующие 12 месяцев, что может поддержать котировки.
- Динамика результатов «Магнита» уступает показателям основного конкурента, а разрыв в рыночной доле с X5 расширяется — 5 п.п. в 2024 против 2 п.п. в 2022 году, по данным INFOLine.
- В обозримой перспективе ситуация в компании может усугубиться необходимостью обслуживать достаточно высокий уровень долга (ЧД / EBITDA 2,4x на июнь 2025 года против 1,4x годом ранее), что снижает вероятность выплаты дивидендов в ближайший год.
- Оценку усложняет закрытость «Магнита». Компания перешла на публикацию результатов по полугодиям и не проявляет активности в общении с инвестиционным сообществом, что может указывать на низкую заинтересованность в рыночной переоценке, по крайней мере на данный момент.

Темп прироста продаж ключевых форматов X5, % изм. г/г



Прирост сопоставимых продаж X5 Group и Магнита, % г/г



* «Магнит» не раскрывает поквартальные данные. На графике для 1К и 2К указан рост LfL-продаж по итогам 1-го полугодия, для 3К и 4К — за весь год.

Ориентиры группы на 2025 год⁽³⁾

~20%

Прирост выручки

5,8-6,0%

Рентабельность скорректированной EBITDA

Ключевые элементы нового стратегического цикла

- Быть лидером в ключевых форматах
- Достичь технологического лидерства в индустрии
- Стать лидером в готовой еде и среди сетей кафе
- Продолжить улучшать модель управления
- Достичь лидерства в e-grocery
- Войти в топ-5 независимых рейтингов работодателей

Стратегические инициативы «Магнита»



Приобретение контрольного пакета «Азбуки Вкуса» в мае 2025 года



Построение единого супер-приложения (omni) в конце 2024 – начале 2025

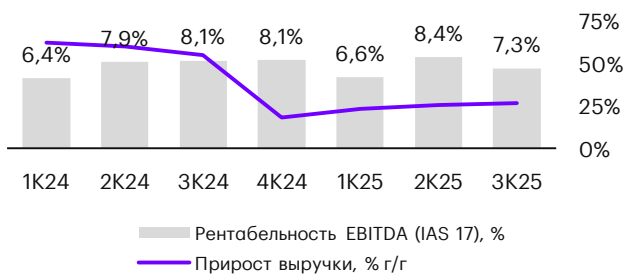
(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Выплата дивидендов не гарантирована. (3) Достижение прогнозных показателей не гарантирована. Источник: данные компаний, «Интерфакс», INFOLine, оценки АТОН



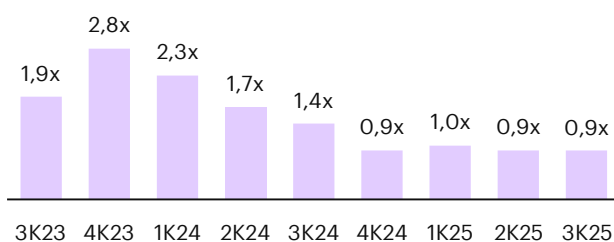
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 2 340 руб.⁽¹⁾

- «Лента», по нашим наблюдениям, демонстрирует заметное улучшение операционных метрик и успешно интегрирует активы в рамках M&A-стратегии.
- Компания заметно сократила долговую нагрузку — на сентябрь 2025 г. отношение чистого долга к EBITDA составило 0,9x против 1,4x годом ранее — что приближает ее к началу дивидендных выплат⁽²⁾.
- В то же время менеджмент на данном этапе делает ставку на создание стоимости через участие в консолидации сектора посредством M&A, что рынок также может оценивать позитивно с учетом опыта последних сделок компании.

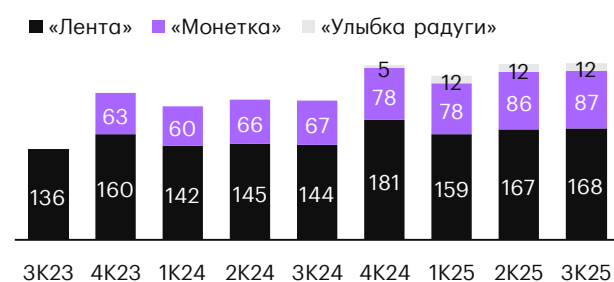
Прирост выручки и рентабельность EBITDA «Ленты»



Отношение чистого долга к EBITDA (МСБУ 17)



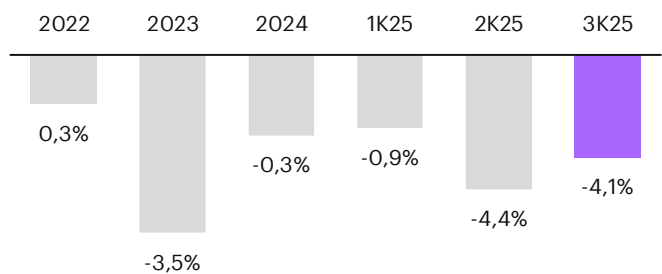
Вклад новых приобретений в выручку «Ленты», млрд руб.



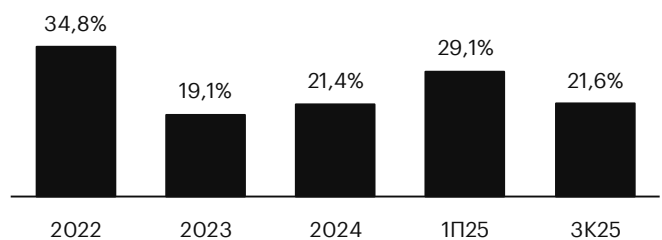
Нейтрально; ЦЕЛЬ — 0,80 руб.⁽¹⁾

- На наш взгляд, ключевая проблема Fix Price — конкуренция со стороны маркетплейсов и «жестких» дискаунтеров, на фоне которой снижается LfL-трафик (-4,1% г/г в 3K25).
- Компания активно обновляет ассортимент и ищет драйверы роста трафика (одним из них может стать алкогольная продукция), но динамика продаж остается скромной (+5,9% г/г), а рост затрат на персонал давит на маржу (EBITDA -4,1% г/г).
- Считаем, что для полноценного разворота в акциях Fix Price нужно показать устойчивый тренд на улучшение сопоставимых продаж.
- Из позитивных моментов — низкий долг (0,3x ЧД/EBITDA на 9M25) и возможности для дивидендов: по нашим расчетам, компания может выплатить 5–10 копеек на акцию по итогам 2025 года⁽²⁾ (50–100% прибыли).

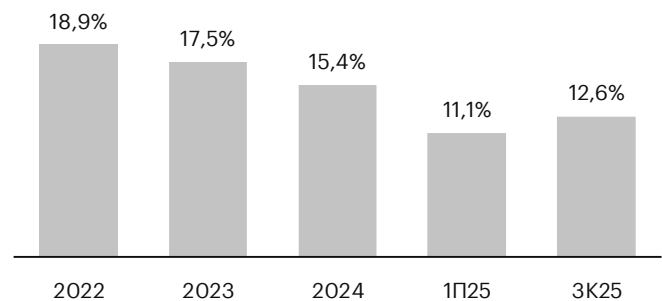
Динамика LfL-посещаемости, % г/г



Прирост расходов на персонал, % г/г



Рентабельность EBITDA, % от выручки



(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Выплата дивидендов не гарантирована. Источник: данные компаний, «Интерфакс», оценки АТОН



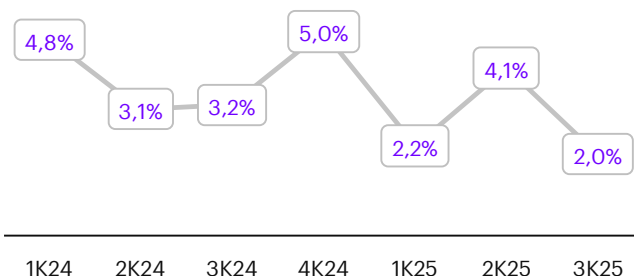
Пересмотр



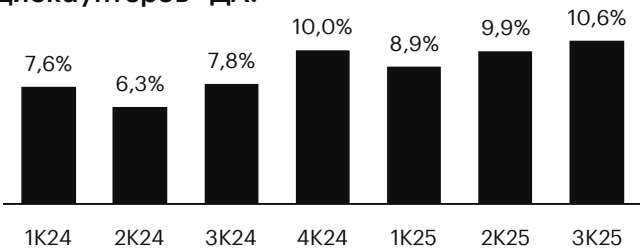
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 720 руб.⁽¹⁾

- Основное внимание в инвестиционном кейсе «О'Кей» сосредоточено на продаже гипермаркетов. В октябре 2025 стало известно, что ФАС одобрила сделку.
- При этом детали касательно цены продажи и того, как после сделки будет выглядеть баланс оставшегося бизнеса (представленного дискаунтерами «ДА!»), остаются неизвестными.
- Если гипермаркеты будут проданы в счет долга, оставшийся бизнес, по нашим оценкам, торгуется ниже 2x по мультипликатору EV/EBITDA 2025П, с дисконтом порядка 40-50% к сектору.
- Дискаунтеры группы растут неплохими темпами (LfL-выручка 8,7% г/г за 9M25) — хотя и ниже лидеров сектора (+12,9% у X5, +11,6% у «Ленты»).

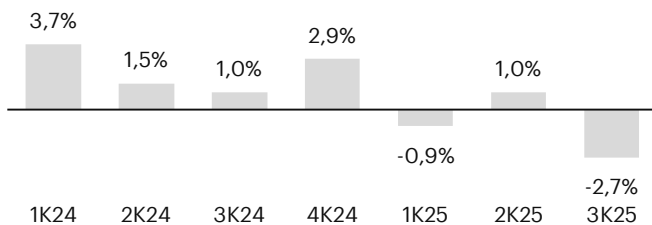
Динамика сопоставимых (LfL) продаж ГК «О'Кей», рост г/г



Динамика сопоставимых (LfL) продаж дискаунтеров «ДА!»

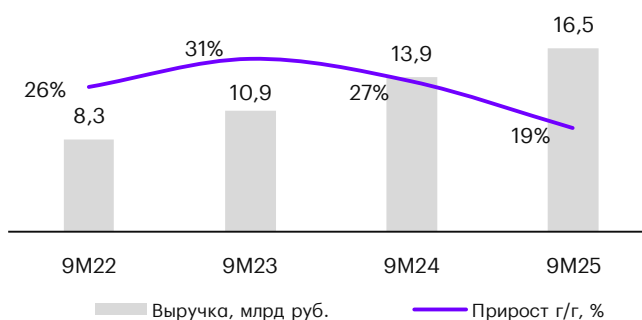


Динамика сопоставимых (LfL) продаж гипермаркетов «О'Кей»



- На фоне российского fashion-ритейла в целом, где по итогам 1П25 обороты снизились на 15-20%, Henderson, на наш взгляд, показывает достаточно хорошие результаты (+17,2% г/г по выручке за 1П25).
- При этом рентабельность группы остается под давлением общих для сектора факторов: удорожания труда, аренды и процентных затрат (чистая прибыль -33% г/г за 1П25).
- Отмечаем, что продажи за июль-сентябрь демонстрируют ускорение роста (+20-24% г/г).
- В 2026-2027 гг. динамику выручки может поддержать открытие нового распределительного центра, который существенно повысит пропускную способность компании, а также дальнейшее переоткрытие магазинов в новом дизайне.

Динамика выручки Henderson, % г/г



Стратегия Henderson



Расширение и модернизация розничной сети



Развитие омниканальной сети продаж



Повышение операционной эффективности



Географическая экспансия

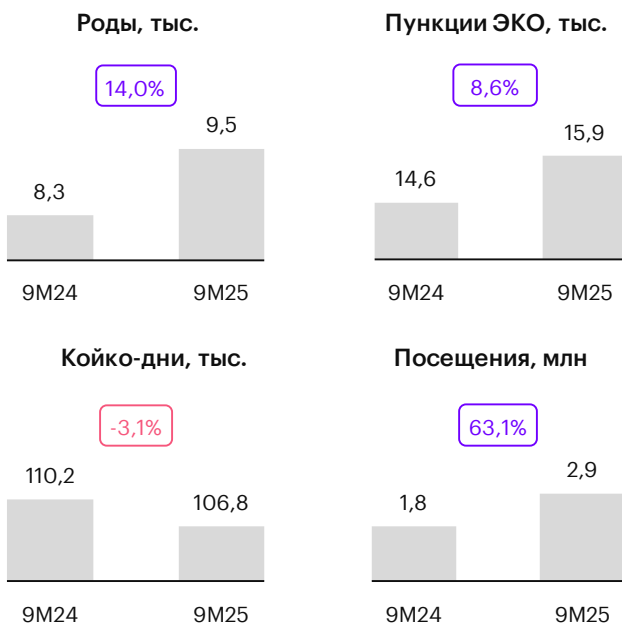
(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. Источник: данные компаний, «Интерфакс», оценки АТОН



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 1 600 руб.⁽¹⁾

- В мае 2025 г. «Мать и дитя» приобрела сеть клиник «Эксперт», и ее консолидация может поддержать результаты на протяжении ближайших трех кварталов (+15-20% к общей выручке).
- Одновременно с этим группа показывает сильный органический рост — за 9М25 LfL-выручка увеличилась на 15,6% г/г — и поддерживает рентабельность EBITDA на уровне около 30% (30,2% по итогам 1П25).
- В 2027–2028 гг. «Мать и дитя» планирует открыть два новых госпиталя и ряд клиник, что может оказать дальнейшую поддержку динамике роста. На наш взгляд, сочетание активной M&A-стратегии и органического роста создает хороший потенциал для переоценки.
- В дополнение к истории роста, группа может платить дивиденды — на горизонте 12 месяцев выплата, по нашим расчетам, может составить порядка 100 рублей на акцию⁽²⁾.

Прирост ключевых операционных показателей «Мать и дитя» в натуральном выражении, % г/г



Основные стратегические приоритеты

- Масштабирование и диверсификация бизнеса
- Пациентоориентированность и развитие системы взаимодействия с пациентами
- Цифровая трансформация и эффективность

Географическое присутствие «Мать и дитя» на конец 3К25



(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией; целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Выплата дивидендов не гарантирована. Источник: данные компании, «Интерфакс», оценки АТОН

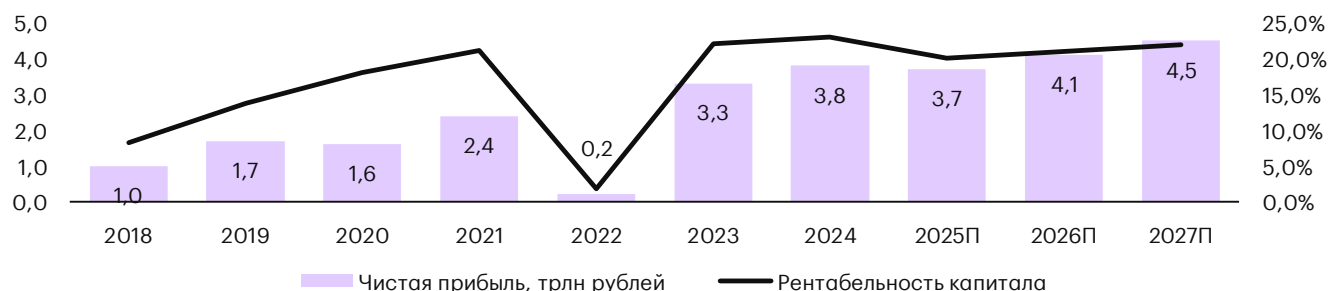
Финансовый сектор



Финансовый сектор: снижение ставки хорошо для банков

- Мы полагаем, что 2026 год будет более благоприятным для банковского сектора, чем уходящий 2025 год — для этого имеются определенные предпосылки.
- Во-первых, тренд на снижение ключевой ставки в 2026 году, по всей видимости, продолжится, что в целом является позитивным фактором для банков. По прогнозам Банка России, средний диапазон ключевой ставки в 2026 году составит 13–15% против 16,5% на ноябрь 2025 года и средней ставки 19,2% за 2025 год. Прогнозируемый диапазон пока достаточно широк, и для финансовых результатов банков будет важно, окажется ли средняя ставка ближе к его нижней или верхней границе. По нашему мнению, снижение ставки должно способствовать ускорению темпов кредитования. Однако прогнозы ЦБ пока более консервативны. В частности, по итогам 2025 года регулятор прогнозирует рост корпоративного кредитования на 10–13%, но притом ждет его замедление в 2026 году до 7–12%. В розничном кредитовании, напротив, ожидается ускорение с 1–4% в 2025 году до 5–10% в 2026 году.
- Во-вторых, качество кредитных портфелей банков может начать улучшаться после заметного ухудшения в 2025 году. Этот тренд, вероятно, проявится во втором полугодии. Улучшению должны способствовать как снижение кредитных рисков заемщиков, так и эффект роста новых выдач. В частности, мы моделируем снижение стоимости риска у «Сбера» до 1,0–1,2% в 2026 году по сравнению с 1,5% в 2025 году. Впрочем, стоит отметить, что Центральный банк, напротив, закладывает рост стоимости риска в банковском секторе до 1,1–1,5% в 2025 году против 0,9–1,2% в 2025 году. В этой связи регулятор отмечает: «проблемные ссуды, выданные в ажиотажные 2022–2024 годы, продолжают вызревать и это, вероятно, займет больше времени, чем мы предполагали ранее».
- В-третьих, меры по контролю затрат, принятые в 2025 году, вероятно, продолжат действовать и в 2026 году. Успеху в этом направлении будет способствовать замедление инфляции, а также внедрение технологий искусственного интеллекта, повышающих операционную эффективность. Уже сейчас топ-менеджмент многих банков определяет контроль издержек как один из их ключевых приоритетов.
- Снижение ключевой ставки традиционно оказывает положительное влияние на чистую процентную маржу банков: стоимость фондирования снижается быстрее, чем доходность активов, которые переоцениваются с определенным лагом (обычно в течение 3–6 месяцев). Рост маржи компенсирует возможное повышение стоимости риска.
- Дополнительной поддержкой для сектора должен стать возможный рост стоимости акций и облигаций, который, очевидно, приведет к переоценке инвестиционных портфелей банков и, соответственно, росту их прибыли и капитала.
- Как результат, мы ожидаем, что 2026 год может стать достаточно благоприятным для банковского сектора с точки зрения объема заработанной чистой прибыли. По нашим оценкам, совокупная чистая прибыль может превысить 4,0–4,2 трлн рублей по сравнению с ~3,8 трлн рублей в 2024 и 2025 годах. (Центральный банк, напротив, ожидает пока небольшого снижения прибыли сектора в 2026 году относительно 2025 года). Увеличение прибыли позволит банкам выплачивать дивиденды в рамках своих политик, а также улучшить их показатели достаточности капитала. Последний момент особенно важен, так как регулятор планирует повышать минимальный уровень достаточности капитала ежегодно до 2028 года и перед банками, соответственно, стоит задача укреплять собственные показатели, поддерживая их по возможности минимум на 100–150 б. п. выше нормативных значений.
- Макроэкономические риски имеют ключевое значение для реализации наших прогнозов. Темпы роста ВВП ниже прогнозов ЦБ или рецессия окажут негативное влияние на финансовый сектор и будут сопровождаться дальнейшим ухудшением кредитных портфелей и ростом резервов, что в конечном итоге приведет к снижению чистой прибыли и показателей достаточности капитала.

Консолидированная прибыль банков и рентабельность капитала, трлн руб.

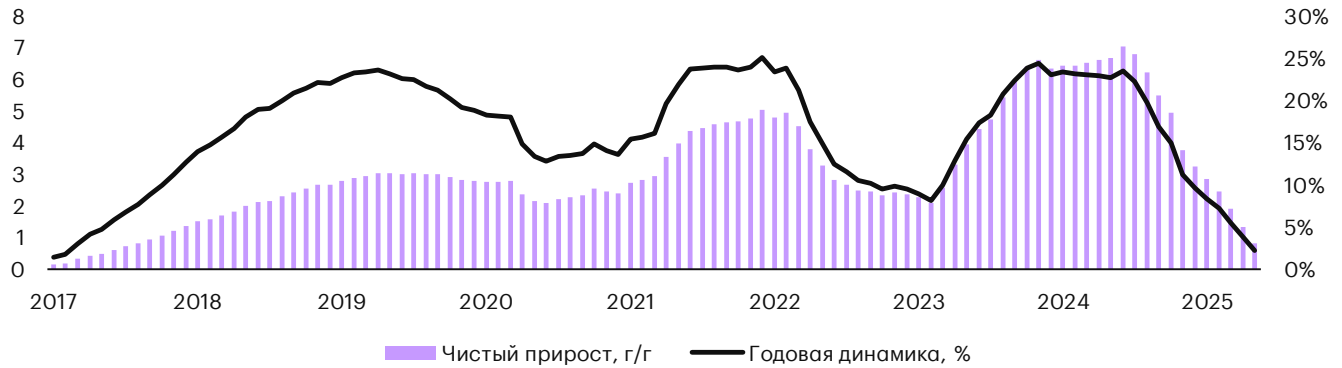


Источник: ЦБ РФ, прогнозы АТОН

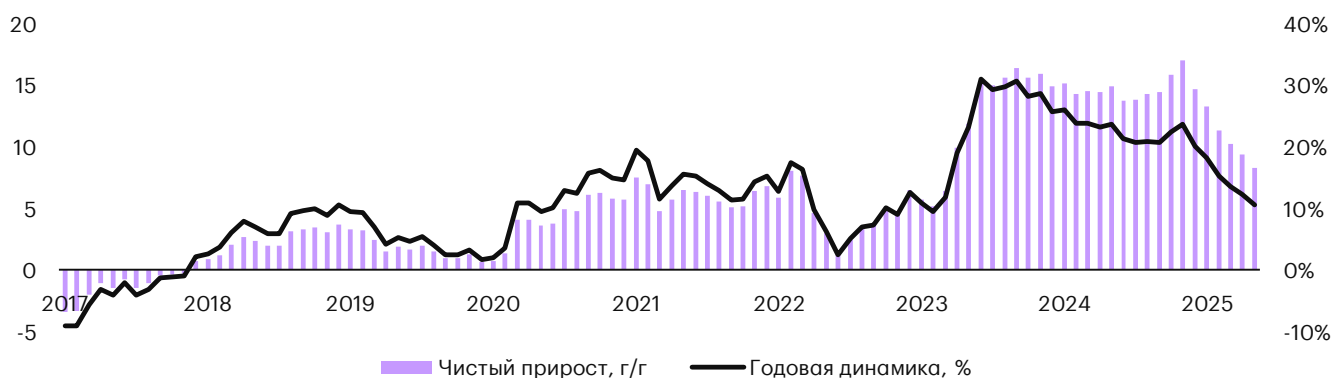
(1) Выплата дивидендов не гарантирована

Финансовый сектор в графиках

Чистый прирост розничного кредитования г/г, трлн руб., динамика по месяцам



Чистый прирост корпоративных кредитов г/г, трлн руб., динамика по месяцам



Финансовый сектор вне банков

Среди прочих финансовых компаний хорошую динамику в 2026 году могут показать акции «Европлана», в случае если они будут по-прежнему торговаться на Московской бирже после [приобретения компании \(87,5%\)](#) Альфа-банком у холдинга ЭсЭФАй и сохранения своей дивидендной политики⁽¹⁾ и стратегии. Мы считаем, что все худшее в сегменте автолизинга произошло в 2025 году, когда рынок упал более, чем на 50% на фоне высоких процентных ставок. В новом году мы ждем постепенного восстановления рынка.

У нас по-прежнему вызывает интерес страховой бизнес и единственная публичная страховая компания «Ренессанс Страхование». Обращаем внимание, что многие финансовые группы проявляют интерес к страховому бизнесу, который демонстрирует высокие темпы роста, опережает банковский сектор по уровню возврата на капитал (ROE) и при этом регулируется не так жестко, как банковский бизнес.

