



СТРАТЕГИЯ 2026

СОВКОМБАНК

СТРАТЕГИЯ 2026

Мы смотрим на 2026 год с осторожным оптимизмом, ожидая сценарий **«мягкой посадки»**. Опыт других стран подсказывает, что вернуть инфляцию к цели, избежав при этом длительного сокращения ВВП — вполне посильная задача.

Банк России, вероятно, не будет спешить со снижением ставки, оберегая хрупкое равновесие. Главный вызов никуда не ушел — это **дефицит кадров**. Риски очевидны: если смягчить условия слишком быстро, население сразу начнет меньше сберегать, вызвав новый всплеск цен.

Ни для кого не секрет, что давление на бизнес растет **неравномерно**, и многим компаниям сейчас действительно непросто. Мы искренне верим, что у наших клиентов и партнеров есть необходимый **запас прочности, управленческой энергии и накопленного опыта**, чтобы превратить эти вызовы в повод для качественной оптимизации и стать еще сильнее.

С уважением и наилучшими пожеланиями,
Команда аналитиков Совкомбанка



МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА: УСТОЙЧИВОСТЬ

ВВП (% г/г)	2024 факт	2025 оценка	2026 прогноз
Мир	3,3%	3,2%	3,1%
Развитые экономики	1,8%	1,6%	1,6%
США	2,8%	2,0%	2,1%
Еврозона	0,9%	1,2%	1,1%
Япония	1,7%	0,3%	1,1%
Великобритания	0,1%	1,1%	0,6%
Развивающиеся экономики	4,3%	4,2%	4,0%
Китай	5,0%	4,8%	4,1%
Индия	6,5%	6,6%	6,2%



Источник: МВФ октябрь 2025, расчеты аналитиков

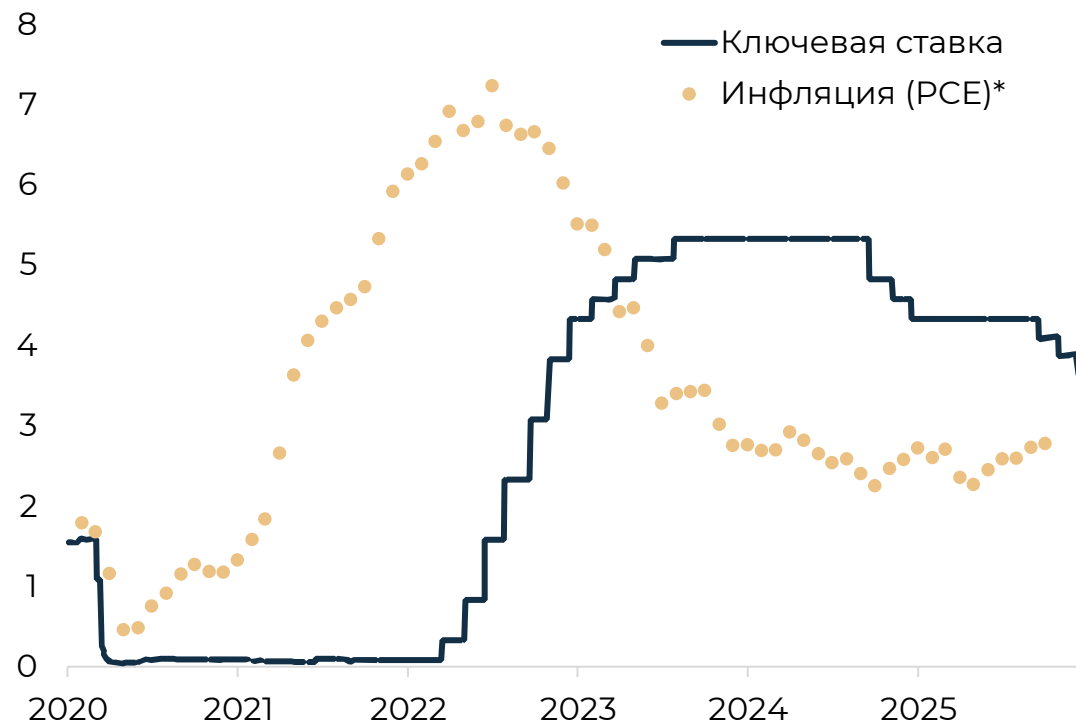
Основной фактор поддержки роста - смягчение ДКП в большинстве крупнейших стран.