Методология оценки компаний финансового сектора

Для оценки акций компаний сектора мы используем модели избыточной доходности (excess return), дисконтированных дивидендов и целевого мультипликатора P/BV. В основу оценки мы закладываем нормализованный долгосрочный уровень возврата на капитал (ROE), который у компаний сектора варьируется от 18% до 35%. В расчете стоимости капитала (Cost of equity) мы используем безрисковую ставку на уровне 15,0%, что соответствует доходности долгосрочных ОФЗ, и премию за инвестиции в акции в размере 7%. Кроме того мы добавляем 0-3% дополнительной доходности с учетом возможных дополнительных рисков, например, низкой ликвидности. Долгосрочный темп прироста прибыли мы прогнозируем на уровне номинального прироста ВВП в 6%. Таким образом, расчетный целевой мультипликатор P/BV у компаний сектора находится в диапазоне от 0,6 до 1,8.

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО "АТОН", наступление указанных событий не гарантировано.

Источник: данные ЦБ, оценки и прогнозы АТОН

(1) Выплаты дивидендов не гарантированы.

Финансовый сектор: банковские нормативы ужесточаются

Нормативы достаточности капитала

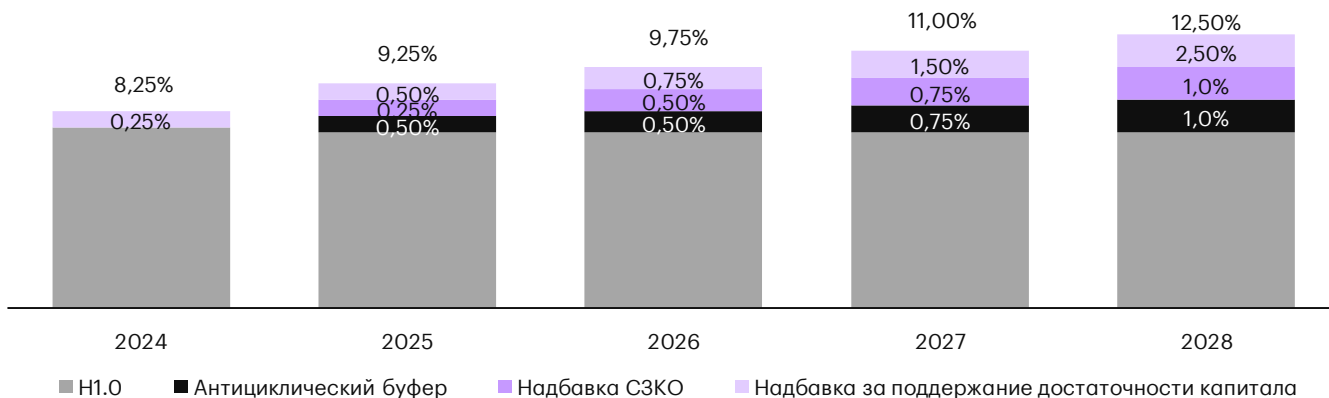
Согласно требованиям Банка России, минимальное значение банковского норматива Н1.0 (Н20.0 для банковских Групп) составляет 8,0%, но с учетом уже введенных надбавок минимальный уровень для системно значимых кредитных организаций (СЗКО) на конец 2025 составляет 9,25%. К 2028 году регулятор [планирует](#) постепенно восстанавливать и повышать надбавки к достаточности капитала, чтобы укрепить устойчивость банковской системы и лучше подготовить ее к возможным экономическим спадам в будущем. В частности:

- **надбавка за поддержание достаточности капитала** (буфер сохранения капитала, БСК) увеличивается ежегодно: 0,25% в 2024, 0,5% в 2025, 0,75% в 2026, 1,5% в 2027 и 2,5% в 2028 году;
- **надбавка за системную значимость (СЗКО)** также будет изменяться поэтапно: 0,25% в 2025, 0,5% в 2026, 0,75% в 2027, 1% в 2028 году. При этом с 2028 года вводится новая градуированная система надбавок в диапазоне от 0,5% до 2,5% в зависимости от степени значимости банка.

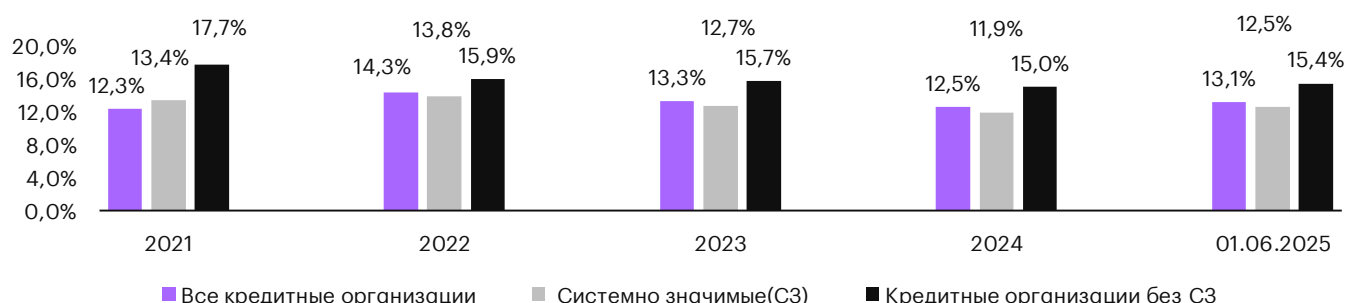
Антициклическая надбавка (АН) — с 1 февраля 2025 года она составила 0,25% от активов, взвешенных по риску, а с 1 июля 2025 года ее значение увеличено до 0,5%. ЦБ отмечает, что в долгосрочной перспективе целевое значение может составить до 1,0% — график дальнейшего роста будет рассмотрен позже с учетом фазы кредитного цикла.

Таким образом, совокупная регуляторная надбавка для системно значимых банков может достичь 12,0–14,0% к концу 2028 года (8% + 2,5% БСК + 0,5–2,5% СЗКО + 1% АН). На практике это может привести к необходимости докапитализации отдельных участников рынка — у ряда крупнейших банков достаточность капитала по нормативу Н1.0 составляет 11% или даже ниже.

Минимальный норматив Н1.0 с надбавками, %



Динамика среднего норматива Н1.0 в банковском секторе %: запас прочности невелик



Источник: АКРА, ЦБ РФ, расчеты АТОН

Достаточность капитала: сценарии роста RWA⁽¹⁾ и надбавок ЦБ РФ

Мы провели анализ чувствительности для финансовых институтов относительно их возможного расчетного уровня норматива достаточности капитала H20.0 в 2028 году при заданном уровне ROE, коэффициенте дивидендных выплат и темпе роста активов взвешенных по степени риска (RWA). Полученный результат мы сравнили с регуляторным

уровнем достаточности капитала, который может быть установлен к 2028 году. Полученный результат говорит о том, кто из банков будет способен поддерживать необходимый уровень капитала, а кому из банков надо предпринять меры по его увеличению, в том числе либо за счет отказа от дивидендов, либо от роста активов.

Тикер	H20.0 2024	Регулятор-ный H20.0 на 2028 год ⁽²⁾	Темпы роста RWA ⁽²⁾	Нормализованный ROE ⁽²⁾	Коэффициент выплат дивидендов ⁽²⁾	Расчет-ный H20.0 ⁽²⁾	Комментарий
SBER	13,3%	15,0%	6,0%	22,0%	50,0%	16,0%	При ROE 22% и коэффициенте выплат 50% банк, по расчетам, уверенно выполняет требования, имея запас капитала, который позволяет увеличить дивиденды ⁽³⁾ или ускорить рост RWA.
VTBR	9,10%	14,5%	6,0%	18,0%	50,0%	10,2%	При ROE 18% и коэффициенте выплат 50% банк рискует существенно не дотянуть до норматива, и без снижения дивидендных выплат, ускоренного роста прибыли или докапитализации выполнить требования не удастся.
T	12,8%	13,5%	15,0%	30,0%	30,0%	15,7%	Высокий уровень ROE (30%) и достаточный капитал, по расчетам, позволяют с запасом выполнить требования даже при быстром росте RWA.
SVCB	10,1%	13,5%	15,0%	24,0%	25,0%	13,4%	Даже при ROE 24% и коэффициенте выплат 25% банк, вероятно, не сможет выйти на целевой показатель норматива H20.0 к 2028 году, что указывает на необходимость ограничить рост RWA или увеличить долю прибыли, направляемую на капитал.
BSPB	21,8%	12,5%	10,0%	22,0%	50,0%	21,9%	Расчетная величина значительно превышает норматив, что свидетельствует о большом запасе капитала. Даже при коэффициенте выплат 50% банк, очевидно, способен выполнить нормативы без проблем.
MBNK	10,5% (H1.0)	12,5%	10,0%	20,0%	25,0%	12,5%	При ROE 20% и коэффициенте выплат 25% банк, по расчетам, с трудом сможет выполнить норматив, и любое негативное изменение — снижение доходности или ускорение роста RWA — может привести к дефициту капитала.

Источник: оценки АТОН, ЦБ РФ, данные компаний

(1) RWA – Risk-weighted assets, активы взвешенные по степени риска.

(2) Оценки и расчеты аналитиков АТОН за период до 2028 года.

(3) Дивиденды не гарантированы.

Оценка финансового сектора

Расчет целевого мультипликатора P/BV

Компания	Тикер	Норм. ROE	Безриск. ставка	Премия за риск	Дополнительная премия	Стоимость капитала (COE)	Целевой P/BV ⁽¹⁾
Сбер	SBER	22%	15%	7%	0%	22%	1,0
ВТБ	VTBR	18%	15%	7%	3%	25%	0,6
Т-Технологии	T	30%	15%	7%	0%	22%	1,5
Банк СПБ	BSPB	22%	15%	7%	2%	24%	0,9
Ренессанс Страхование	RENI	30%	15%	7%	1%	23%	1,4
Совкомбанк	SVCB	25%	15%	7%	1%	23%	1,1
МТС-Банк	MTSB	20%	15%	7%	3%	25%	0,7
Московская биржа	MOEX	35%	15%	7%	0%	22%	1,8
Европлан	LEAS	35%	15%	7%	1%	23%	1,7

Целевые цены многих финансовых компаний предполагают рост в диапазоне 16-75% от текущих уровней, что является значительным потенциалом роста и усложняет идентификацию однозначных лидеров сектора. Для более объективной оценки мы использовали рейтинговую систему, присваивая компаниям баллы по определенным метрикам: целевая рентабельность капитала (ROE); дивидендная доходность за 2025 год; достаточность капитала (H1.0/H20), СГТР чистой прибыли с 2023 по 2026.

Критерии оценки:

0 баллов – критерий отсутствует; 1 балл—показатель ниже среднего по сектору; 2 балла—показатель близок к среднему значению; 3 балла—показатель превышает средний уровень. На основе этого подхода у нас определились две компании с максимальной совокупной оценкой: «Т-Технологии» и «Ренессанс страхование».

Данные компании демонстрируют сбалансированное сочетание высокой рентабельности, роста прибыли и комфортного уровня регуляторных нормативов, что делает их нашими ключевыми фаворитами в секторе.

Ранжирование компаний по метрикам⁽²⁾

Компания	Тикер	Уровень норм. ROE	Див. дох-ть ⁽³⁾	Достаточность капитала	СГТР EPS (23 – 26)	Ожидаемый потенциал роста	Итог
Ренессанс Страхование	RENI	3,0	3,0	3,0	2,0	2,0	13,0
Т-Технологии	T	3,0	2,0	2,0	3,0	3,0	13,0
Сбер	SBER	2,0	3,0	3,0	1,0	2,0	11,0
МТС-Банк	MBNK	1,0	2,0	2,0	2,0	3,0	10,0
Московская биржа	MOEX	3,0	2,0	3,0	0,0	1,0	9,0
Европлан	LEAS	3,0	2,0	3,0	0,0	1,0	9,0
Банк СПБ	BSPB	2,0	1,0	3,0	1,0	1,0	9,0
ВТБ	VTBR	1,0	3,0	1,0	1,0	2,0	8,0
Совкомбанк	SVCB	2,0	1,0	1,0	2,0	2,0	8,0

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

Источник: оценки и прогнозы АТОН

(1) Рассчитывается по формуле Гордона (Нормализованный ROE-g)/(требуемый CoE-g), где g – долгосрочный прирост чистой прибыли в номинальном выражении, который мы устанавливаем на уровне 6%. (2) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. (3) Ожидаемая доходность в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется

Расчет мультипликаторов акций финансового сектора

Компания	Тикер	25П P/E	26П P/E	25П P/B	26П P/B
Мосбиржа	MOEX	6,2	5,7	1,2	1,0
Европлан	LEAS	19,8	6,1	1,4	1,2
Ренессанс Страхование	RENI	4,4	3,6	1,0	0,9
T-Технологии	T	4,7	3,7	1,2	0,9
Банк СПБ	BSPB	3,5	4,0	0,7	0,6
Сбер	SBER	4,0	3,8	0,8	0,7
Совкомбанк	SVCB	6,9	4,1	0,8	0,7
МТС-Банк	MBNK	3,4	3,0	0,4	0,4
ВТБ	VTBR	1,5	1,6	0,2	0,2
Медиана		4,4	3,8	0,8	0,7

Компания	Рын. кап-я, млрд руб.	Текущая цена, руб. за акцию	Целевая цена, руб. за акцию ⁽¹⁾	Потенциал роста следующие 12 мес. ⁽¹⁾	Рейтинг ⁽²⁾	Дивиденд на акцию в след. 12 месяцев ⁽³⁾	Див. доходность ⁽³⁾
Сбер	6 722	297	390	31%	Выше рынка	37	12%
ВТБ	747	69	120	75%	Нейтрально	19	28%
T-Технологии	749	2 924	4 500	54%	Выше рынка	197	6,7%
Мосбиржа	370	163	190	17%	Нейтрально	18	11,0%
Совкомбанк	288	13	15	17%	Ниже рынка	0,6	5%
Банк Санкт-Петербург	154	345	360	4%	Ниже рынка	36	10%
Европлан	69	573	750	30%	Нейтрально	58	10%
МТС-Банк	48	1 279	1 750	37%	Выше рынка	80	6%
Ренессанс Страхование	56	100	140	40%	Выше рынка	10	10%

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО "АТОН", наступление указанных событий не гарантировано.

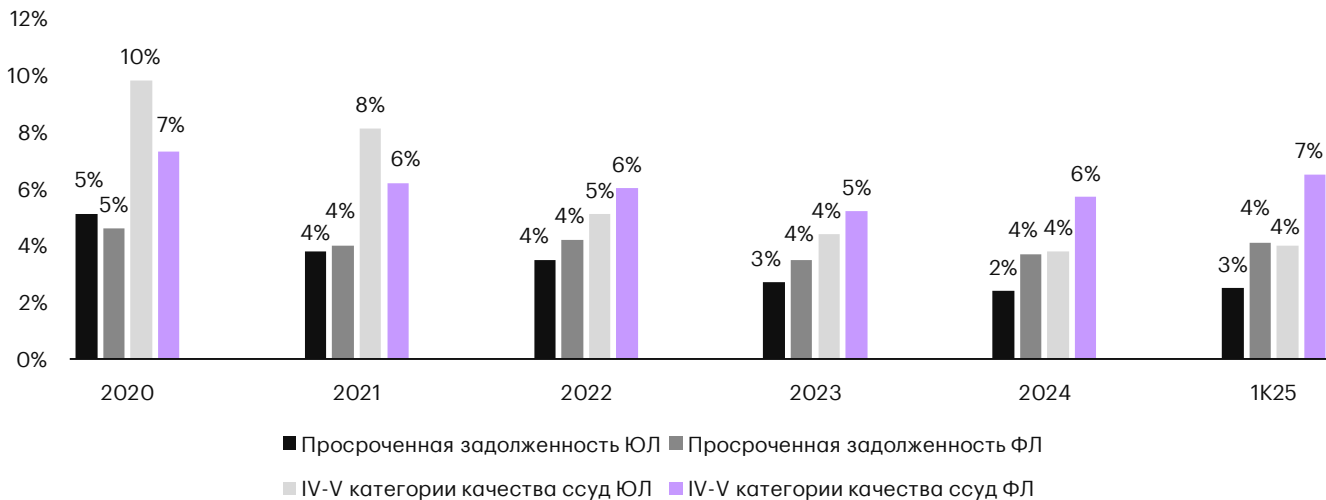
Источник: данные ЦБ РФ, оценки и прогнозы АТОН. Данные на 14.11.2025.

(1) Целевая цена на конец 2025 года с учетом потенциальных дивидендных выплат; (2) Не является инвестиционной рекомендацией;

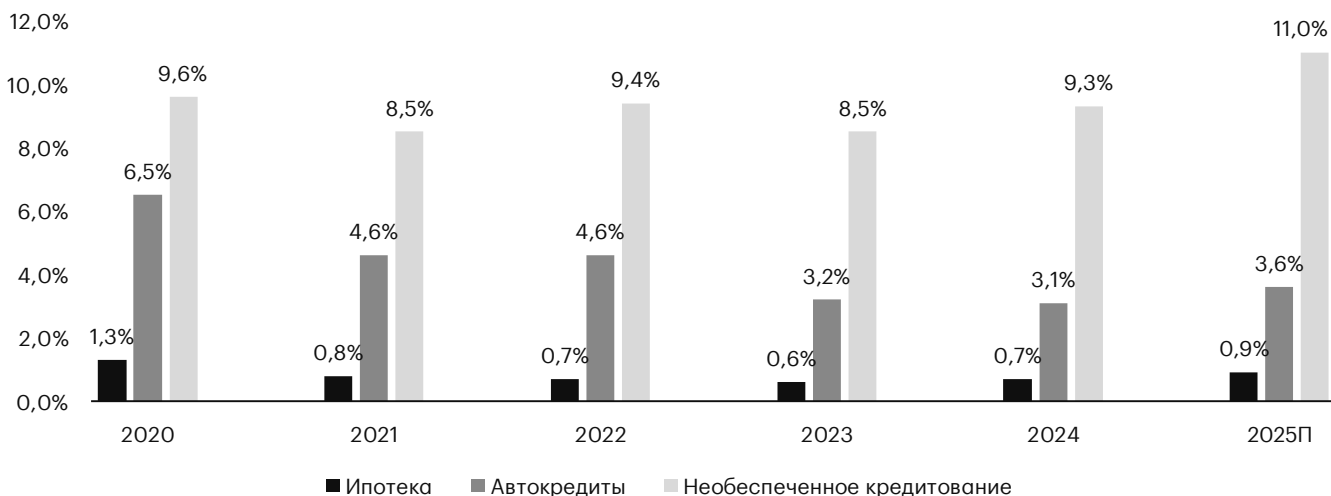
(3) Дивиденды являются оценочными и не гарантируются.

Финансовый сектор в графиках

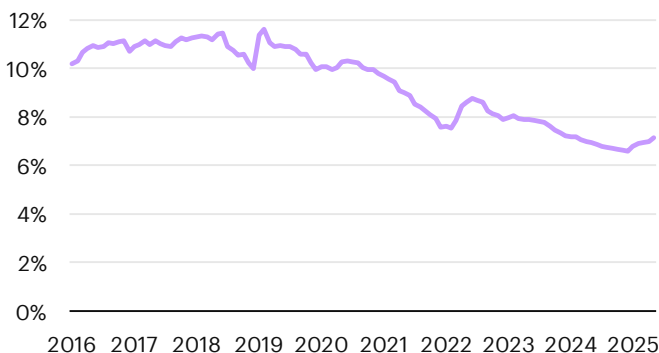
Динамика качества активов российских банков (доля проблемных активов в % от портфеля)



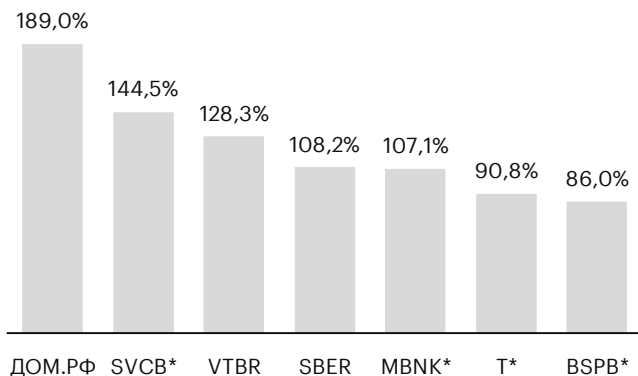
Доля розничных кредитов, просроченных свыше 90 дней



Отношение резервов к объему кредитов в банковской системе



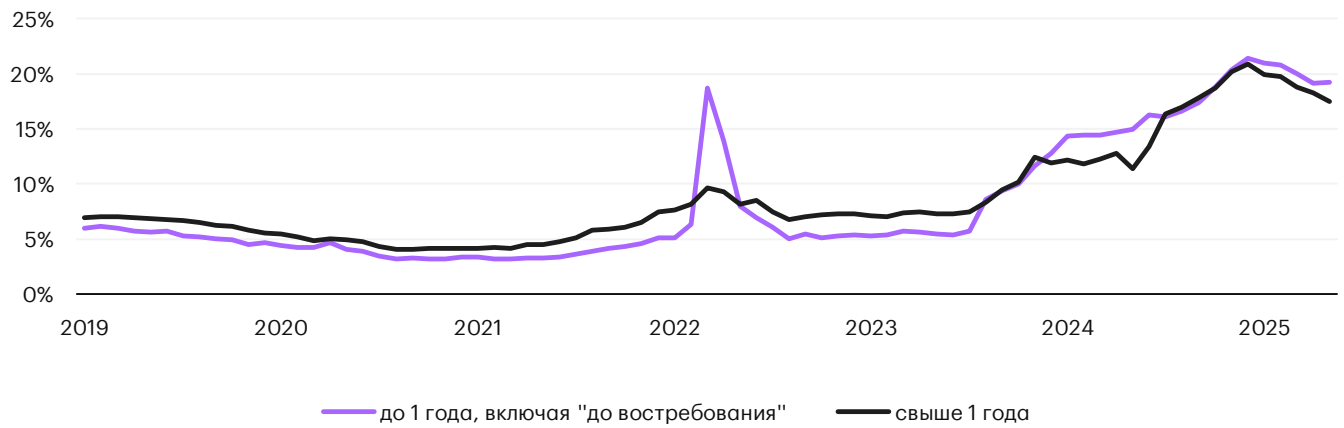
Коэффициент покрытия резервами (coverage ratio) за 9M25⁽¹⁾



Источник: данные компаний, ЦБ РФ, АКРА
(1) * - за 9 месяцев 2025 года

Ставки в движении: изменения кредитных и депозитных ставок

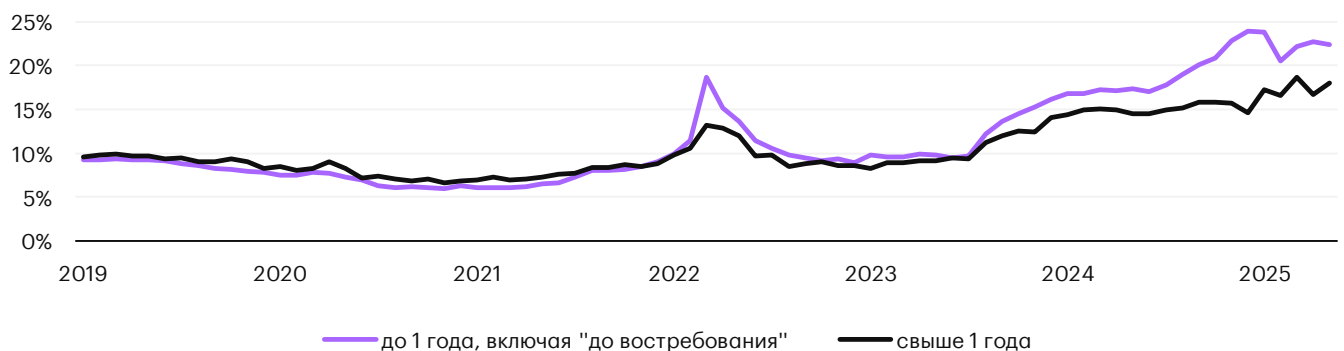
Динамика процентных ставок по депозитам физических лиц, %



Динамика процентных ставок по кредитам, выданным физическим лицам, %



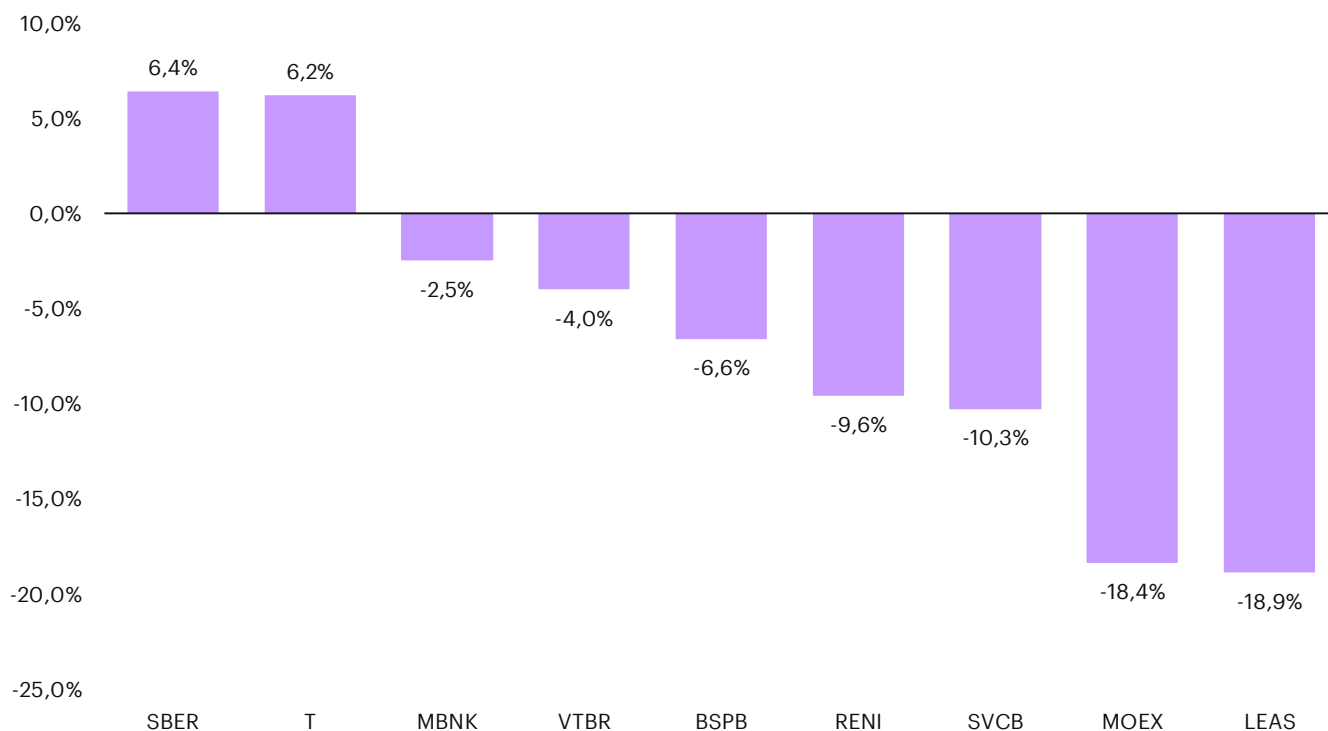
Динамика ставок по корпоративным кредитам, %



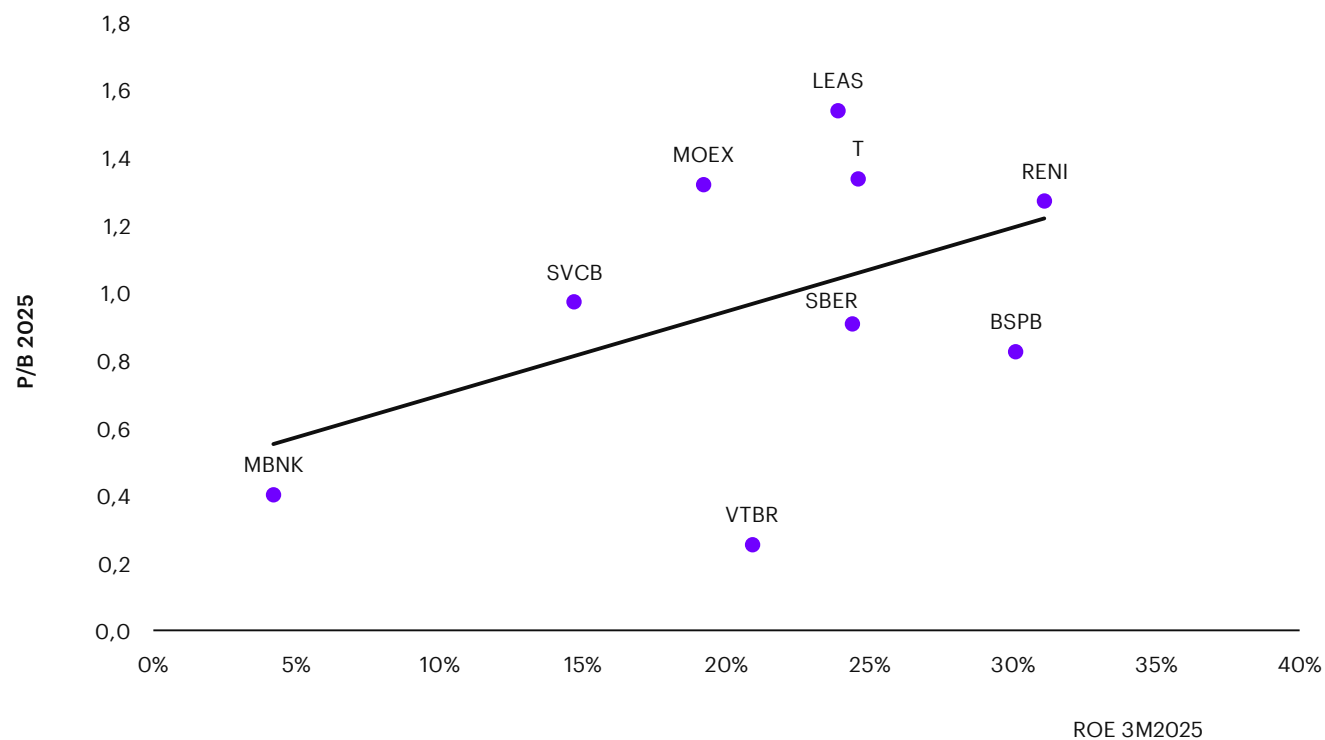
Источник: данные ЦБ РФ

Взгляд на акции сектора

Динамика акций финансового сектора с начала 2025 года, %



Зависимость мультипликатора P/BV от ROE



Источник: Мосбиржа, оценки и прогнозы АТОН

Профили финансовых компаний



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 390 руб.⁽¹⁾



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 120 руб.⁽¹⁾

Наше мнение. «Сбер» на протяжении многих лет демонстрировал стабильно высокие результаты: значительный доход на капитал (ROE), устойчивую чистую процентную маржу, а также рост чистой прибыли (в среднем на 20% ежегодно с 2020 по 2024) и активов (14%). Даже периоды экономических спадов и кризисов банк проходит достаточно уверенно, а финансовый масштаб «Сбера» позволяет ему много инвестировать в инновации, включая развитие ИИ.

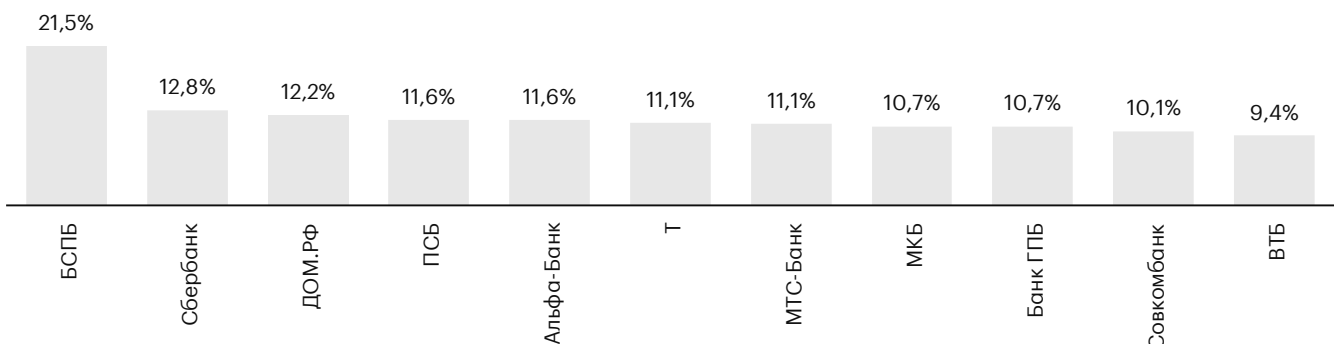
На фоне высокой ключевой ставки и роста проблемных кредитов в 2025 году мы понижали наш рейтинг по акциям «Сбера» до «Нейтрально». Однако сейчас мы возвращаем рейтинг «Выше рынка» на фоне сильных результатов банка по итогам 3-го квартала 2025 года, отразивших улучшение процентной маржи и снижение стоимости риска. Мы полагаем, что в 2026 году финансовые показатели «Сбера» продолжат улучшаться, а рост чистой прибыли банка составит в пределах 8–12%, что будет, по нашему мнению, хорошим результатом.

Драйверы роста. Инвестиция в акции «Сбера», на наш взгляд, это ставка на дальнейший устойчивый рост российской экономики. Продолжение тренда на снижение ключевой ставки ЦБ РФ также должно способствовать росту акций банка, поскольку это будет стимулировать спрос на кредиты и приведет к снижению ставки дисконтирования.

Наше мнение. Мы рассматриваем ВТБ как спекулятивную инвестицию со значительным потенциалом восстановления. В сентябре 2025 года банк провел масштабное вторичное размещение своих акций на бирже по цене 67 рублей за штуку и привлек 84 млрд рублей в капитал, что позволило банку поддержать норматив достаточности капитала Н20.0 на уровне 10% при минимальном требовании регулятора 9,25%. Формально рыночная оценка банка по мультипликаторам P/E и P/B самая низкая среди российских публичных финансовых компаний, однако это связано с тем, что у банка сохраняются структурные проблемы: высокая зависимость от разовых доходов, нестабильный уровень ROE, по-прежнему ограниченный запас по достаточности капитала. Если инвесторы увидят, что бизнес-модель банка становится более предсказуемой, переоценка стоимости его акций может быть весьма значительной.

Драйверы роста. В 2026 году в ВТБ может произойти много интересных событий, в том числе: а) быстрое восстановление чистой процентной маржи до 2–2,5% на фоне снижения ключевой ставки; б) рост чистой прибыли, по прогнозам банка, до более 600 млрд рублей (+20% год к году), при этом наш собственный текущий прогноз предполагает ее снижение на 5% относительно 2025 года до 473 млрд рублей; в) конвертация привилегированных акций банка в обыкновенные, что упростит структуру акционерного капитала банка и сделает ее более понятной для инвесторов; г) выплата дивидендов за 2025 год, размер которых, по нашим оценкам, может составить 15–19 рублей на акцию, что предполагает дивидендную доходность в размере 22–28% — одну из самых высоких на рынке акций.⁽²⁾

Норматив Н1.0 (РСБУ) банков РФ на 1 сентября 2025 года, %



Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО "АТОН", наступление указанных событий не гарантировано.

Источник: ЦБ РФ, данные компаний, оценки и прогнозы АТОН

(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Ожидаемый дивиденд на акцию в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется.

Профили финансовых компаний



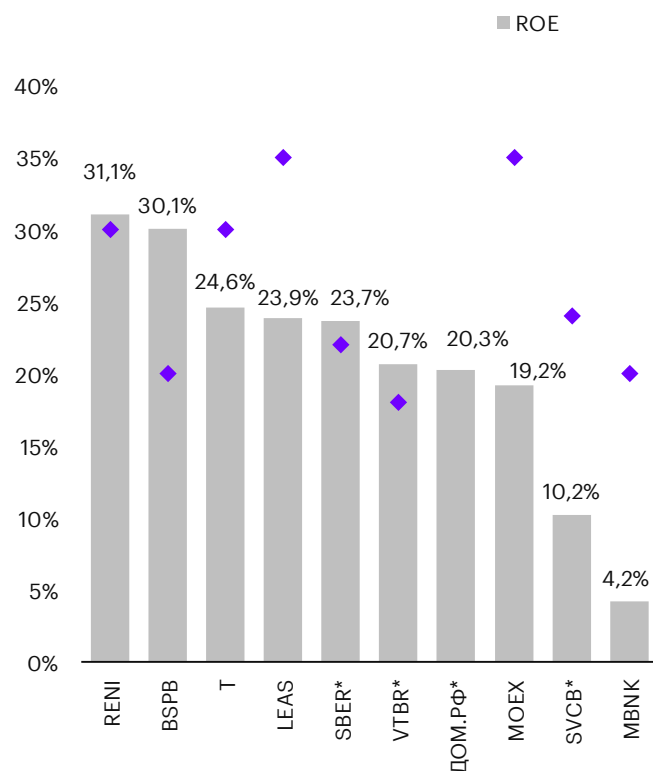
Выше рынка; ЦЕЛЬ — 4 500 руб.⁽¹⁾

Наше мнение. «Т-Технологии» остаются одним из наших ключевых фаворитов на российском фондовом рынке. Группа демонстрирует высокие темпы роста — в 2025 году ожидается увеличение чистой прибыли на 40% г/г. Обширная клиентская база (более 50 млн человек) и растущая доля небанковского бизнеса в структуре доходов снижают зависимость компании от общего состояния банковского сектора. Группа способна обеспечивать рентабельность капитала (ROE) на уровне выше 30%, поддерживать устойчивый рост (среднегодовой темп прироста чистой прибыли в 2025–2028 годах — 27%) и выплачивать дивиденды⁽³⁾ в размере 30% от чистой прибыли. Вместе с тем мы видим и растущие угрозы для компании в виде активного развития финтех-направления у «Яндекса» и маркетплейсов Ozon и Wildberries. Уже сейчас их банковские подразделения обслуживают миллионы клиентов и стремительно растут, предлагая интересные для клиентов кредитные продукты.

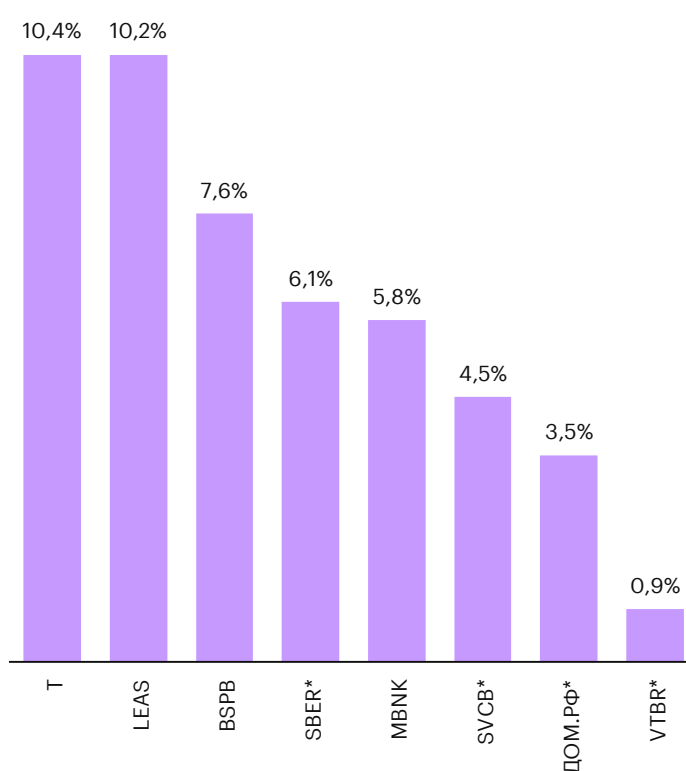
Драйверы роста

Огромная клиентская база «Т-Технологий» создает потенциал хорошего роста — на данный момент количество продаваемых продуктов на одного клиента остается относительно невысоким. Мы также ожидаем, что в ближайшие годы группа сфокусируется на повышении своей операционной эффективности, и исторически высокий коэффициент расходы/доходы (CIR) уже сокращается. Это должно позволить компании повысить ROE и улучшить достаточность капитала.

Рентабельность собственного капитала (ROE), %⁽²⁾



Чистая процентная маржа (NIM), %⁽²⁾



Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.
 Источник: данные компаний, оценки и прогнозы АТОН
 (1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат.
 (2) * - за 9 месяцев 2025 года.
 (3) Дивиденды не гарантированы.

Профили финансовых компаний

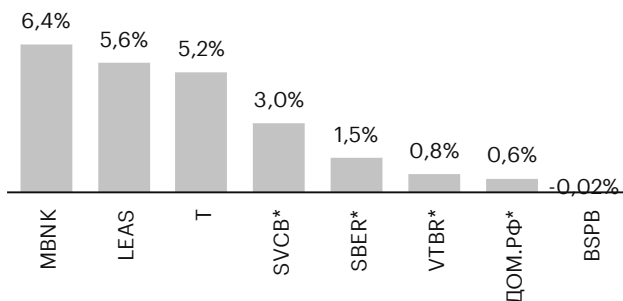


Ниже рынка; ЦЕЛЬ — 15 руб.⁽¹⁾

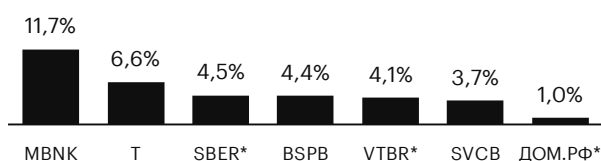
Наше мнение. Прошедший 2025 год складывался для банка непросто. По итогам 9 месяцев 2025 года его чистая прибыль по МСФО сократилась на 38% год к году, на фоне сокращения процентной маржи, роста резервов и расходов. Соответственно, мы снизили наш рейтинг банка до «Ниже рынка» и в целом оказались правы — динамика акций банка была достаточно слабой. Вместе с тем мы полагаем, что 2026 год для банка будет складываться более благоприятно на фоне снижения ключевой ставки. К этому может добавиться снижение объемов резервирования и рост доходов от переоценки инвестиционных портфелей. Как результат, чистая прибыль банка может вырасти более чем на 50% год к году и вернуться к уровням 2024 года — порядка 70 млрд рублей. Единственной существенной проблемой остается низкий уровень достаточности капитала банка — с учетом этого мы не ждем от него существенных дивидендов.⁽³⁾

Драйверы роста. Совкомбанк имеет значительный опыт и экспертизу в покупке финансовых компаний и других банков (M&A), что в итоге создает дополнительную стоимость для его акционеров. В частности, Совкомбанк проявляет интерес к приобретению компаний в сегментах страхования и лизинга. Так, в конце 2025 года СМИ [сообщали](#), что Совкомбанк заинтересован в приобретении крупной страховой компании Капитал life.

Стоимость риска (CoR), %⁽²⁾



Просроченные кредиты 90+ дней (NPL), %⁽²⁾



Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО "АТОН", наступление указанных событий не гарантировано.

Источник: данные компаний, оценки и прогнозы АТОН

(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) * - за 9 месяцев 2025 года. (3) Дивиденды не гарантированы.



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 750 руб.⁽¹⁾

Наше мнение. Холдинг «ЭсЭФАй» продает Альфа-банку свою долю 87,5% в ЛК «Европлан». Ее стоимость составляет 65 млрд рублей (за 100% акций). Обе стороны подписали соответствующее обязательное соглашение. Альфа-банк также сообщил о намерении выставить обязательное предложение о выкупе акций у миноритариев. Сделка будет закрыта после выплаты «Европланом» дивидендов за 9 месяцев 2025. Цена сделки подразумевает оценку акции на уровне 542 рублей. Данная оценка соответствует мультипликатору P/BV 1,4x. Для миноритарных акционеров в новости есть как позитивные, так и негативные моменты. С одной стороны, текущая рыночная цена «Европлана», по нашему мнению, близка к справедливой стоимости — рынок лизинга пережил резкое падение в 2025 году, в то время как бумага торгуется с относительно высокими мультипликаторами. С другой стороны, текущие котировки значительно ниже цены размещения (IPO), но имеют потенциал восстановления вместе с рынком на горизонте нескольких лет. Также остается неясным, как приход нового акционера может повлиять на текущую деятельность «Европлана» (в частности, на дивидендную политику компании). Согласно пресс-релизу «после закрытия сделки Альфа-банк в установленные законом сроки направит обязательное предложение о выкупе акций у миноритарных акционеров «Европлана». При этом Банк рассчитывает на сохранение публичного статуса «Европлана» и дальнейший рост капитализации компании.»

Драйверы роста.

- 1) Возможное увеличение спроса на лизинговые услуги на фоне дальнейшего снижения процентных ставок и роста экономической активности;
- 2) рост лизингового бизнеса в сегменте легковых автомобилей, где его проникновение значительно ниже, чем в грузовом сегменте;
- 3) реализация программ господдержки автопрома через субсидирование ставок на лизинг автомобилей.

Профили финансовых компаний



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 190 руб.⁽¹⁾

Наше мнение. Мы сохраняем нейтральный взгляд на акции Московской биржи. Очевидно, что снижение ключевой ставки должно умеренно негативно сказаться на динамике процентных доходов компании. Однако этот эффект частично нивелируется увеличением торговой активности и ростом комиссионного дохода. В результате мы прогнозируем умеренный рост чистой прибыли биржи в 2026 году в пределах 10% до 60–65 млрд рублей, что предполагает относительно высокий мультипликатор 2026П P/E около 5,7х. Еще одним негативным фактором может стать рост инвестиций, что может привести к снижению свободного денежного потока. Пока мы прогнозируем коэффициент выплаты дивидендов на уровне 75% чистой прибыли (как и за 2024 год) — из расчета 17,8 рублей за акцию с дивидендной доходностью 11,0%.⁽³⁾

Драйверы роста. Сильным катализатором для положительной переоценки акций Мосбиржи может стать снятие санкций с НРД, что пока представляется нам маловероятным.

Низкая оценка отчасти объясняется и невысокой ликвидностью акций, и средним размером банка. Мы сохраняем рейтинг «Нейтрально» для его акций.

Драйверы роста.

- 1) Возврат к выплате дивидендов в размере 50% от чистой прибыли по МСФО⁽²⁾;
- 2) общий рост акций финансового сектора;
- 3) сохранение высоких значений ROE и темпов роста чистой прибыли на фоне снижения ключевой ставки.

Ренессанс[®] страхование

Выше рынка; ЦЕЛЬ — 140 руб.⁽¹⁾

Наше мнение. Мы считаем, что российский страховой рынок имеет значительный потенциал роста, чему способствуют как увеличение объемов накопительного страхования, так и повышение интереса к страховым продуктам на фоне изменений налоговой политики (прогрессивная ставка налога может стимулировать спрос на страховые решения). Нам фундаментально нравится инвестиционный кейс «Ренессанс страхования». Компания быстро растет, опережая рынок, демонстрирует высокий возврат на капитал / ROE (более 30%), и исторически платила стабильные дивиденды в размере около 50% от чистой прибыли по МСФО⁽²⁾, поддерживает высокий уровень корпоративного управления и стремится внедрять инновационные решения в свой бизнес. За 9 месяцев 2025 общий объем собранных премий увеличился на 28,2% г/г до 151,6 млрд рублей, а ROE компании оставался относительно высоким — 25,4%. В 2026 году мы прогнозируем рост страховых премий на 22%, а чистой прибыли — на 20% до 15 млрд рублей, из которых 50% может быть распределено на дивиденды⁽²⁾, что может обеспечить дивидендную доходность на уровне 10,0%.⁽³⁾ По мультипликаторам 2026 P/E и P/B компания оценивается на уровне 3,6х и 0,9х соответственно, что мы считаем низкими значениями.

Драйверы роста.

- 1) Переоценка инвестиционных портфелей облигаций; 2) снижение ставок в экономике может привести к росту спроса на ипотеку и другие виды кредитов и, как следствие, на услуги страхования жизни; 3) компания может быть заинтересована в дальнейшей активности на рынке M&A. Более того, как независимый крупный игрок на страховом рынке, «Ренессанс» может представлять интерес для крупных финансовых групп.

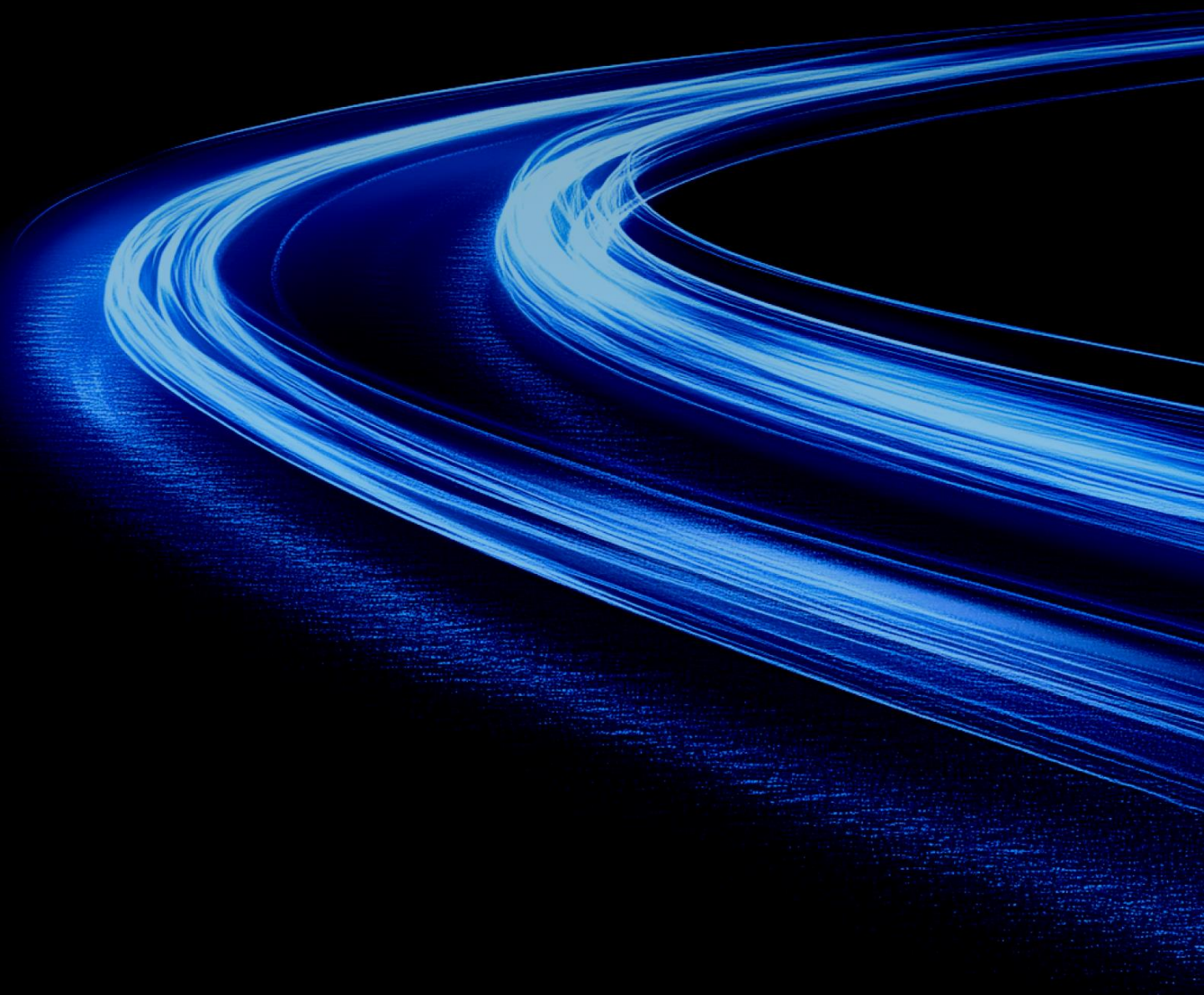


Ниже рынка; ЦЕЛЬ — 400 руб.⁽¹⁾

Наше мнение. БСПБ — устойчивый и качественный банк с исторически стабильными дивидендными выплатами⁽²⁾, специализирующийся на корпоративном кредитовании. Банк стал одним из бенефициаров роста ставок, показав рекордные уровни прибыли и ROE, но в условиях экономической нестабильности банк пересмотрел прогноз на 2025 год, снизив нижнюю границу ROE до порядка 18% и увеличив стоимость риска до 2%, что также отражает более консервативный подход менеджмента. Последние опубликованные результаты за 3К25 по МСФО оказались слабыми: прибыльность снизилась, стоимость риска возросла, а снижение коэффициента выплат дивидендов с 50% до 30% от чистой прибыли ограничило доходность для акционеров. По итогам 2025 года мы прогнозируем сокращение чистой прибыли банка на 14% год к году. При этом допускаем, что по итогам второго полугодия банк может вернуться к выплатам дивидендов⁽²⁾ в размере 50% от чистой прибыли по МСФО, учитывая избыточность его капитала. Пока же банк одобрил выкуп акций с рынка в период до мая 2026 года на сумму до 5 млрд рублей. Это существенный объем, который может поддержать котировки акций. В 2026 году мы прогнозируем снижение чистой прибыли примерно на 13% г/г до 38 млрд рублей, что предполагает мультипликатор 2026П P/E в размере 4,0х и P/BV 0,6х.

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано. Источник: данные компаний, оценки и прогнозы АТОН. (1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Выплата дивидендов не гарантирована. (3) Ожидаемый дивиденд на акцию в следующие 12 месяцев, приведенная информация о выплате дивидендов отражает ожидания, выплата не гарантируется.

Транспортный сектор



Транспортный сектор: стагнация перевозок

Сектор авиаперевозок



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 60 руб.⁽¹⁾

Дефицит провозных мощностей по-прежнему сдерживает рынок авиаперевозок. По данным Росавиации, за 9 месяцев 2025 года средняя загрузка бортов практически не изменилась и осталась на уровне 89,6%, а [тарифы на авиаперевозки по-прежнему растут](#) быстрее [инфляции](#) — по итогам 2025 года ожидается рост цен авиабилетов на 15%.

За 9 месяцев 2025 года российские авиалинии перевезли около 84 млн пассажиров (за январь–сентябрь 2025 — 86,2 млн). Пассажиропоток на внутренних авиалиниях снизился на 3,8% г/г до 63,3 млн человек, а в международном сообщении увеличился всего на 0,7%, составив 20,4 млн человек. При этом на маршрутах в дальнее зарубежье пассажиропоток вырос на 7,3%, до 13,1 млн человек.

Согласно макропрогнозу правительства на 2025–2028 годы, пассажиропоток российских авиаперевозчиков [по итогам 2025 года](#) составит 109,6 млн человек, что на 1,9% меньше, чем годом ранее, а совокупный пассажирооборот оценивается в 280,9 млрд пассажиро-километров (-1,9% г/г). Эти цифры говорят о стагнации сектора. Целевые ориентиры к 2028 году в госпрограмме — 126,7 млн пассажиров, что подразумевает среднегодовой темп роста на 5,0% на горизонте 2025–2028 гг.

Мы считаем, что в 2026 году ключевым препятствием останется дефицит самолетов из-за ограниченных возможностей российских авиакомпаний по обновлению авиапарка, поэтому мы ожидаем роста средних тарифов выше инфляции.

К концу 2026 года могут начаться поставки новых российских самолетов МС-21 и Ту-204/214 в парк российских авиакомпаний. Впрочем, поставки будут, скорее всего, небольшими и пока не приведут к существенному увеличению провозных мощностей российских авиаперевозчиков.

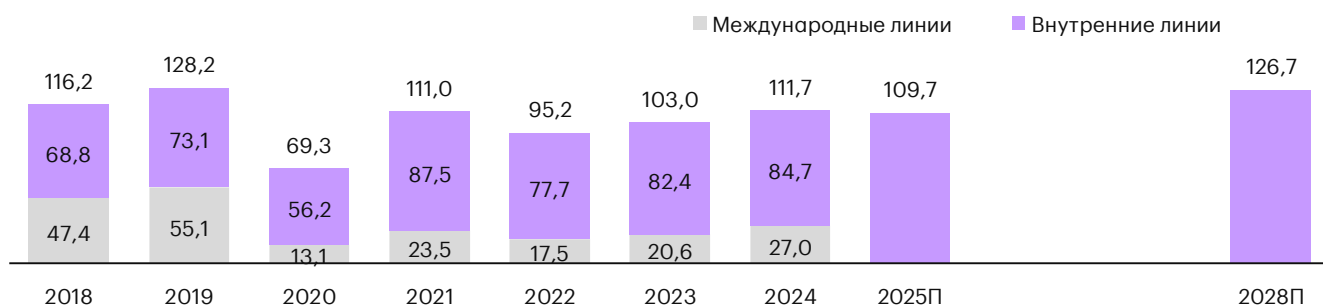
Наше мнение

Текущий 2025 год был непростым для группы «Аэрофлот». За десять месяцев 2025 года группа перевезла 47,2 млн пассажиров (-0,1% г/г), при этом пассажирооборот Группы вырос на 2,7% г/г до 130,3 млрд пкм, а занятость пассажирских кресел увеличилась на 0,2 п. п. до 90,1%. Заметный рост наблюдается только в международном сегменте, где компания отчиталась о росте пассажиропотока на 7,4%, в то время как во внутреннем сообщении — всего на 0,2% год к году. Относительно слабые операционные показатели, а также рост дополнительных расходов (в том числе ремонтов) негативно отражаются на финансовых результатах группы. В результате компания отчиталась о росте выручки за 1-е полугодие 2025 года на 12,3%, но ее скорректированная EBITDA снизилась при этом на 29,4% до 82,8 млрд рублей.

Драйверы роста

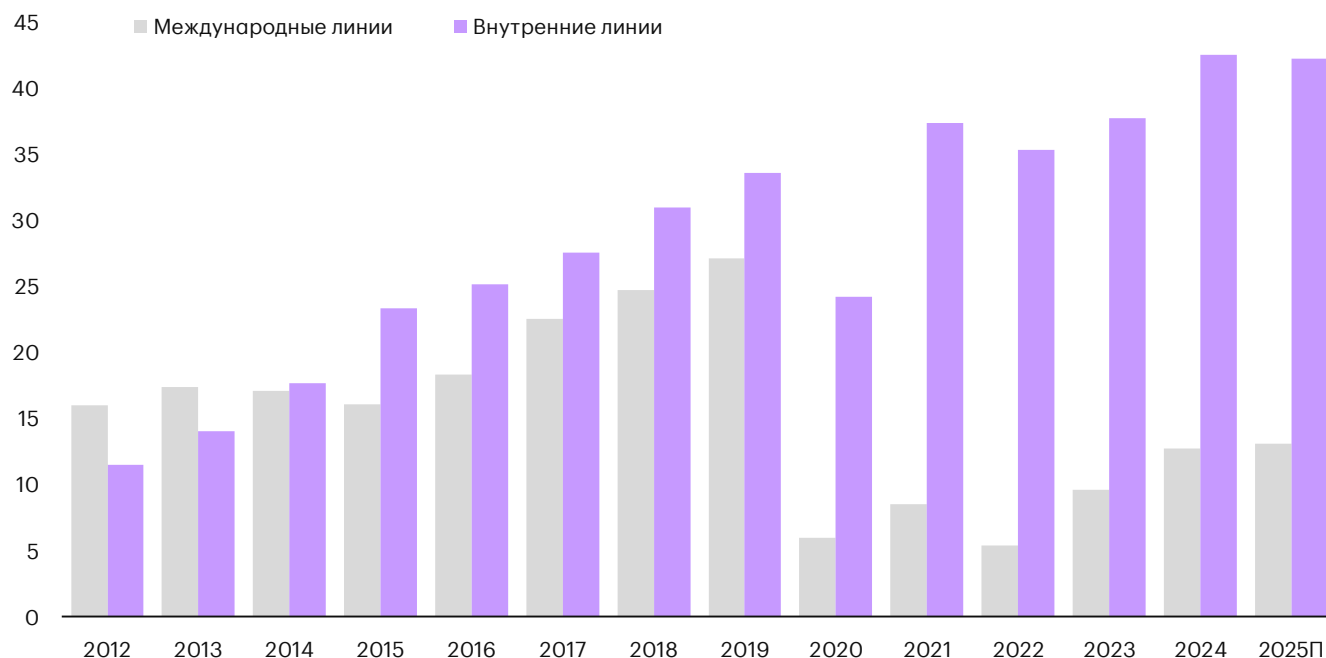
Согласно прогнозам компании, ее операционные результаты в 2026 году ожидаются на уровне предыдущего года, когда компания перевезла около 55 млн пассажиров. Прогноз по чистой прибыли также сохраняется на уровне прошлого года (55 млрд рублей). Компания не исключает возможности выплаты дивидендов⁽²⁾ по итогам 2025 года. В 2026 году мы ожидаем небольшого роста финансовых показателей «Аэрофлота» по сравнению с 2025 годом за счет дальнейшего роста тарифов и снижения инфляционного давления. В то же время для возобновления долгосрочного роста группе нужны самолеты, которые она сможет получать в значительном количестве начиная с 2027-2028 годов. По нашим оценкам, акции «Аэрофлота» оцениваются на уровне около 3,7х по мультипликатору P/E 2025П — мы считаем эту оценку справедливой и потому сохраняем рейтинг «Нейтрально».

Объемы авиаперевозок пассажиров, млн чел.



(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Дивиденды не гарантированы.
Источник: aviastat, данные компаний, оценки и прогнозы АТОН

Пассажиропоток группы «Аэрофлот», в годовом сравнении, млн человек



Ж/д перевозки

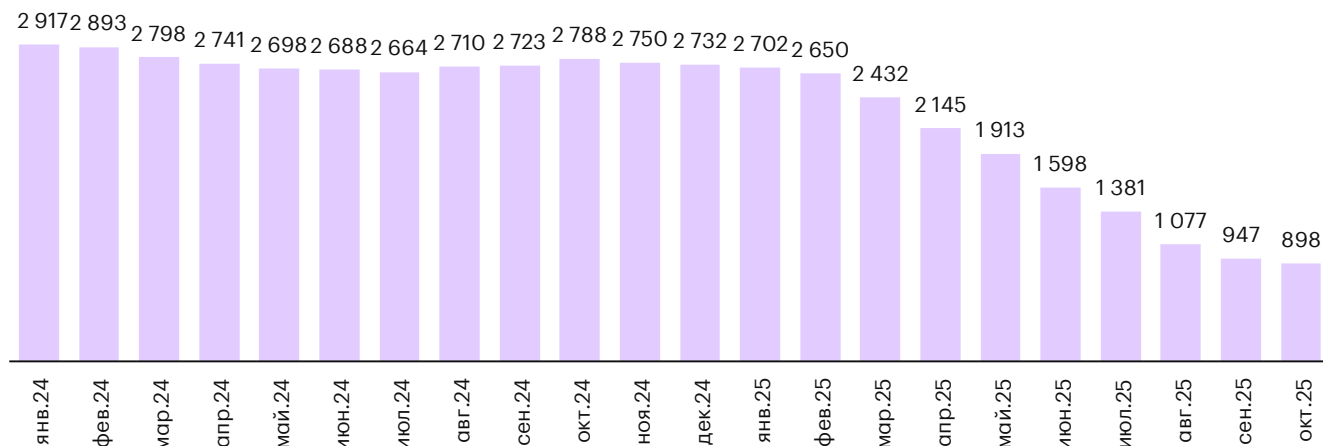
В новом 2026 году сектору железнодорожных перевозок, вероятно, предстоит работать в сложных условиях. Ставки аренды полувагонов с конца 2024 года неуклонно снижаются: в течение 2024 года они упали с приблизительно 2 700–2 900 руб./сут. до менее 900 руб./сут. к октябрю 2025 года. Таким образом, произошло падение более чем в 3 раза всего за 10 месяцев. Спад отражает ослабление спроса на перевозки грузов (в основном сырьевых) и профицит парка полувагонов, что давит на доходность операторов, но временно снижает транспортные издержки грузоотправителей.

За 10 месяцев 2025 года погрузка упала на 6,0% г/г, а грузооборот сократился на 1,1% г/г и составил 2 063,6 млрд т·км. Относительно устойчиво выглядят только отдельные сегменты грузов. В частности, объемы перевозки железной руды снизились лишь на 1,1% г/г, а некоторые сегменты показали рост: перевозки минеральных удобрений — на 4,7% г/г, цветной руды — на 5,3%.

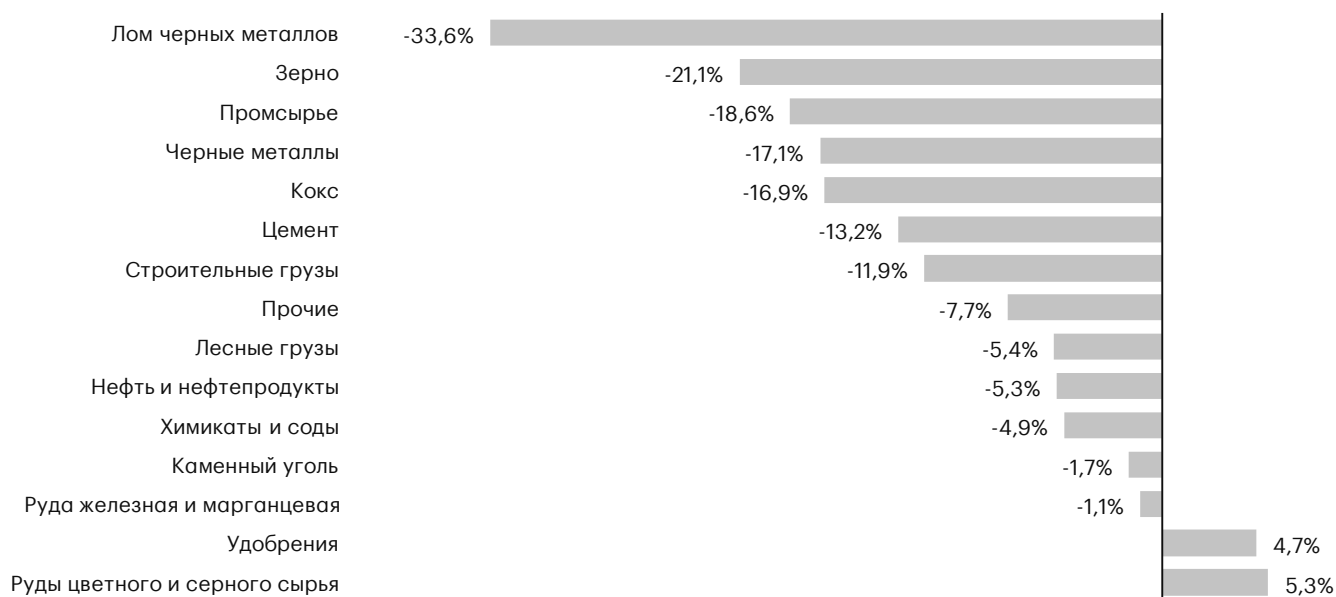
В 2026 году мы ожидаем стабилизации ж/д перевозок — этот тренд наметился еще в конце 2025 года. Однако увидеть уверенный разворот мы не ожидаем, а потому тарифы на аренду полувагонов, вероятно, останутся относительно низкими.

Тарифное давление остается одним из ключевых негативных факторов для ж/д перевозок. 1 декабря 2025 года тарифы РЖД будут повышены на 10,0%, а с 1 января 2027 года — еще на 8,3%, что выше планового уровня инфляции и увеличивает рост издержек грузоотправителей.

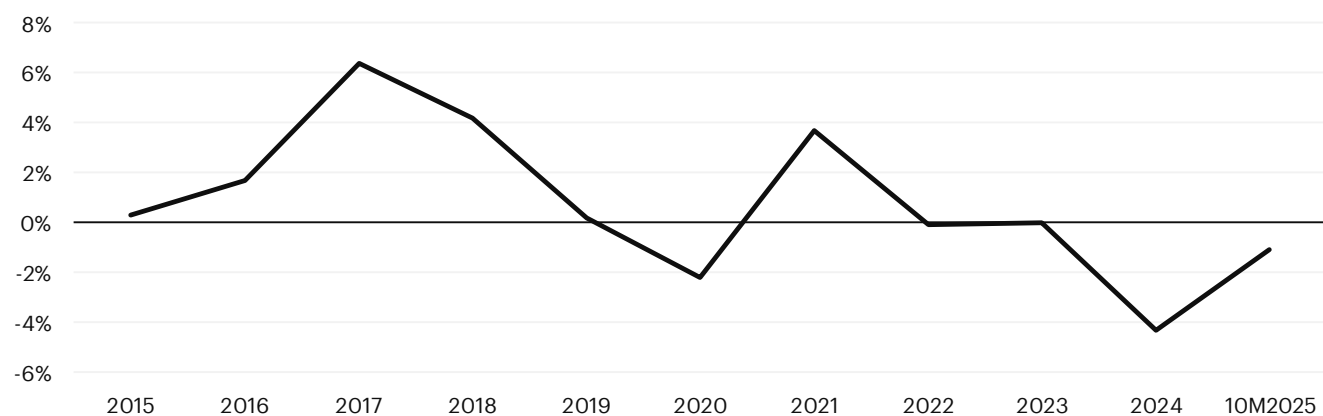
Индекс суточной ставки предоставления полувагона в аренду, в рублях за вагон, без НДС



Динамика погрузки на сети ОАО «РЖД» за 10 месяцев 2025, %



Динамика грузооборота на сети РЖД, г/г, %



Источник: РЖД, RailCommerce

Порты и морские перевозки

Грузооборот российских морских портов за 9 месяцев 2025 года снизился на 2,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, составив 653,4 млн тонн. Наибольшие объемы грузов проходят через Азово-Черноморский бассейн (29,6% от общего грузооборота), Балтийский (31,2%) и Дальневосточный (28,4%). Эта пропорция сохраняется много лет, что свидетельствует о неизменности ключевых направлений морской торговли.



Нейтрально; ЦЕЛЬ — 90 руб. ⁽¹⁾

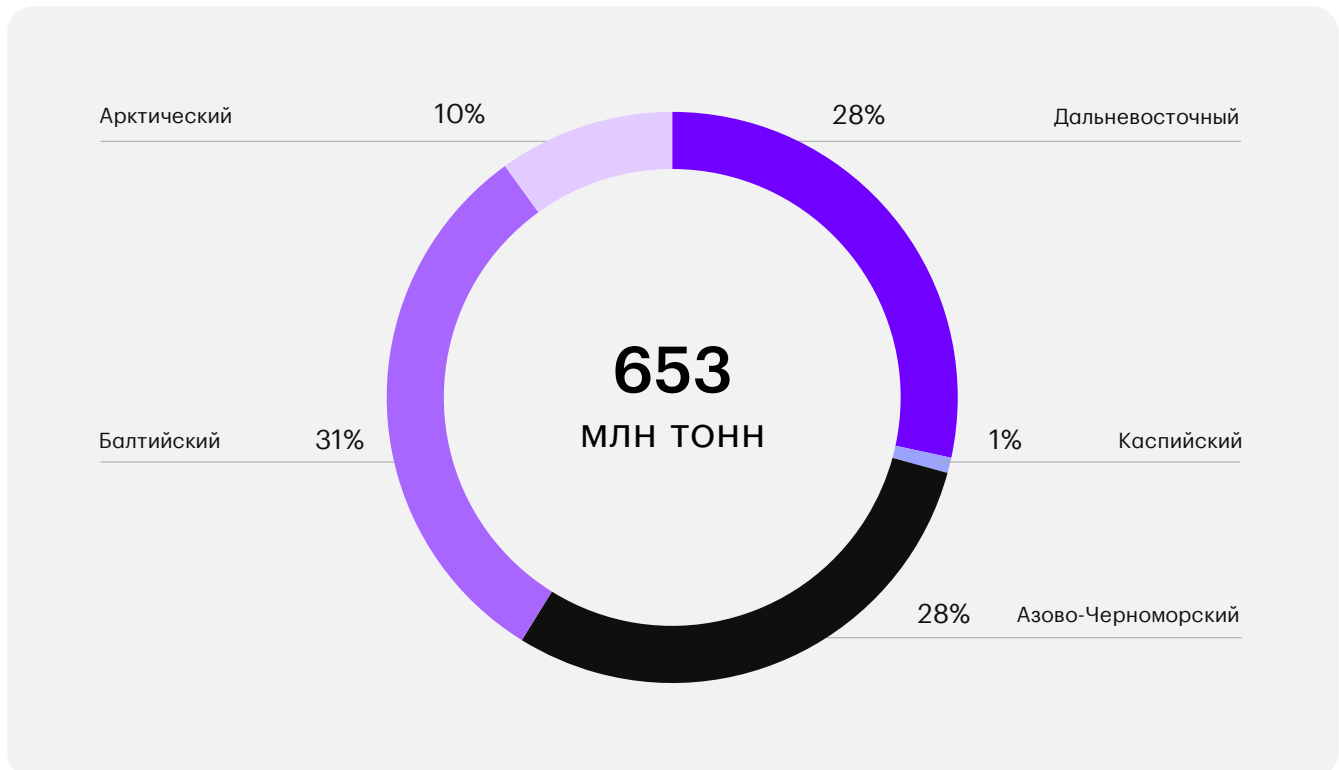
Наше мнение

Совкомфлот — **крупнейший** российский оператор танкеров. На данный момент практически все суда компании находятся под санкциями, что существенно затрудняет ее работу и сокращает доходы. Финансовые результаты за 9 месяцев 2025 года отражают непростое положение компании. Выручка в тайм-чартерном эквиваленте «Совкомфлота» снизилась на 36% г/г до \$941 млн вследствие санкционных ограничений на перевозки. Как результат, EBITDA упала на 54% г/г до \$390 млн, а рентабельность по EBITDA — до 51%, что значительно ниже долгосрочного нормализованного диапазона компании 65–70%.

Драйверы роста

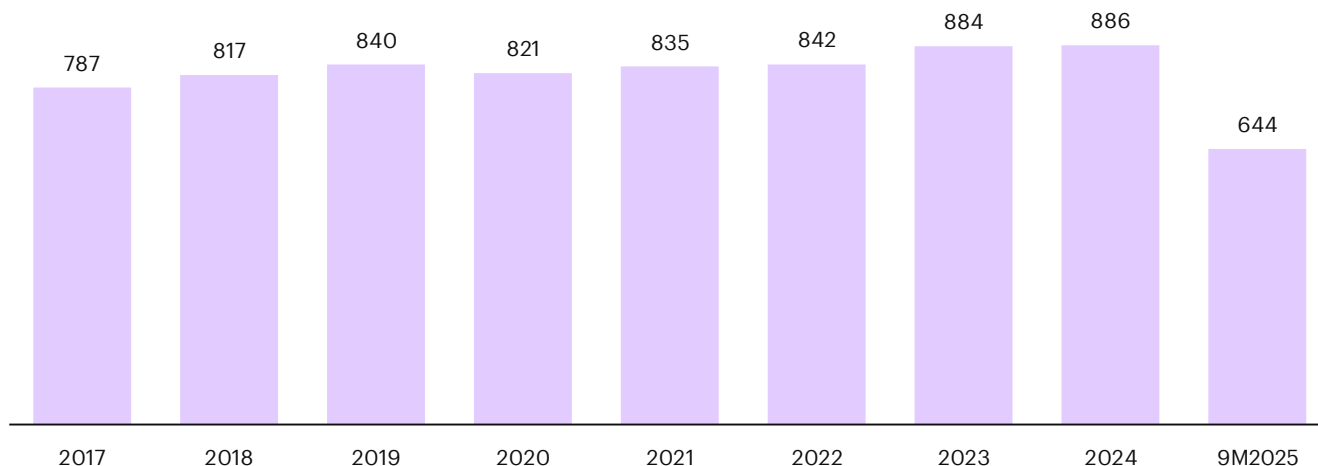
Генерация денежного потока остается слабой и, по нашему мнению, они не дают оснований для выплаты дивидендов.⁽²⁾ Вместе с тем мы считаем, что негативные факторы уже учтены в текущей рыночной цене акций компании. Мы не ждем существенного ухудшения финансовых показателей компании в 2026 году, но явных предпосылок к их улучшению также не наблюдается, при каких обстоятельствах может начаться их улучшение. До тех пор мы не видим явных драйверов роста акций и сохраняем рейтинг «Нейтрально». По нашим оценкам, компания оценивается на уровне 3,0x по мультипликатору EV/EBITDA 2025П.

Грузооборот морских портов за 9 месяцев 2025 года



(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) Выплата дивидендов не гарантирована. Источник: Росстат, Ассоциация морских торговых портов, данные компании «Совкомфлот», оценки и прогнозы АТОН

Динамика грузооборота морских портов, млн тонн



Нет рейтинга

Наше мнение

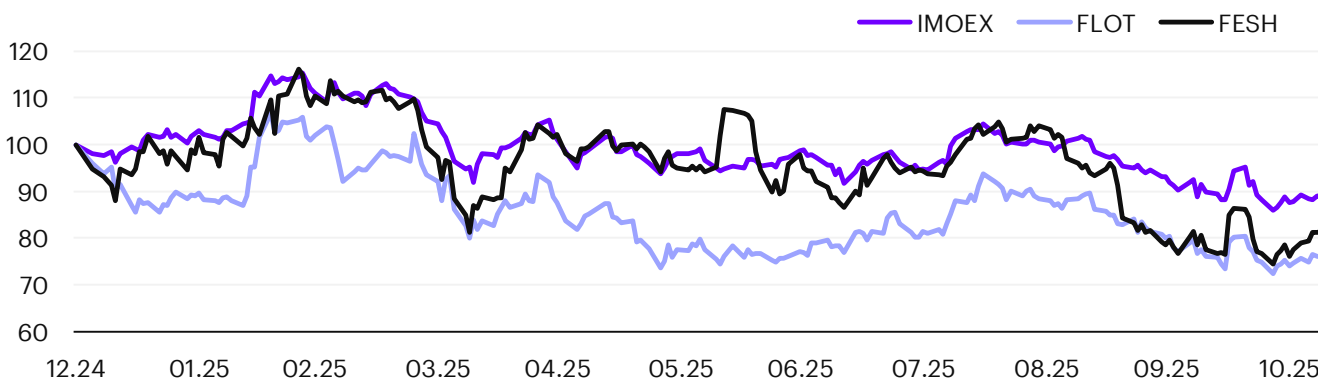
FESCO — один из крупнейших транспортно-логистических холдингов России, имеющий стратегическое значение для развития торговли с Азией. На фоне снижения экспортных потоков и укрепления рубля финансовые результаты компании временно ухудшились: выручка составила 87,7 млрд рублей, ее рост замедлился до 12% г/г; EBITDA выросла на 9,5% до 19,8 млрд рублей, а рентабельность EBITDA составила 23%. Поскольку FESCO работает в циклической отрасли, мы ожидаем возврата показателей к среднеисторическим уровням в 2026-2027 годах. Низкий уровень долговой нагрузки (чуть ниже 1,0x по показателю Чистый долг/EBITDA)⁽¹⁾ позволяет компании активно инвестировать в развитие.

Драйверы роста

По сообщениям СМИ, долю в группе Fesco планирует приобрести DP World — один из крупнейших мировых портовых операторов со штаб-квартирой в ОАЭ. Переговоры о сделке близки к завершению. Цель потенциальной сделки — создание глобального логистического игрока с фокусом на азиатском регионе.

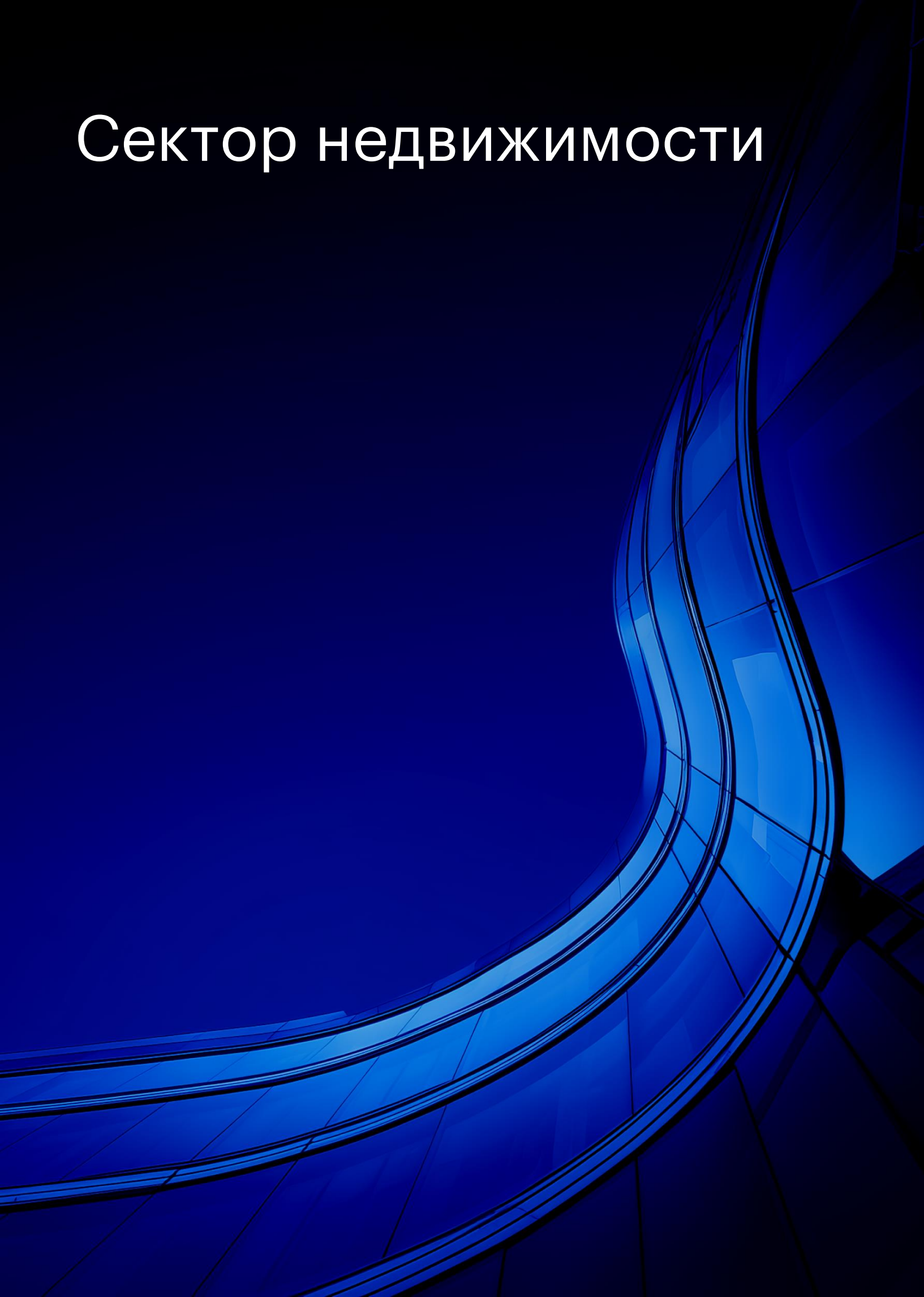
Компания оценивается на уровне 2,9x по мультипликатору EV/EBITDA 2025П — эту оценку можно рассматривать как заниженную.⁽²⁾

Динамика акций транспортных (морских) компаний в сравнении с индексом Мосбиржи с начала года



Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО "АТОН", наступление указанных событий не гарантировано. Источник: Мосбиржа, Ассоциация морских торговых портов, данные компании ДВМП, оценки и прогнозы АТОН (1) За последние 12 месяцев. (2) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Сектор недвижимости



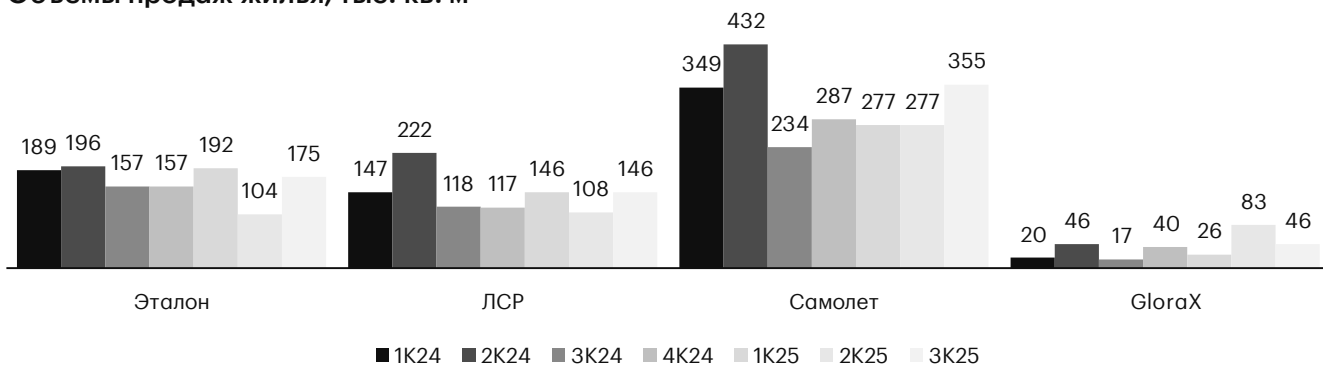
Сектор недвижимости

Недвижимость — один из главных бенефициаров снижения ключевой ставки. С одной стороны, вслед за ключевой ставкой снижаются и ставки по ипотеке, что приводит к восстановлению спроса на жилье, с другой стороны, девелоперы активно используют заемные средства и в ближайшие годы должны выигрывать от потенциального сокращения финансовых расходов на обслуживание задолженности. Как результат, минимум в ближайшие два-три года (2026-27) за счет потенциального увеличения спроса бизнес девелоперов может хорошо развиваться, а маржинальность — расти.

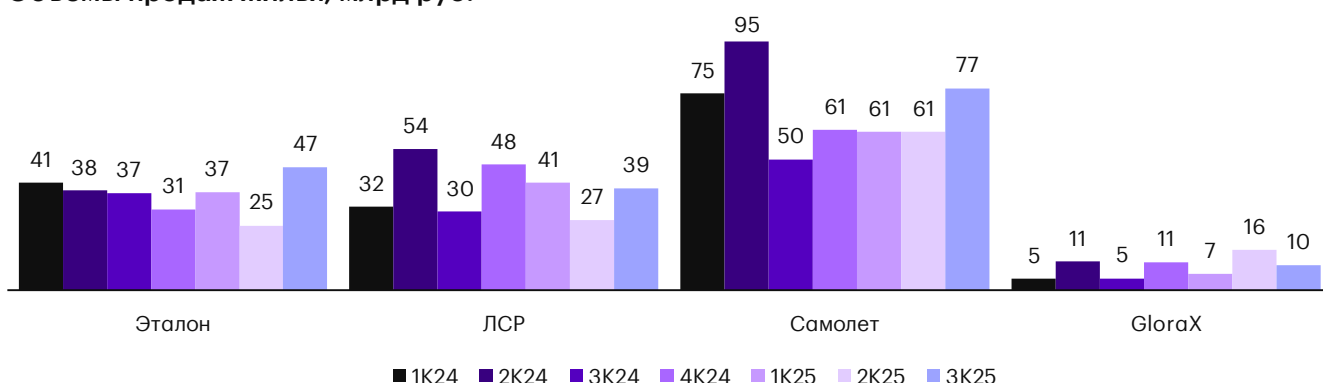
В 2026-27 годах спрос на жилье во многих регионах, по нашему мнению, может расти быстрее, чем в Москве и Санкт-Петербурге, за счет сохранения программ господдержки и роста доходов населения. При этом мы допускаем возникновение дефицита предложения, так как многие федеральные и региональные застройщики сократили объемы строительства в период высоких ставок и не смогут оперативно отреагировать на восстановление спроса в силу инертности сектора. Как результат, ближайшие годы могут стать благоприятными для девелоперов, у которых есть ресурсы для роста.

Во 2-м полугодии 2025 года спрос на недвижимость уже начал восстанавливаться на фоне снижения ключевой ставки и доходности депозитов. Мы полагаем, что некоторые россияне могут начать перекладывать свои сбережения в недвижимость, однако более явно этот тренд, скорее, проявится в 2026-27 годах. В целом мы ожидаем снижения объемов продаж в 2025 году приблизительно на 15–20% год к году, при этом в денежном выражении рынок жилья, согласно расчетам Strategy Partners, сократится всего на 7-8% (за счет роста цены квадратного метра) и составит 6,3 трлн рублей. Объем нового строительства в 2025 году останется близким к уровню 2024, но за счет сокращения запусков строек во 2-м полугодии можно ожидать начала уменьшения портфеля проектов на горизонте 2026-2027 гг. Это создает предпосылки для возникновения дисбаланса спроса и предложения через 1,5–2 года, дефицита и дальнейшего роста цен на недвижимость.

Объемы продаж жилья, тыс. кв. м



Объемы продаж жилья, млрд руб.



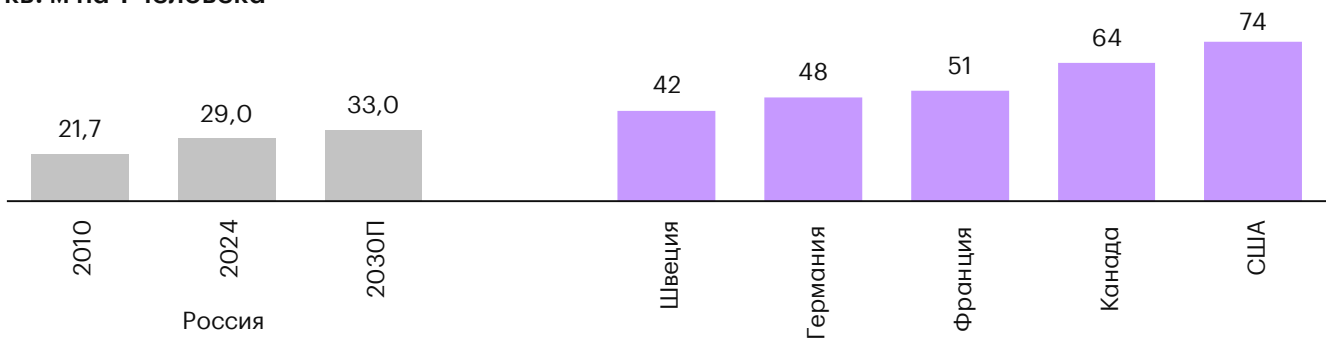
Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано. Источник: данные компаний, оценки и прогнозы АТОН

Рынок жилищного строительства

Рынок жилья является одним из ключевых секторов российской экономики и имеет огромное социальное значение для граждан страны. Его вклад в ВВП, согласно данным Росстата, [составляет 10%](#). По нашему мнению, в России сохраняется значительный неудовлетворенный спрос на улучшение жилищных условий, отражающий стремление россиян к более высокому качеству жизни. За последнее десятилетие обеспеченность россиян жильем заметно увеличилась (до 29 кв. м на человека с 22 кв. м в 2010 году), но по обеспеченности жильем на душу населения Россия по-прежнему отстает от многих развитых стран.

Согласно целевым показателям национального проекта [«Инфраструктура для жизни»](#), к 2030 году показатель обеспеченности жильем на человека должен вырасти до 33 кв. м. Чтобы его достичь, общий объем строительства в следующие пять лет (2026–2030 годы) должен составить около 600 млн кв. м, или 120 млн кв. м в год. Для сравнения, в предыдущем 5-летнем периоде (2021–2025 годы) общий объем строительства жилья составил 520 млн кв. м. Кроме того, около 67% жилой недвижимости в России (~4 млрд кв. м) построено до 1995 года, что обуславливает накопленную потребность в новом и современном жилье.

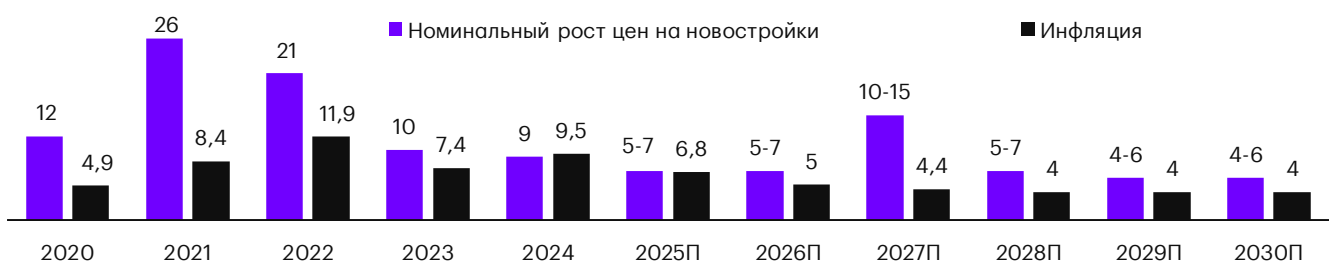
Обеспеченность жильем растет, но все еще ниже, чем в развитых странах, кв. м на 1 человека



В последние два десятилетия (2004–2024) цены на жилье в России, согласно данным Росстата, росли в среднем на 10,6% в год, что выше уровня инфляции за тот же период (8,0%). Начиная с 2020 года рост цен на недвижимость ускорился, в отдельные периоды превышая 20% год к году. Основными факторами роста цен послужили переход отрасли на эскроу-счета в 2019 г., запуск субсидированной ипотеки в 2020 г., ограниченный уровень предложения. Кроме того, россияне традиционно рассматривают покупку недвижимости не только как приобретение места для проживания, но и как привлекательную возможность для инвестиций и защитный актив в условиях геополитической неопределенности.

В условиях ограничений на инвестиции за пределами России вложения в недвижимость внутри страны рассматриваются как один из интересных инвестиционных инструментов. Рост ключевой ставки, повышение стоимости ипотеки до уровней выше 20% годовых и частичная отмена льготных программ частично сумели охладить спрос на недвижимость в 2024–2025 годах, однако даже в таких условиях средние цены на квадратный метр продолжили свой рост. В частности, согласно отчету [«Эксперт РА»](#), в 2024 году они выросли на 9% по сравнению с предыдущим годом, а в 2025 г. ожидается их рост еще на 5–7% год к году.

Изменения цен на рынке первичного жилья в России, % за период



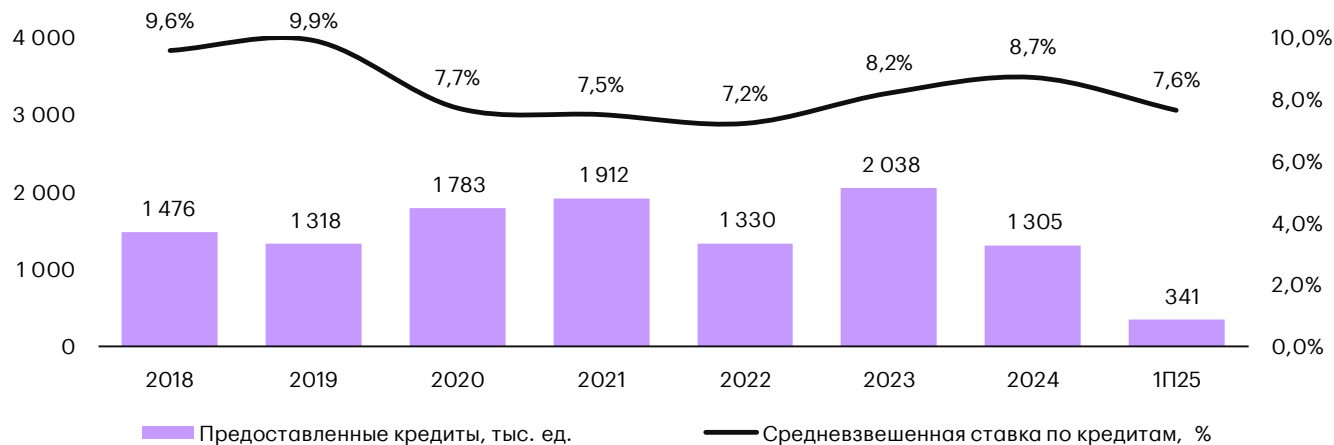
Источник: «ДОМ.РФ», ЦБ РФ, расчеты «ДОМ.РФ» на основе данных Росстата, Банка России, оценки и прогнозы АТОН

Объемы ипотечного рынка

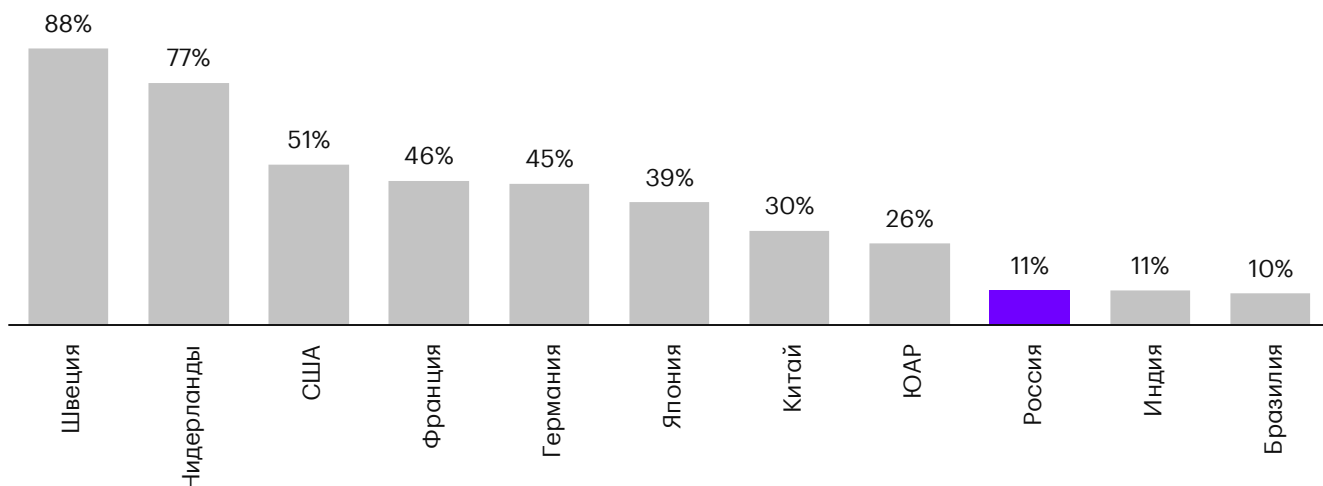
Ипотека остается главным драйвером развития жилищного рынка в России и демонстрирует высокий потенциал роста в долгосрочной перспективе. По итогам 2024 года объем ипотечного портфеля достиг 11% ВВП, что существенно ниже уровня развитых стран (от 40% во Франции до 80% и выше в Швеции и Великобритании). При этом доля ипотеки в портфеле розничных кредитов в России продолжает расти (с 38% в 2015 году до 55% на середину 2025 года)

Несмотря на ужесточение условий программ субсидируемой ипотеки, ее доля все еще остается высокой ([60% от общего объема выдач за 7 месяцев 2025 г.](#)). Высокая доля господдержки обусловлена некомфортным (по сути, заградительным) для рыночного жилищного кредитования уровнем ключевой ставки ЦБ (17% на сентябрь 2025). Программы с господдержкой, как ожидается, будут сохранять свою актуальность еще долгое время. Региональные ипотечные программы (сельская, дальневосточная, арктическая и пр.) также продолжают поддерживать спрос, помимо них действует и военная ипотека.

Общий объем выданных ипотечных кредитов, трлн руб.



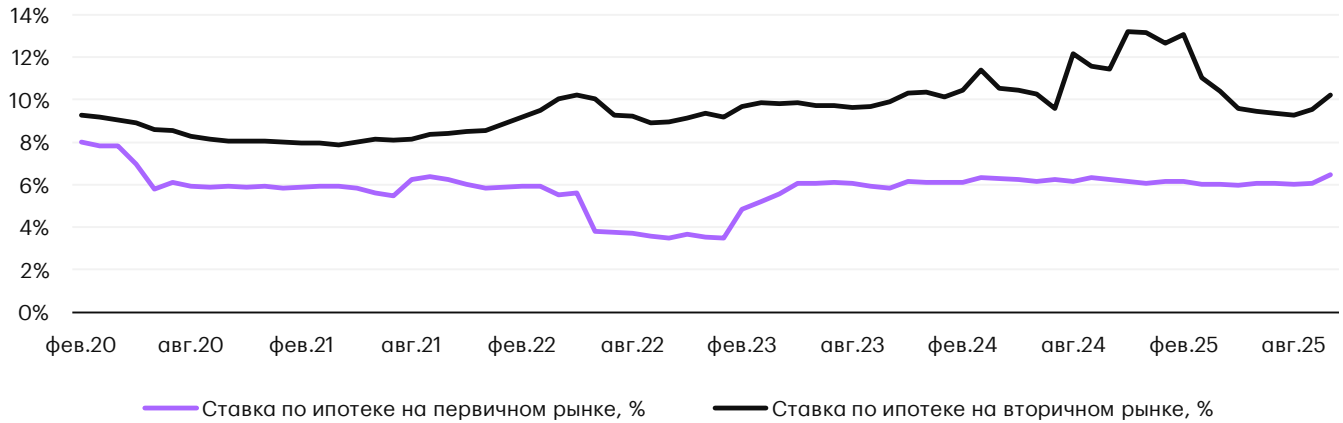
Доля ипотечного портфеля от ВВП, %



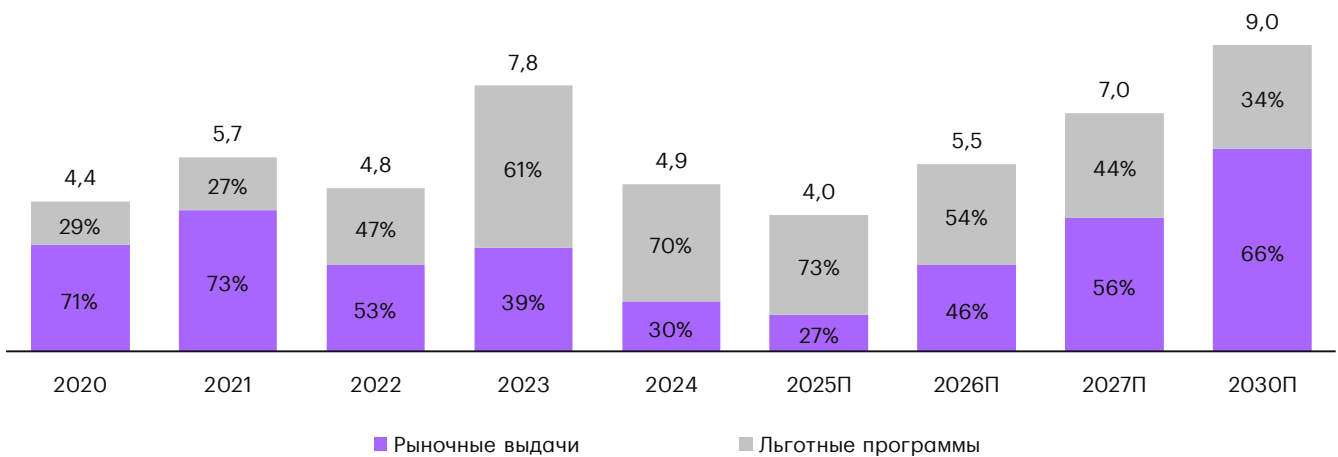
Источник: ДОМ.РФ, ЦБ РФ, Eurostat, Центральные банки и статистические ведомства стран

Ипотека в графиках

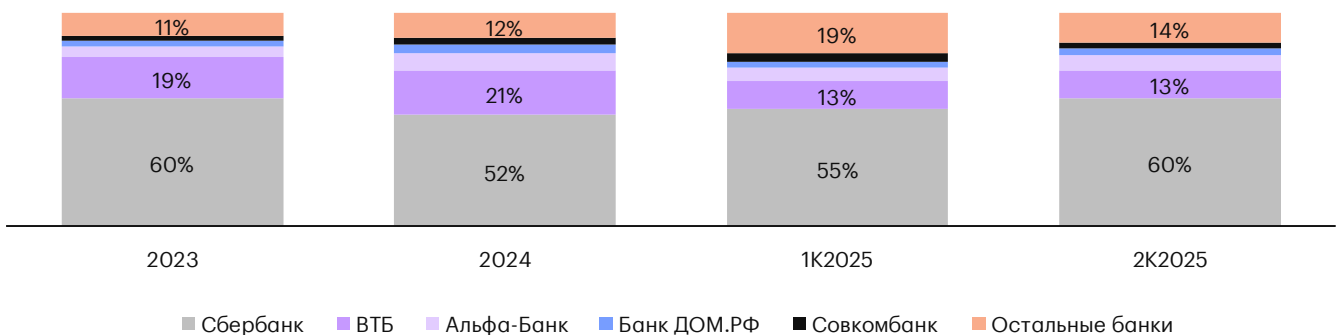
Средние ставки по ипотеке в России, %



Общий объем выданных ипотечных кредитов, трлн руб.



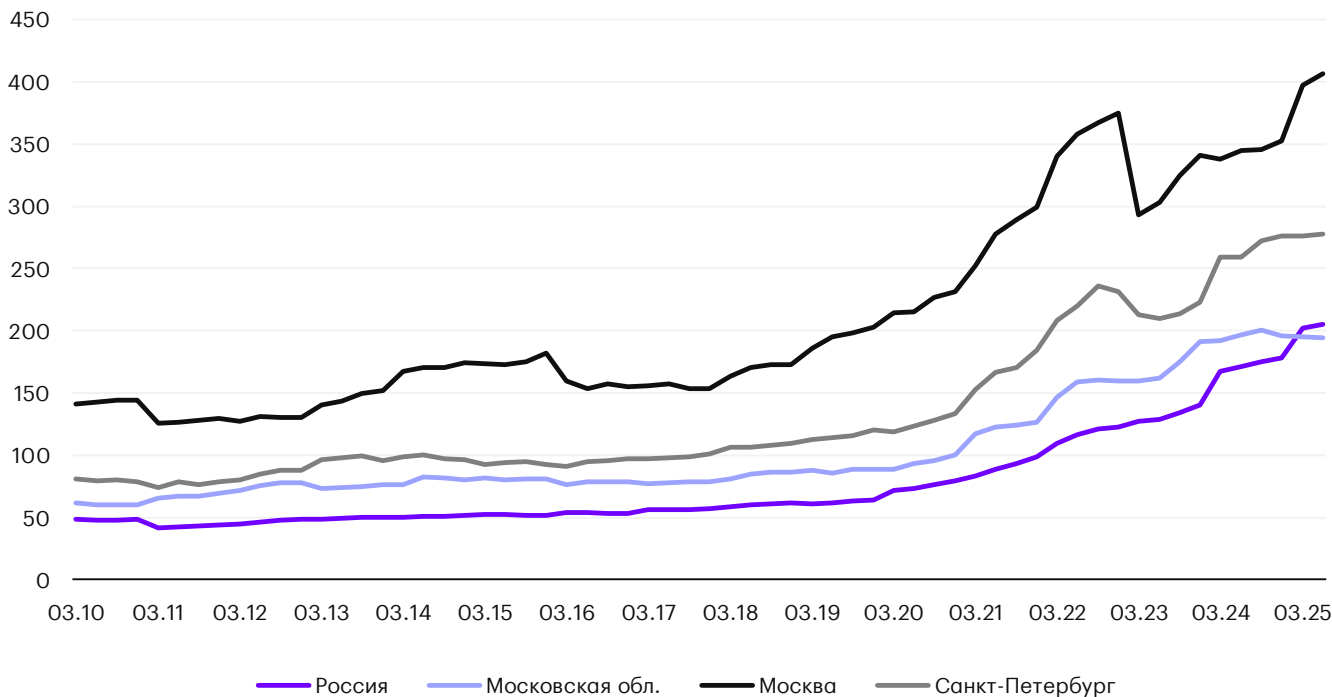
Доли банков в общем объеме выданных ипотек, %



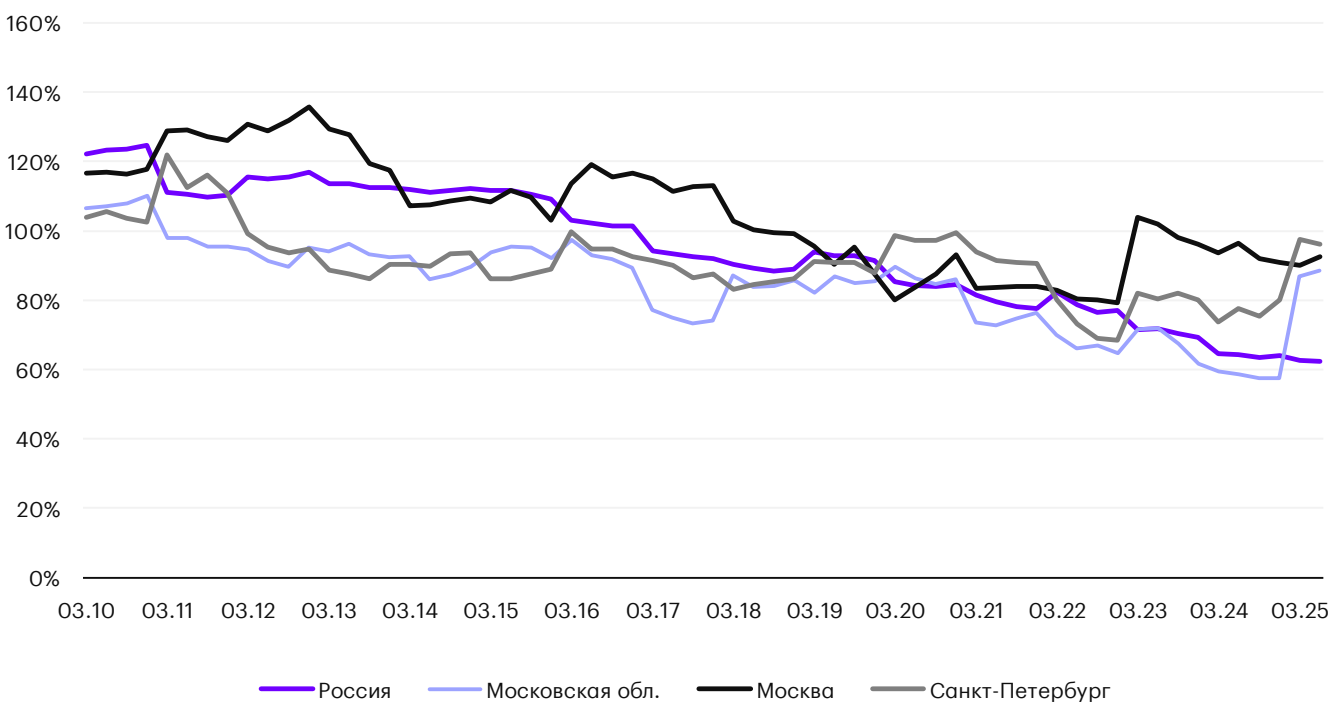
Источник: ДОМ.РФ, ЦБ РФ, Frank RG, оценки и прогнозы АТОН

Динамика стоимости жилья

Динамика стоимости жилья кв. м, тыс. руб.



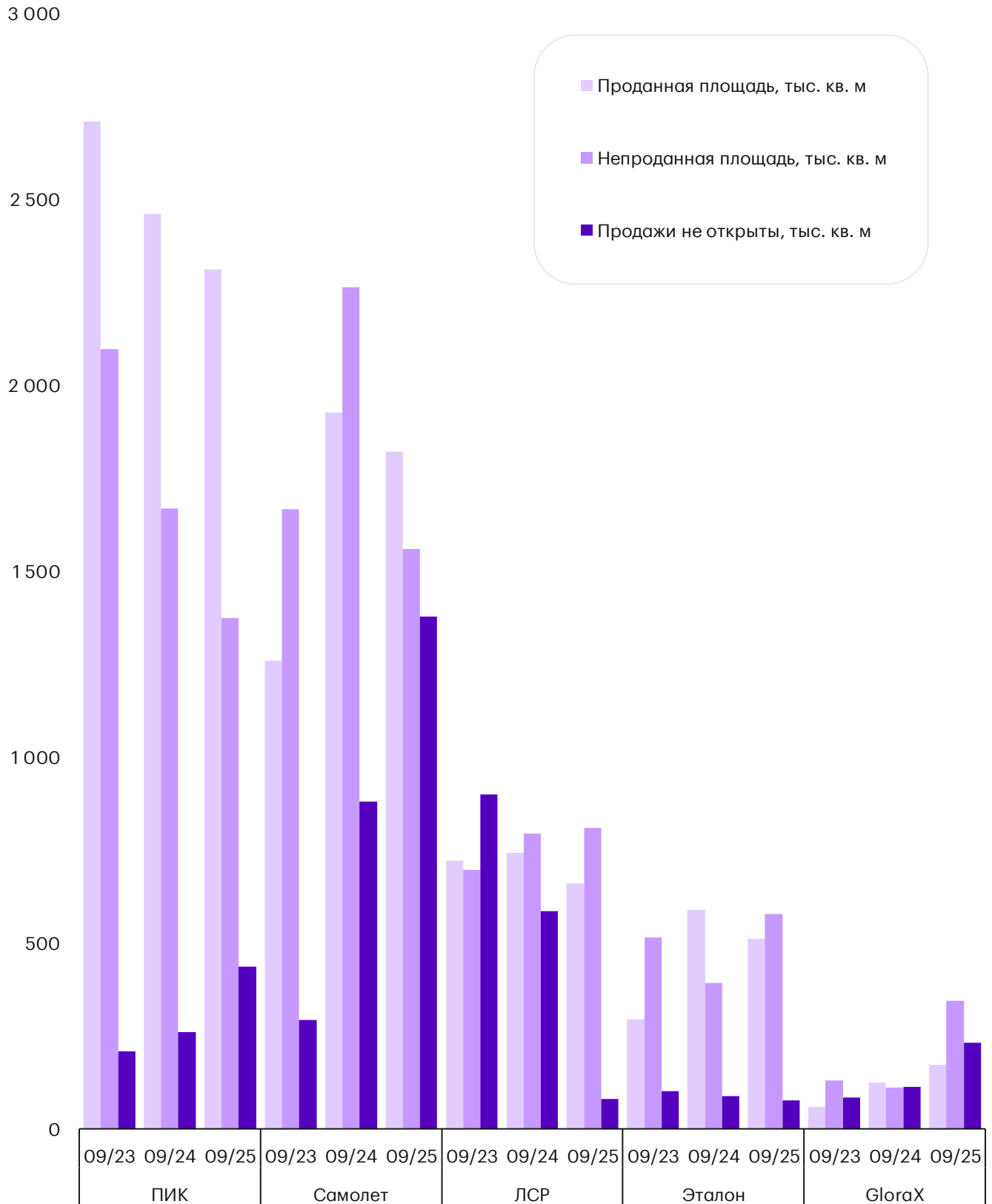
Отношение стоимости вторичного жилья к первичному, %



Источник: ЕМИСС, оценки и прогнозы АТОН

Объемы рынка недвижимости и строительства

Динамика объемов строительства публичных девелоперов, тыс. кв. м



Источник: данные «ДОМ.РФ»

GloraxВыше рынка; ЦЕЛЬ — 118 руб.⁽¹⁾**самолет**Выше рынка; ЦЕЛЬ — 1 200 руб.⁽¹⁾

Наше мнение

Glorax — быстрорастущий федеральный девелопер полного цикла с акцентом на масштабирование бизнеса в регионах. Компания управляет земельным банком свыше 5,4 млн кв. м, а рыночная стоимость портфеля недвижимости оценивается примерно в 125 млрд рублей. В 2026 году планируется ввод 320–350 тыс. кв. м жилья, а к 2030 году компания намерена выйти на уровень ввода около 1 млн кв. м в год. В октябре 2025 года Glorax провела IPO на Московской бирже и привлекла около 2,1 млрд рублей при капитализации порядка 18 млрд рублей с учетом дополнительной эмиссии акций. По мультипликатору EV/EBITDA на 2025-2026 годы наша оценка компании составляет 4,0x / 2,9x соответственно; считаем такие уровни дешевыми и привлекательными для инвестирования с учетом заявленных темпов роста и эффекта снижения ставок.

Драйверы роста

Мы видим несколько структурных драйверов, поддерживающих рост Glorax:

1. Недостаточная обеспеченность жильем в регионах и участие в проектах КРТ формируют базу для устойчивого масштабирования бизнеса вне столиц.
2. Смягчение ДКП (снижение ключевой ставки) и льготная ипотека (продление субсидируемых программ) повышают доступность «первички» и поддерживают темпы продаж.
3. При резком росте спроса на строительство возможно формирование дефицита жилья в новостройках, что приведет к росту цен; Glorax, активно развивающая региональные проекты, способна быстро конвертировать этот спрос в увеличение объемов продаж.

Наше мнение

ГК «Самолет» — один из крупнейших российских застройщиков жилья. По итогам 9 месяцев 2025 года объем продаж компании снизился на 10% год к году до 906,8 тыс. кв. м, но при этом в 3-м квартале 2025 года зафиксирован рост продаж на 54% год к году до 355 тыс. кв. м. Мы ожидаем, что по итогам 2025 года компания реализует около 1,3 млн кв. м жилья (на уровне результата прошлого года) и сохранит такой же объем продаж в 2026 году. Выручка компании по итогам 2025 года, по нашим прогнозам, составит около 340 млрд рублей, а EBITDA — около 100 млрд рублей. Одной из проблем компании является относительно высокий уровень долга, который мы оцениваем в 704 млрд рублей, а уровень чистого долга на конец 1-й половины 2025 года составлял 350 млрд рублей⁽²⁾, что предполагает коэффициент чистый долг/EBITDA на уровне 3,5x. Из-за высокой долговой нагрузки и некомфортных процентных ставок капитализация компании сильно снизилась в 2025 году. Кроме того, у компании огромный земельный банк, объем которого превышает 41 млн кв. м, и «Самолет» постепенно продает отдельные земельные участки с целью снижения долговой нагрузки.

Драйверы роста

1. Снижение ключевой ставки.
2. Хорошие операционные результаты за 4-й квартал 2025 года и в 2026 году.
3. Увеличение свободного денежного потока и снижение долговой нагрузки.

Мы присваиваем компании рейтинг «Выше рынка». Отмечаем при этом сохранение значительных рисков из-за высокой долговой нагрузки компании. Мы оцениваем наш рейтинг как спекулятивный.

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года

без учета потенциальных дивидендных выплат. (2) С учетом денежных средств на счетах эскроу.

Источник: данные компаний, «Интерфакс», оценки и прогнозы АТОН



Пересмотр

Наше мнение

ГК «ПИК» — один из крупнейших девелоперов массового жилья в России с высокой концентрацией бизнеса в Московском регионе. Компания демонстрирует устойчивую выручку, однако на прибыль продолжают давить снижение маржинальности и рост финансовых расходов; позитивным фактором остается чистая денежная позиция в размере 37,7 млрд рублей (включая средства на эскроу-счетах).

Осенью 2025 года компания объявила о планах провести обратный сплит акций и отказаться от дивидендной политики — оба решения существенно ухудшили бы уровень корпоративного управления. Впоследствии ПИК отказался от этих инициатив.

В целом, Группа ПИК может быть одной из наиболее перспективных компаний в секторе. Однако рост акций сдерживается низким уровнем информационной прозрачности и отсутствием дивидендных выплат. В этой связи наш рейтинг по акции остается на пересмотре.

Драйверы роста

1. Повышение прозрачности и возвращение к регулярной публикации операционных результатов.
2. Возобновление выплаты дивидендов.
3. Дальнейший рост спроса и цен на жильё в столичном регионе.



Пересмотр

Наше мнение

«Группа ЛСР» — один из крупнейших девелоперов России с вертикальной интеграцией и сильными позициями в Санкт-Петербурге, Москве и Екатеринбурге. Компания сохраняет устойчивость благодаря контролю себестоимости, однако динамика продаж в 2025 году остается умеренной: по итогам 9 месяцев объем новых контрактов снизился на 7% г/г, а проданных площадей — на 18% г/г. В 3-м квартале 2025 отмечается улучшение показателей по сравнению со 2-м кварталом, главным образом за счет активности в Санкт-Петербурге, однако по темпам роста группа уступает другим публичным застройщикам (ГК «Самолет», «Эталону», GloraX). По нашим оценкам, ЛСР торгуется на уровнях EV/EBITDA ~3,6x (2025) и ~2,5x (2026), что выглядит справедливо при текущем темпе восстановления.

Драйверы роста

Основным фактором восстановления для компании, как и для сектора в целом, остается оживление спроса на фоне снижения ключевой ставки и продления действия льготной ипотеки. Мы прогнозируем улучшение операционной динамики во 2-й половине 2025 и дальнейший рост в 2026 году, однако темпы роста остаются слабее, чем у основных публичных конкурентов. Существенных внутренних драйверов, которые могли бы ускорить развитие бизнеса, на данный момент не видим.



Пересмотр

Наше мнение

«Эталон» — крупный публичный девелопер федерального уровня с фокусом на Москву/Санкт-Петербург и усилением бизнес-/премиум-сегмента. Во 2-й половине 2025 ожидаем восстановления операционных показателей; при этом в 1-м полугодии компания уже продемонстрировала рост выручки и EBITDA, что свидетельствует о ее устойчивости на фоне сложной конъюнктуры. В то же время высокие финансовые расходы и разовые убытки давят на чистую прибыль и сохраняют неопределенность в сроках возврата к дивидендам. По нашим оценкам, бумаги торгуются на уровнях EV/EBITDA 2025 3,3x и EV/EBITDA 2026 2,8x — такие оценки воспринимаются как низкие на фоне остальных публичных девелоперов.

Драйверы роста

Основные драйверы роста Группы «Эталон»:

1. Восстановление спроса в секторе на фоне снижения ключевой ставки и господдержки ипотеки стимулирует рынок, но «Эталон» сможет выиграть от этой ситуации не больше, чем другие девелоперы.
2. Рост доли премиальных проектов повышает среднюю цену и маржу; увеличение премиум-сегмента снижает зависимость от ипотеки и рыночных условий, поддерживая относительно стабильный спрос.

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО "АТОН", наступление указанных событий не гарантировано.

(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат.

Источник: данные компаний, «Интерфакс», оценки и прогнозы АТОН

Фармацевтический сектор



Фармацевтический сектор: вектор на локализацию

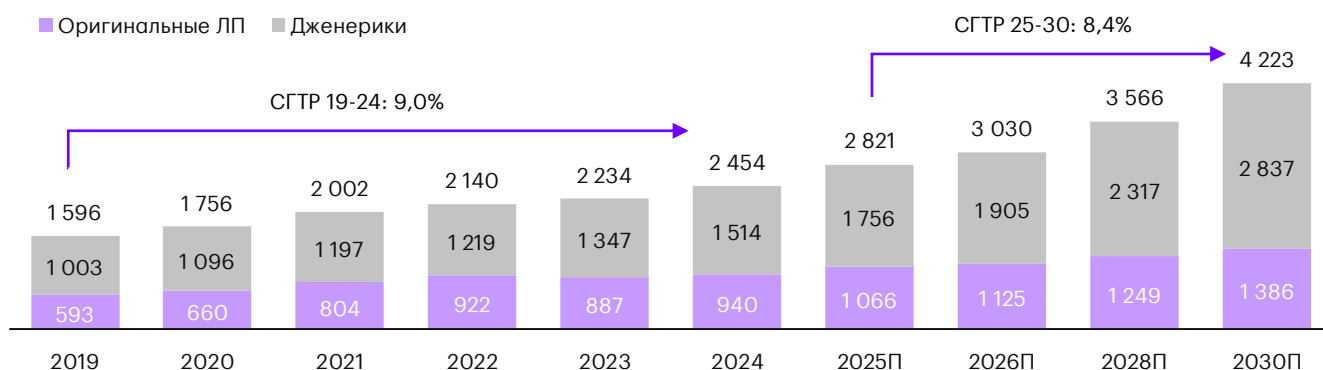
Структурный рост фармрынка в России определяется господдержкой и локализацией производства. Это смещает баланс от оригинальных препаратов в пользу дженериков и биосимиляров. По прогнозам DSM Group, до 2030 года российский рынок лекарственных препаратов будет демонстрировать устойчивый рост, в результате чего его совокупный объем увеличится до 4,2 трлн рублей с 2,5 трлн рублей в 2024 г. Основным драйвером роста — сегмент дженериков, ожидаемый среднегодовой темп роста (СГТР) которого составляет 11,0% до 2030 года, что выше ожидаемого СГТР рынка оригинальных лекарственных препаратов (6,7%). Опережающий рост дженериков обусловлен развитием локального производства и мерами государственной поддержки импортозамещения. При этом оригинальные препараты сохраняют важное значение в премиальном и госпитальном сегментах, однако их доля в общем объеме рынка будет постепенно снижаться с 38% в 2024 году до 33% в 2030.

Рынок биотехнологических препаратов также остается быстрорастущим сегментом фармсектора. К 2030 году, как ожидается, объем этого сегмента увеличится более чем в 2 раза с 353 млрд руб. до 736 млрд руб.

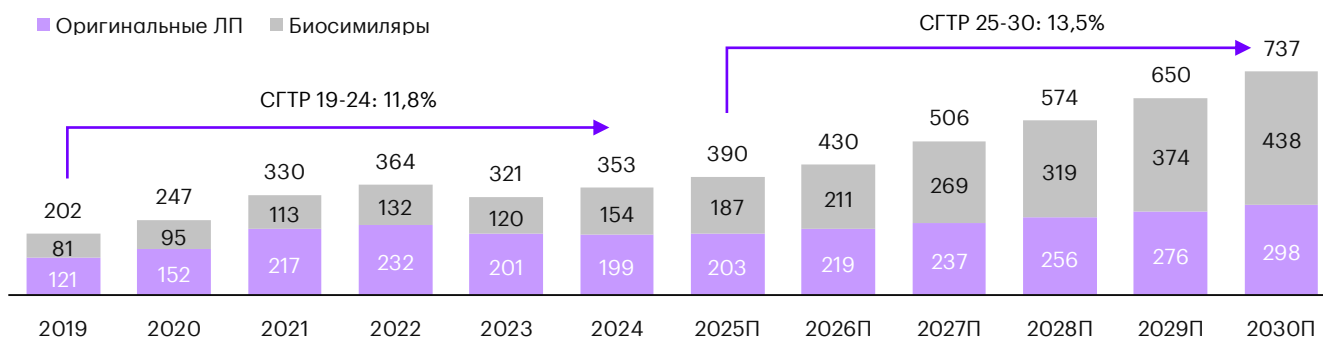
Основной источник роста — биосимиляры (СГТР 19,1% на горизонте 2025–2030), что значительно выше роста рынка оригинальных биотехнологических лекарственных препаратов (+7,0%). Биосимиляры играют важную роль в снижении стоимости терапии при сохранении клинической эффективности.

Госфинансирование остается важным драйвером роста фармацевтического рынка. В рамках государственной программы развития здравоохранения на 2025 год в бюджет было заложено 7,6 трлн рублей, в 2026 году объем средств увеличится до 8,1 трлн рублей (3,5% от ВВП), в 2027 году достигнет 8,7 трлн рублей (3,4% от ВВП), а в 2028 году на здравоохранение будет выделено 9,5 трлн рублей (3,4% от ВВП). Заложенная на 2025 год сумма расходов на здравоохранение в РФ — около 3,5% от ВВП против 11–17% в развитых странах — указывает на существенный потенциал наращивания финансирования, что поддерживает устойчивый спрос на лекарственные препараты и прогнозируемость выручки производителей и дистрибьюторов в на среднесрочном горизонте.

Объем рынка лекарственных препаратов, млрд руб.

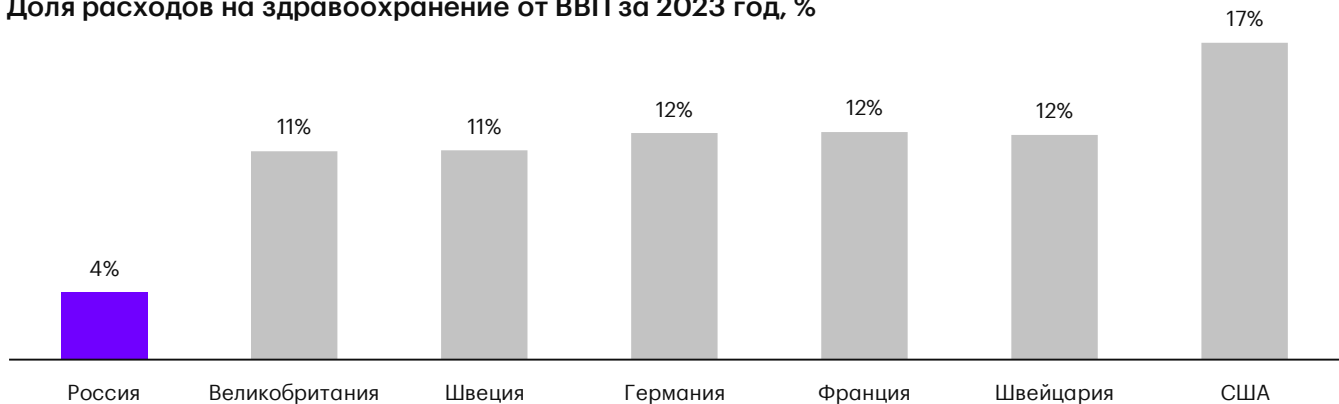


Объем рынка биотех-препаратов, млрд руб.



Источник: мониторинг фармацевтического рынка [DSM Group](#), министерство финансов РФ, данные «Альфа Ресерч и Маркетинг». Дженерики — это аналоги традиционных фармацевтических препаратов, имеющие тот же состав действующих веществ, что и у оригинального препарата. Биосимиляр — биологический лекарственный препарат, который содержит версию действующего вещества, зарегистрированного биологического оригинального препарата и для которого продемонстрировано сходство на основе сравнительных исследований с оригинальным препаратом по показателям качества

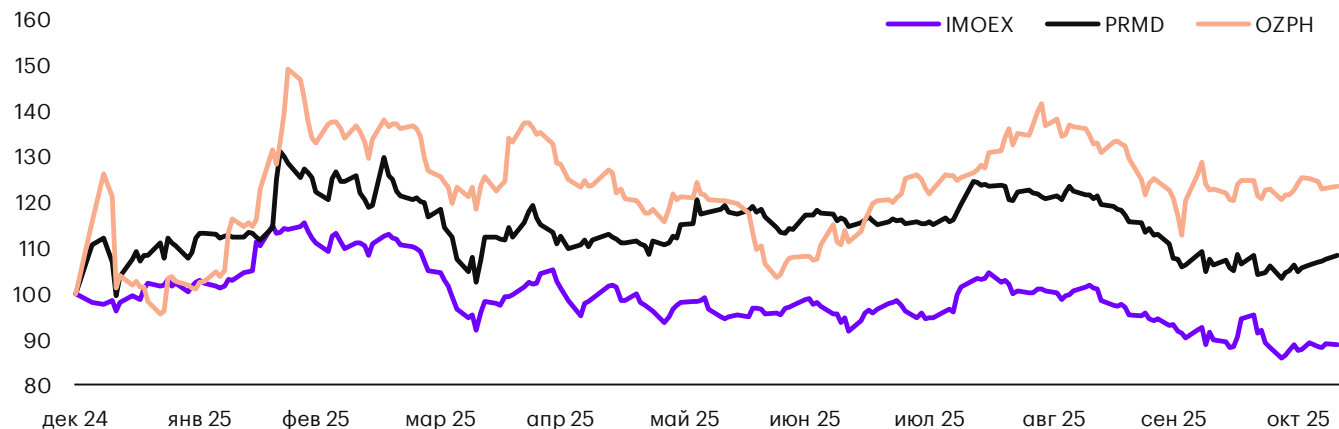
Доля расходов на здравоохранение от ВВП за 2023 год, %



На фоне снижения индекса Мосбиржи (IMOEX) с начала 2025 года акции фармацевтических компаний демонстрировали положительную динамику. В частности, бумаги «Озон Фармацевтики» (тикер: OZPH) показывали опережающую доходность по сравнению с индексом на фоне хороших финансовых результатов и невысокой рыночной оценки, а акции компании «Промомед» (тикер: PRMD) — на фоне высоких темпов роста выручки и запуска

новых препаратов. В целом на фоне общего снижения рынка сектор сохраняет устойчивость благодаря стабильному спросу и защитному характеру фармацевтического бизнеса. Фармацевтический сектор в целом отличается низкой чувствительностью к макроэкономической конъюнктуре, что обеспечивает устойчивый спрос на продукцию компании и стабильность финансовых результатов даже в условиях замедления экономики.

Сравнение динамики акций фармацевтического сектора и индекса Мосбиржи



Сравнительный анализ компаний фармацевтического сектора

Тикер	Рыночная кап-я, млрд руб.	EV, млрд руб.	P/E			EV/EBITDA			EBITDA	Рен-ть EBITDA
			2025П	2026П	2027П	2025П	2026П	2027П	СГТР 25-27	1П2025
PRMD	82	102	8,8x	5,5x	3,4x	6,4x	3,7x	2,6x	62%	34%
OZPH	59	69	10,1x	7,5x	5,5x	5,7x	4,6x	3,8x	24%	33%



Выше рынка; ЦЕЛЬ — 640 руб.⁽¹⁾



Нет рейтинга; ЦЕЛЬ — 73 руб.⁽¹⁾

Наше мнение

Выручка компании «Промомед» в 1-м полугодии 2025 года выросла на 82% г/г до 13,0 млрд рублей, существенно опередив динамику фармацевтического рынка (+15% г/г). Рост обеспечен запуском новых препаратов — Тирзетта®, Велгия® Эко, Апалутамид-Промомед и других. Показатель EBITDA компании увеличился на 91% год к году и достиг 4,4 млрд рублей при росте рентабельности по EBITDA на 2 п. п. до 34%. Скорректированная чистая прибыль компании удвоилась и достигла 1,4 млрд рублей. Чистый долг «Промомеда» составил 20,7 млрд рублей, при этом долговая нагрузка по коэффициенту «Чистый долг/EBITDA» снизилась до 2,0x против 2,5x годом ранее. Эти результаты совпадают с прогнозами компании и нашими ожиданиями.

Драйверы роста

Финансовые результаты компании подтверждают устойчивость бизнес-модели и потенциал ускорения во 2-м полугодии, которое традиционно является более сильным по сезонности.

Из-за высокой ключевой ставки и процентных платежей абсолютный размер чистой прибыли компании остается пока небольшим, однако мы также ожидаем ускорения ее роста во 2-м полугодии, в том числе благодаря снижению процентных ставок.

Мы сохраняем наши прогнозы на 2025 год без изменений, что подразумевает мультипликатор EV/EBITDA 2025П на уровне 6,3x.

Наше мнение

Выручка компании за 1-е полугодие 2025 года возросла на 16% год к году за счет увеличения объема продаж (+2% г/г) и росту средней цены упаковки (+14% г/г). Скорректированный показатель EBITDA увеличился на 7% г/г до 4,4 млрд рублей, однако рентабельность сократилась на 2,9 п. п. до 33% вследствие инфляционного давления на себестоимость. Темпы роста выручки оказались ниже годового ориентира (+25% г/г), но руководство компании подтвердило прогноз, отмечая уверенность в достижении целевых показателей. Стратегические приоритеты на 2025 год включают расширение продуктового портфеля, оптимизацию затрат для повышения маржинальности и поддержание низкой долговой нагрузки (1,0–1,5x по коэффициенту «Чистый долг/EBITDA»).

Драйверы роста

Ключевыми драйверами роста выступают расширение продуктового портфеля и повышение рентабельности по мере нормализации процентных ставок и дальнейшей оптимизации издержек.

Дополнительный импульс ожидается с вводом в эксплуатацию нового завода по производству онкологических препаратов и запуском продаж биосимиляров (реализация этих планов намечена на 2027 год), что позволит компании укрепить позиции в высокомаржинальном сегменте.

Представленная на странице информация является прогнозом аналитиков ООО «АТОН», наступление указанных событий не гарантировано.

(1) Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, целевая цена на конец 2026 года без учета потенциальных дивидендных выплат.

Источник: ежемесячный мониторинг фармацевтического рынка DSM Group, оценки и прогнозы АТОН

Глоссарий

ACWI	Глобальный индекс акций, который измеряет эффективность акций как на развитых, так и на развивающихся рынках
AISC	Совокупные денежные затраты
ARPC (ARPU)	Средняя выручка на одного клиента (пользователя)
B2B (Б2Б)	Бизнес-к-бизнесу: модель взаимодействия между компаниями
Brent	Эталонная марка (сорт) нефти, добываемой в Северном море
CAGR	Совокупный среднегодовой темп роста
COE	Стоимость капитала
DM	Развитые рынки
EBITDA	Объем прибыли до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и начисленной амортизации
EIA	Управление энергетической информации
EM	Развивающиеся рынки
EPS	Чистая прибыль на акцию
ERP	Премия за риск инвестирования в акции
Euroclear	Одна из двух клиринговых палат по ценным бумагам в еврозоне
EV	Показатель общей стоимости компании
EV/EBITDA	Стоимость бизнеса к EBITDA
fashion-ритейл	Сегмент розничной торговли одеждой, обувью и аксессуарами
FCFE	Свободный денежный поток, доступный для акционеров после выплаты процентов и изменений в долговых обязательствах
FCFF	Свободный денежный поток фирмы
FMCG	Товары повседневного спроса
Free-float	Доля акций, находящихся в свободном обращении
G7	Большая семерка
GMV	Объем продаж или оборот маркетплейса, проходящий через платформу
GPU	Графический процессор, используемый для вычислений
IaaS	Модель предоставления вычислительных ресурсов как сервиса

IAS	Международные стандарты по ведению бухгалтерского учета
IPO	Первичное публичное размещение акций
ISIN	Международный идентификационный код ценной бумаги
IT	Информационные технологии
LfL	Сопоставимые продажи: показатель, исключающий эффект открытия новых торговых точек
M&A	Сделки слияния и поглощения
MAU	Среднемесячное число активных пользователей
MICEX (IMOEX)	Индекс Московской биржи
MSCI	Группа индексов, рассчитываемых компанией MSCI
NASDAQ	Индекс технологических компаний США
NEV	Гибридные и электромобили
OIBDA	аналог EBITDA, применяемый телеком-компаниями; операционная прибыль до вычета расходов по выплате процентов, налогов, износа и начисленной амортизации
P/BV	Коэффициент Цена/Балансовая стоимость
P/E	Отношение рыночной капитализации компании к прибыли
P/FCFE	Отношение рыночной капитализации компании к свободному денежному потоку для акционеров
P/NAV	Коэффициент Цена/Величина чистых активов
P/S	Отношение рыночной капитализации компании к выручке
PaaS	Модель предоставления платформы для разработки и запуска приложений как сервиса
ROE	Рентабельность капитала
ROIC	Доходность на инвестированный капитал
RWA	Активы, взвешенные по риску
S&P 500	Индекс широкого рынка США
SPO	Вторичное публичное размещение акций
TCC	Общие денежные затраты
TMT	Технологии, Медиа, Телекоммуникации

TTF	Главный индикатор цен на природный газ в Европе
Urals	Российская марка экспортной нефтяной смеси
UST	Облигации, выпущенные Министерством финансов США
YTD	Период от начала года до текущей даты
АЗС	Автомобильная заправочная станция
АКИТ	Ассоциация компаний интернет-торговли
АКРА	Аналитическое кредитное рейтинговое агентство
АН	Антициклическая надбавка
барр.	Баррель
БСК	Буфер сохранения капитала
ВВП	Валовый внутренний продукт
ВИЭ	Возобновляемые источники энергии
ВСТО	Нефтепровод Восточная Сибирь – Тихий Океан
Вт/ч	Ватт в час
г/г	Год-к-году
ГК	Группа компаний
ГРЭС	Районная электростанция государственного образца
ДВС	Двигатель внутреннего сгорания
ДД	Дивидендная доходность
ДДУ	Договор долевого участия
Девелопер	Инвестор в строительство объекта с целью получения прибыли от продажи или сдачи в аренду
ДКП	Денежно-кредитная политика
ДКУ	Денежно-кредитные условия
долл. , USD	Доллар США
ДС	Денежные средства
Дюрация	Эффективный срок до погашения облигации
Еврокомиссия	Европейская комиссия

ЕС	Европейский союз
ж/д	Железнодорожный
ЗП	Заработная плата
ИБ	Информационная безопасность
ИИ (AI)	Искусственный интеллект
Индекс РТС	Индекс российской торговой системы
ИП	Индивидуальный предприниматель
ИПЦ	Индекс потребительских цен
ИТ	Информационные технологии
кв. м	Квадратный метр
кВт·ч	Киловатт-час
КС	Ключевая ставка
КО	Кредитная организация
куб. м	Кубический метр
Купон	Денежные выплаты держателям облигаций
Марж. скорр. EBITDA	Прибыльность продаж компании без учета затрат на проценты по кредитам, выплату налога на прибыль и амортизацию
Минпромторг	Министерство промышленности и торговли
Минэнерго	Министерство энергетики
млн	Миллион
млрд	Миллиард
Мосбиржа	Московская биржа
МПГ	Металлы платиновой группы
МСБУ 17	Старый стандарт, подразделяющий аренду на финансовую или операционную, которая не отражается на балансе и в составе процентных платежей
МСП	Малое и среднее предпринимательство
МСФО	Международные стандарты финансовой отчетности
МСФО 16	Новый международный стандарт, требующий учета аренды на балансе и расходов на аренду в составе процентных платежей

Мультипликатор	Коэффициент финансовых показателей и ее стоимости
МЭА	Международное энергетическое агентство
н. д.	Нет данных
Н1.0	Норматив достаточности капитала банка
Н20.0	Норматив достаточности капитала Группы
НДПИ	Налог на добычу полезных ископаемых
НДС	Налог на добавленную стоимость
НИОКР	Научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки
НПЗ	Нефтеперерабатывающий завод
НПЗ ТАНЕКО	Российское предприятие нефтеперерабатывающей отрасли, включающее строящийся комплекс нефтеперерабатывающих и нефтехимических заводов в городе Нижнекамске Республики Татарстан
ОПЕК	Организация стран-экспортеров нефти
ОПИФ	Открытый паевой инвестиционный фонд
ОС	Операционная система
ОФЗ	Облигация федерального займа
ОЭСР	Организация экономического сотрудничества и развития
п.п.	Процентный пункт
пкм	Пассажиро-километр
ПО	Программное обеспечение
Пут опцион	Производный инструмент финансового рынка, который дает держателю право продать актив по заранее определенной цене
Редомициляция	Смена юрисдикции компании с сохранением всех бизнес-структур и отношений
Рентабельность	Относительный показатель экономической эффективности
РЕПО	Вид сделки, при которой ценные бумаги продаются и одновременно заключается соглашение об их обратном выкупе по заранее оговоренной цене
РЖД	Российские железные дороги
Ритейлер	Компания, занимающаяся продажей различных товаров конечному потребителю
Росстат	Федеральная служба государственной статистики

РСБУ	Российские стандарты бухгалтерского учета
РСВ	Рынок на сутки вперед
руб.	Рубль РФ
РФ	Российская Федерация
СВО	Специальная военная операция
СГТП/СГТР	Среднегодовой темп прироста
СЗКО	Системно значимые кредитные организации
Скорр.	Сокращение от «скорректированный» — показатель, очищенный от разовых факторов
СПГ	Сжиженный природный газ
Спред	Разница между какими-либо численными финансовыми значениями
СУБД	Средства управления базами данных
сут.	Сутки
СЧА	Стоимость чистых активов
США	Соединенные Штаты Америки
т	Тонна
т·км	Тонно-километр
Телекомы	Компании, предоставляющие услуги сотовой связи для своих абонентов
Технологический стек / Стек	Совокупность технологий, программных инструментов и инфраструктурных решений, используемых компанией
Тикер (ISIN)	Краткое название котируемого инструмента на бирже
трлн	Триллион
ТС	Транспортное средство
тыс.	Тысяча
унц	Унций
ФАС	Федеральная антимонопольная служба
ФЗ	Федеральный закон

Финтех	Финансовые технологии
Флоатер	Облигация с переменным купоном
ФНБ	Фонд национального благосостояния России
Форвардный мультипликатор	Мультипликатор на основе прогнозных финансовых показателей
ФРС	Федеральная резервная система
ФШПД	Фиксированный широкополосный доступ в интернет
ХМАО	Ханты-Мансийский автономный округ
ЦБ	Банк России — центральный банк страны
ЦБ РФ	Центральный Банк России
ЦОД	Центр обработки данных
ЧД (Net Debt) / EBITDA	Отношение чистого долга к EBITDA
ЧП	Чистая прибыль

СПИСОК ЭМИТЕНТОВ

Публичное акционерное общество «Газпром»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=934>, тикер GAZP RX

Публичное акционерное общество «НОВАТЭК»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=225>, тикер NVTK RX

Публичное акционерное общество «Татнефть» имени В. Д. Шашина: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=118>, тикер TATN RX, TATNP RX

Публичное акционерное общество «НК «Роснефть»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=6505>, тикер ROSN RX

Публичное акционерное общество «ЛУКОЙЛ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=17>, LKOH RX

Публичное акционерное общество «Газпром нефть»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=347>, SIBN RX

Публичное акционерное общество «Транснефть»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=636&attempt=2>, TRNFP RX

Публичное акционерное общество «Магнитогорский металлургический комбинат»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=9>, тикер MAGN RX

Публичное акционерное общество «Северсталь»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=30>, тикер CHMF RX

Публичное акционерное общество «Новолипецкий металлургический комбинат»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=2509>, тикер NLMK RX

Публичное акционерное общество «Полюс»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7832>, тикер PLZL RX

Публичное акционерное общество "Южуралзолото Группа Компаний": <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11794>, тикер UGLD RX

Публичное акционерное общество «Селигдар»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=12557>, тикер SELG RX

Акционерная компания «АЛРОСА» (публичное акционерное общество): <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=199>, тикер ALRS RX

Публичное акционерное общество «Горно-металлургическая компания «Норильский никель»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=564>, тикер GMKN RX

Международная компания публичное акционерное общество «Объединенная Компания «РУСАЛ»»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38288>, тикер RUAL RX

Международная компания публичное акционерное общество «ЭН+ ГРУП»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37955>, тикер ENPG RX

Публичное акционерное общество «ФосАгро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=573>, тикер PHOR RX

Публичное акционерное общество «Трубная Металлургическая Компания»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=274>, тикер TRMK RX

Публичное акционерное общество «Мечел»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1942>, тикер MTLR RX

Публичное акционерное общество "Распадская": <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=942>, тикер RASP RX

Публичное акционерное общество «Интер ПАО ЕЭС»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=12213>, тикер IRAO RX

Публичное акционерное общество «Федеральная гидрогенерирующая компания – РусГидро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=8580>, тикер HYDR RX

Публичное акционерное общество «Юнипро»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7878> тикер UPRO RX

Публичное акционерное общество «Сбербанк России»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3043>, тикер SBER RX, SBERP RX

Публичное акционерное общество «Московская Биржа ММББ-ПТС»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=43>, тикер MOEX RX

Публичное акционерное общество «Банк ВТБ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1210> тикер VTBR RX

Международная компания публичное акционерное общество «Т-Технологии»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39055>, тикер TRX RX

Публичное акционерное общество «Группа Ренессанс Страхование»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37468> тикер RENI RX

Публичное акционерное общество «Московский Кредитный Банк» : <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=202> тикер CBOM RX

Публичное акционерное общество «Совкомбанк»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=30052> тикер SVCB RX

ПУБЛИЧНОЕ АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО "БАНК "САНКТ-ПЕТЕРБУРГ": <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=3935>, тикер BSPB

Публичное акционерное общество «Лизинговая компания «Европлан»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37082>, тикер LEAS RX

Публичное акционерное общество «МТС-Банк»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1285>, тикер MBNK RX

Публичное акционерное общество «Современный коммерческий флот»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=11967>, тикер FLOT RX

Публичное акционерное общество «Дальневосточное морское пароходство»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=83> тикер FESH RX

Публичное акционерное общество «ВУШ Холдинг»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38772> тикер WUSH RX

Публичное акционерное общество «Аэрофлот-российские авиалинии»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=1480> тикер AFLT RX

Публичное акционерное общество «Каршеринг Руссия»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38653>, тикер DELI RX

Публичное акционерное общество «Группа компаний «Самолет»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=36419>, тикер SMLT RX

Публичное акционерное общество «ПИК-Специализированный застройщик»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=44> тикер PIKK RX

Международная компания публичное акционерное общество «Эталон Груп»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38096> тикер ETLN RX

Публичное акционерное общество «Группа ЛСР»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=4834> тикер LSRG RX

Публичное акционерное общество «ГЛОПАКС»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38535> тикер GLRX RX

Международная компания публичное акционерное общество «Яндекс»: <https://yandex.e-disclosure.ru/>, тикер YDEX RX

Международная компания публичное акционерное общество «ВК»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38965>, тикер VKCO RX

Международная компания публичное акционерное общество «Озон»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39583>, тикер OZON RX

Международная компания публичное акционерное общество «Хэдхантер»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39017>, тикер HEAD RX

Международная компания публичное акционерное общество «Циан Технолоджи Лтд»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39286>, тикер CNRU RX

Публичное акционерное общество «Группа Астра»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38906>, тикер ASTR RX

Публичное акционерное общество «Диасофт»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38975>, тикер DIAS RX

Акционерное общество «Позитив Технолоджиз»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38196>, тикер POSI

Публичное акционерное общество «Софтлайн»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37065>, тикер SOFL

Публичное акционерное общество «Группа Аренадата»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39154>, тикер DATA

Публичное акционерное общество «Мобильные ТелеСистемы»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=236>, тикер MTSS RX

Публичное акционерное общество «Ростелеком»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=141>, тикер RTKM RX

Публичное акционерное общество «Корпоративный центр ИКС 5»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39008>, тикер X5 RX

Публичное акционерное общество «Магнит»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=7671>, тикер MGNT RX

Международная компания публичное акционерное общество «Лента»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38380>, тикер LENT RX

Общество с ограниченной ответственностью «О'КЕЙ»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=31516>, тикер OKEY RX

Публичное акционерное общество «Фикс Прайс»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39347>, тикер FIXR RX

Публичное акционерное общество «Хэндерсон Фэшн Груп»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38967>, тикер HNFG RX

Международная компания публичное акционерное общество «МД Медикал Груп Инвестментс»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39129>, тикер MDMG RX

Публичное акционерное общество «Акционерная финансовая корпорация «Система»: <https://e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=4772>, тикер AFKS RX

Публичное акционерное общество «Озон Фармацевтика»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=39126>, тикер OZPH

Публичное акционерное общество «ПРОМОМЕД»: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=38533>, тикер PRMD RX

Эксперты

Аналитический департамент АТОН



Виктор Дима

Руководитель департамента анализа рынка акций
Потребительский сектор, телекомы, ИТ

+7 (495) 213-03-44
victor.dima@aton.ru



Андрей Лобазов

Нефть и газ, металлы и добыча

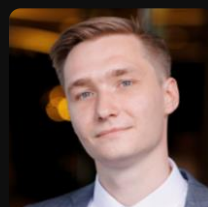
+7 (495) 213-03-37
andrey.lobazov@aton.ru



Михаил Ганелин

Финансы, фармацевтика, недвижимость, транспорт

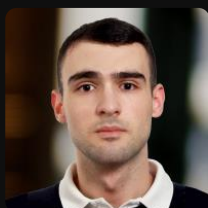
+7 (495) 213-03-38
mikhail.ganelin@aton.ru



Михаил Виноградов

Потребительский сектор, телекомы, ИТ

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3651)
mikhail.vinogradov@aton.ru



Артур Карапетян

Финансы, фармацевтика, недвижимость, транспорт

+7 (495) 777 66 77 (доб. 2906)
artur.karapetian@aton.ru



Артем Гидзенко

Потребительский сектор, телекомы, ИТ

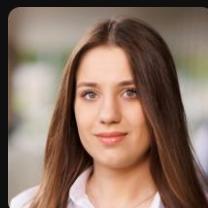
+7 (495) 777-66-77 (доб. 7359)
artem.gidzenko@aton.ru



Георгий Корольков

Нефть и газ, металлы и добыча, электроэнергетика

+7 (495) 777 66 77 (доб. 6812)
georgy.korolkov@aton.ru



Мария Борщева

Нефть и газ, металлы и добыча, электроэнергетика

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3649)
maria.fedorova@aton.ru

Эксперты

Департамент аналитики по стратегии АТОН



Александр Кудрин

Главный стратег

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3629)
alexander.kudrin@aton.ru



Алексей Товстогань

Долговые инструменты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3664)
aleksey.tovstogan@aton.ru



Тимур Пугоев

Долговые инструменты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3677)
timur.pugoev@aton.ru

Департамент продаж институциональным клиентам АТОН



Дмитрий Ансимов

Директор департамента

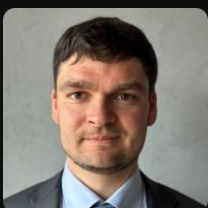
+7 (495) 777-66-77 (доб. 3668)
dmitrii.ansimov@aton.ru



Евгений Русских

Специальные проекты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 3632)
evgeny.russkikh@aton.ru



Михаил Лызиков

Продажи, рынок акций

+7 (495) 777-66-77 (доб. 6747)
mikhail.lyzиков@aton.ru

Эксперты

Департамент продаж долговых инструментов АТОН



Михаил Авербах

Директор департамента

+7 (495) 777-66-77 (доб. 2318)
mikhail.averbakh@aton.ru



Максим Бевза

Продажи, долговые инструменты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 2322)
maxim.bevza@aton.ru



Павел Денисов

Продажи, долговые инструменты

+7 (495) 777-66-77 (доб. 2308)
pavel.denisov@aton.ru



Артур Геворкян

Продажи, долговые инструменты

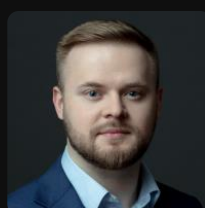
+7 (495) 777-66-77 (доб. 2317)
artur.gevorkyan@aton.ru



Семен Гавриленко

Продажи, долговые инструменты

+7 (495) 777-66-77
semen.gavrilenko@aton.ru



Евгений Дорофеев

Рынки долгового капитала

+7 (495) 777-66-77 (доб. 7461)
evgeny.dorofeev@aton.ru

Экспертиза, проверенная временем

Мы регулярно выпускаем аналитику в разных форматах, которая помогает инвесторам принимать взвешенные решения и действовать уверенно даже в турбулентные времена.



Вы можете на нее подписаться
и инвестировать с опорой на опыт
профессионалов.

Раскрытие информации

Ставки вознаграждения ООО «АТОН» за оказание услуг в связи с операциями на финансовых рынках, услуг депозитария, а также перечень подлежащих возмещению клиентом расходов в связи с оказанием ему услуг на финансовых рынках и услуг депозитария, приведены в Приложении №23 к Регламенту оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг и Приложении №19 к Условиям осуществления депозитарной деятельности ООО «АТОН» и доступны для ознакомления на сайте ООО «АТОН» в сети Интернет: <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

В случае если Актив торгуется на биржевом и внебиржевом рынках, держатель может его продать по текущим рыночным ценам. В случае если Актив ограничен в обороте, с информацией о порядке возврата денежных средств можно ознакомиться в документах, регламентирующих порядок выпуска такого Актива (эмиссионных документах). Более подробные условия необходимо уточнять у брокера.

Представленная информация содержит результаты исследований, прогнозов и оценок в отношении рассматриваемых финансовых инструментов и не является предложением описываемого финансового инструмента.

Данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюта, в т. ч. цифровая не являются банковским депозитом, связанные с ним риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюту в т. ч. цифровую не гарантированы государством.

Настоящий материал предназначен для широкого распространения и не является адресованной для ограниченной группы лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Все получатели данного материала являются как квалифицированными инвесторами в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями, или лицами с высоким уровнем собственного капитала, так и иными лицами, которым данный материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуются «указанными получателями материала»). Данный материал может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен не только указанным получателям материала и имеет отношение не только к указанным получателям материала, но и к иным лицам.

Активы, описанные в настоящем материале, могут не подходить лицам, которые ознакомились с таким материалом. Рекомендуем не полагаться исключительно на информацию в настоящем материале, а сделать свою собственную оценку соответствующих рисков и привлечь, при необходимости, независимых экспертов. Составитель и распространитель материала не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия решений в отношении Активов, представленных в настоящем материале.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ООО «АТОН» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации.

Настоящий материал может содержать информацию о финансовых инструментах, при распространении которых возникает конфликт интересов. При урегулировании возникающих конфликтов интересов ООО «АТОН» руководствуется интересами своих клиентов. Более подробную информацию о мерах, предпринимаемых в отношении конфликтов интересов, можно найти в Политике управления конфликтом интересов, размещенной на официальном сайте ООО «АТОН» <https://www.aton.ru/info-disclosure/>.

ООО «АТОН» (ИНН 7702015515), место нахождения: 115035, Россия, Москва, Овчинниковская наб., д. 20 стр. 1, 11 этаж, офис №39, осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам.

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

ООО «АТОН» является участником торгов ПАО «Московская Биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская биржа».

Информация, связанная с деятельностью ООО «АТОН», публикуется в сети Интернет по адресу: <http://www.aton.ru/>. На указанном сайте также размещены актуальные на каждый момент времени условия предоставления брокерских и иных услуг. Изменение условий производится ООО «АТОН» в одностороннем порядке.

Адрес электронной почты для направления обращений: clients@aton.ru

Порядок направления обращений (жалоб) указан на страницах регулирующих органов в сети Интернет.

Наименование и контакты регулирующего органа:

- Центральный банк Российской Федерации <https://www.cbr.ru/>

- Национальная ассоциация участников фондового рынка (СРО НАУФОР) <https://www.naufor.ru/>

ООО «УК «Атон-менеджмент» – Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Атон-менеджмент» (Лицензия ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00047 от 28 февраля 2001 года. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 177-10021001000 (выдана 13.03.2007 ФСФР России)).

Получить подробную информацию о Фондах и ознакомиться с Правилами доверительного управления Фондами, а также с иными документами, предусмотренными Федеральным законом от 29.11.2001 N 156-ФЗ "Об инвестиционных фондах" можно по адресу: 115054, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Замоскворечье, пл Павелецкая, д. 2, стр. 2, тел. (495) 510 15 15 Адрес в Internet: <http://www.am-aton.ru>.

Всякое упоминание в тексте информационного материала БПИФ «АТОН — Накопительный в рублях», фонд «АТОН — Накопительный в рублях», «АТОН — Накопительный в рублях» подразумевает ссылку на Биржевой паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «АТОН — Накопительный в рублях» под управлением Общества с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Атон-менеджмент» (Правила фонда зарегистрированы Банком России за № 5936 от 21 декабря 2023 года).

Доходность БПИФ «АТОН — Накопительный в рублях» по состоянию на 30.06.2025: за 1 мес. 1,38%, за 3 мес. 4,34%, за 6 мес. 9,68%, за 1 год 21,50%, за 3 года —, за 5 лет —.

Раскрытие информации

Настоящий материал подготовлен аналитиками ООО «АТОН». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо финансового инструмента/цифрового финансового актива/валюты, в т. ч. цифровой (далее совместно – Активы, а по отдельности Актив) или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/Актива. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с ним, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Содержащаяся в материале информация, была получена из различных открытых источников, которые, как мы полагаем, являются надежными, однако мы не можем гарантировать и не гарантируем точности, достоверности, актуальности или полноты данной информации. Данная информация не основана на конкретных обстоятельствах, связанных с получателем материала. Данная информация не является исчерпывающим изложением актуальных событий финансового или коммерческого характера и не может быть использована в таком качестве. Описываемые в данном отчете Активы могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Выпуск, учет и обращение цифровых финансовых активов/цифровой валюты может осуществляться исключительно в соответствии с действующим законодательством, и торговля этими инструментами считается рискованной.

Ряд Активов в том числе производные финансовые инструменты (опционы, фьючерсы и т.д.) не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций подвержена влиянию множества факторов и может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций как в части, так и полностью. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с не ликвидностью рынка Активов или отсутствием вторичного рынка (интереса инвестора), и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные Активы подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, способных самостоятельно оценивать риски инвестирования в сложные, высоко рискованные продукты, цифровые финансовые активы, цифровую валюту и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в денежные средства или иные ликвидные активы. Номинированные в иностранной валюте Активы подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками.

Инвестиции в Активы на развивающихся рынках, равно как и в цифровые финансовые активы, цифровую валюту имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное исследование.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является инвестиционно-аналитическим продуктом. При создании данного документа были приложены разумные усилия для получения информации из надежных источников, при этом не может быть гарантировано, что информация или оценки, содержащиеся в настоящем материале, являются достоверными, точными или полными. Он был подготовлен со всей осторожностью, соблюдаемой для обеспечения точности изложения фактов, и ни в целом, ни частично не содержит намеренно неверно изложенной информации. Выпуск и распространение отчета и иной информации в отношении Активов в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного отчета в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель настоящего материала. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства о финансовых инструментах/цифровых финансовых активах/цифровой валюте такой юрисдикции. Настоящий материал не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестирование в Активы сопряжено с рисками. Перед принятием решения обязательно ознакомьтесь с Декларацией о рисках.
<https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

Ставки вознаграждения ООО «АТОН» за оказание услуг в связи с операциями на финансовых рынках, услуг депозитария, а также перечень подлежащих возмещению клиентом расходов в связи с оказанием ему услуг на финансовых рынках и услуг депозитария, приведены в Приложении №23 к Регламенту оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг и Приложении №19 к Условиям осуществления депозитарной деятельности ООО «АТОН» и доступны для ознакомления на сайте ООО «АТОН» в сети «Интернет»:
<https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

В случае если Актив торгуется на биржевом и внебиржевом рынках, держатель может его продать по текущим рыночным ценам. В случае если Актив ограничен в обороте, с информацией о порядке возврата денежных средств можно ознакомиться в документах, регламентирующих порядок выпуска такого Актива (эмиссионных документах). Более подробные условия необходимо уточнять у брокера.

Представленная информация содержит результаты исследований, прогнозов и

оценок в отношении рассматриваемых финансовых инструментов и не является предложением описываемого финансового инструмента.

Данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюта, в т. ч. цифровая не являются банковским депозитом, связанные с ним риски не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках Российской Федерации». Возврат инвестиций и доходность вложений в данный финансовый инструмент/цифровой финансовый актив/ валюту в т. ч. цифровую не гарантированы государством.

Настоящий материал предназначен для широкого распространения и не является адресованной для ограниченной группы лиц рекламой ценных бумаг или соответствующих финансовых инструментов. Все получатели данного материала являются как квалифицированными инвесторами в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», лицами, обладающими профессиональным опытом в вопросах, связанных с инвестициями, или лицами с высоким уровнем собственного капитала, так и иными лицами, которым данный материал может быть адресован на законных основаниях (все перечисленные категории лиц далее именуются «указанными получателями материала»).

Данный материал может быть использован лицами, которые не являются указанными получателями материала. Любой вид инвестиций или инвестиционной деятельности, о котором говорится в данном материале, доступен не только указанным получателям материала и имеет отношение не только к указанным получателям материала, но и к иным лицам.

Активы, описанные в настоящем материале, могут не подходить лицам, которые ознакомились с таким материалом. Рекомендуем не полагаться исключительно на информацию в настоящем материале, а сделать свою собственную оценку соответствующих рисков и привлечь, при необходимости, независимых экспертов. Составитель и распространитель материала не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия решений в отношении Активов, представленных в настоящем материале.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ООО «АТОН» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации.

Настоящий материал может содержать информацию о финансовых инструментах, при распространении которых возникает конфликт интересов. При урегулировании возникающих конфликтов интересов ООО «АТОН» руководствуется интересами своих клиентов. Более подробную информацию о мерах, предпринимаемых в отношении конфликтов интересов, можно найти в Политике управления конфликтом интересов, размещенной на официальном сайте ООО «АТОН» <https://www.aton.ru/info-disclosure/>.

Перед подачей поручения рекомендуем ознакомиться с информационными документами о финансовых инструментах, размещенными по адресу: <https://www.aton.ru/info-disclosure/>.
ООО «АТОН» (ИНН 7702015515), место нахождения: 115035, Россия, Москва, Овчинниковская наб., д. 20 стр. 1, 11 этаж, офис №39, осуществляет свою деятельность на рынке ценных бумаг в соответствии со следующими лицензиями:

- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №177-02896-100000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №177-03006-010000 от 27 ноября 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам
- профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности №177-04357-000100 от 27 декабря 2000 г. Выдана Федеральной службой по финансовым рынкам.

ООО «АТОН» внесено в Единый реестр инвестиционных советников – номер записи 25.

ООО «АТОН» является участником торгов ПАО «Московская Биржа» и ПАО «Санкт-Петербургская Биржа».

Информация, связанная с деятельностью ООО «АТОН», публикуется в сети Интернет по адресу: <http://www.aton.ru/>. На указанном сайте также размещены актуальные на каждый момент времени условия предоставления брокерских и иных услуг. Изменение условий производится ООО «АТОН» в одностороннем порядке.

Адрес электронной почты для направления обращений: clients@aton.ru
Порядок направления обращений (жалоб) указан на страницах регулирующих органов в сети Интернет.

Наименование и контакты регулирующего органа:

- Центральный банк Российской Федерации <https://www.cbr.ru/>
- Национальная ассоциация участников фондового рынка (СРО НАУФОР) <https://www.naufor.ru/>

Всякое упоминание по тексту презентации УК «Атон-менеджмент»; Управляющая компания «Атон-менеджмент»; «Атон-менеджмент»; АТОН управление активами подразумевает ссылку на Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Атон-менеджмент»: Лицензия по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами» № 21-000-1-00047 (выдана 28.02.2001 ФСФР России). Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами» № 177-10021001000 (выдана 13.03.2007 ФСФР России).

Информация, связанная с деятельностью управляющей компании ООО «УК «Атон-менеджмент», предоставляется по адресу: г. Москва, Павелецкая площадь, д. 2, стр. 2, по телефону: + 7 (495) 510-15-15, или в сети Интернет по адресу: <https://www.am-aton.ru/>

Всякое упоминание в тексте информационного материала БПИФ «АТОН — Накопительный в рублях», фонд «АТОН — Накопительный в рублях», «АТОН — Накопительный в рублях» подразумевает ссылку на Биржевой паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «АТОН – Накопительный в рублях» под управлением Общества с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Атон-менеджмент» (Правила фонда зарегистрированы Банком России за № 5936 от 21 декабря 2023 года).

Стоимость инвестиционных паев может как увеличиваться, так и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем. Государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Правилами доверительного управления открытыми паевыми инвестиционными фондами под управлением ООО «УК «Атон-менеджмент» предусмотрены скидки с расчетной стоимости инвестиционных паев при их погашении. Взимание надбавок и скидок уменьшает доходность вложений в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, необходимо внимательно ознакомиться с Правилами доверительного управления.

Результаты деятельности управляющего по управлению ценными бумагами в прошлом не определяют доходы учредителя управления в будущем.

Подробную информацию о паевых инвестиционных фондах, находящихся под управлением ООО «УК «Атон-менеджмент» можно получить по указанным в настоящей презентации адресу, телефону, а также на указанном в настоящей презентации сайте в сети Интернет. С подробной информацией о действующих стратегиях Д.У. можно ознакомиться на сайте УК «Атон-менеджмент» в сети Интернет по адресу: <https://www.am-aton.ru/> Инвестор несет риски, присущие инвестированию средств посредством приобретения паев инвестиционного фонда. С информацией о рисках можно ознакомиться в Правилах доверительного управления фондом: <https://www.am-aton.ru/legaldocs/docpif>, а также на сайте ООО «АТОН» в сети «Интернет» в «Декларации о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, заключением договоров, являющихся производными финансовыми инструментами»: <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

Рекомендуем Вам оценить расходы, с которыми будут связаны владение и операции с финансовыми инструментами и убедиться, в том, что они приемлемы для Вас и не лишают ожидаемого Вами дохода. С информацией о вознаграждении и расходах можно ознакомиться в Правилах доверительного управления фондом: <https://www.am-aton.ru/legaldocs/docpif>

Ставки вознаграждения ООО «АТОН» за оказание услуг в связи с операциями на финансовых рынках, услуг Депозитария, а также перечень подлежащих возмещению клиентом расходов в связи с оказанием ему услуг на финансовых рынках, приведены в Приложении №23 к Регламенту оказания ООО «АТОН» брокерских услуг на рынках ценных бумаг и Приложении №19 к Условиям осуществления депозитарной деятельности ООО «АТОН» и доступны для ознакомления на сайте ООО «АТОН» в сети «Интернет»: <https://www.aton.ru/support/documents/customer-regulating/>

С порядком возврата денежных средств, переданных в оплату инвестиционных паев, а также с порядком погашения инвестиционных паев Вы можете ознакомиться в Правилах доверительного управления фондом: <https://www.am-aton.ru/legaldocs/docpif>



[Сокращенная
мобильная версия](#)