Тарифная политика Трампа не оказывают значительного влияния на мировую экономику. Остроту диалога с Китаем удалось временно снять. Эффект на цены в США был меньшим, чем ожидалось, позволив ФРС продолжить снижение ставки. Китай диверсифицирует географию экспорта, растет оборот с Юго-Восточной Азией.

Негативный сценарий возможен из-за обострения тарифных войн и ужесточения протекционизма в мировой торговле. Высокие уровни долга ряда стран подвергают их фискальной уязвимости. Переоценка активов (например, в технологическом секторе) может вызвать финансовую нестабильность.

США: К-ТРАЕКТОРИЯ

Ставка и инфляция, %



* - PCE - динамика индекса личного потребления

Источник: Бюро экономического анализа США, ФРС

По оценке МВФ рост экономики США в 2025 году составит 2,0%, что примерно соответствует ее потенциалу. Экономика подстраивается под тарифные изменения, наблюдается т.н. **К-траектория роста**: одна часть экономики идет вверх (высокотехнологичные сектора), а другая скорее вниз (сектора, больше зависимые от пошлин). Одновременно происходит и большее расслоение доходов населения.

ФРС уже начала смягчение ДКП и продолжит его в 2026 году, что дополнительно **поддержит рост**. Для мировой экономики более низкие ставки в США исторически означали **рост риск-аппетита**, т.е. большой спрос на активы развивающихся рынков.

Основным вызовом для США является **устойчивость** технологических изменений.

КИТАЙ: ДЕФЛЯЦИЯ

Цены, %г/г



Источник: Национальное бюро статистики Китая

Дисбалансы в экономике Китая сохраняются. Внутреннее потребление остается слабым с одновременным кризисом перепроизводства. Наблюдается **снижение производительности, ловушка ликвидности** (монетарные стимулы действуют все меньше) и **кризис в строительной отрасли**.

В результате, цены потребителей и производителей падают. Государство пытается преодолеть эти тенденции увеличением госрасходов и смягчением монетарной политики.

Рост экспорта из-за тарифных войн частично компенсирует негативные тенденции.

Основным вызовом для Китая является **стимулирование внутреннего спроса**.

Китай является ключевым торговым партнером России. Рост рисков в его экономике может оказать **дополнительное негативное влияние** и на экономику России в среднесрочной перспективе.

НЕФТЬ:

ГЛОБАЛЬНЫЙ ПРОФИЦИТ

Средняя стоимость нефти
(\$/барр.)

	2023	2024	2025	1К26П	2К26П	3К26П	4К26П
Brent	\$83	\$80	\$69	\$62	\$61	\$61	\$60
Российская нефть*	\$62	\$67	\$55	\$43	\$47	\$49	\$49

1 В мире

СПРОС

По данным агентств, мировой спрос вырос на 0,8-1,3 мб/д в 2025 г. преимущественно из-за Китая, ЮВ Азии и США.

В 2026 г. потребление может увеличиться на 0,9-1,4 мб/д на фоне роста развивающихся экономик.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ

ОПЕК+ начала снимать ограничения и нарастила добычу нефти на 1,1 мб/д в 2025 г. В 2026 г. производство может вырасти еще на 1,5-2,0 мб/д.

США также увеличивают производство (на 0,5 мб/д в 2025 г.), но дальнейший потенциал роста ограничен.

2 В России

Мы ожидаем постепенного улучшения условий экспорта российской нефти в 2026 г. по аналогии с предыдущими санкционными эпизодами.

В результате, дисконт на российскую нефть может снизиться и составить \$14 в среднем в 2026 г.

* Средневзвешенная цена Urals, ESPO и других сортов по разным портам

РУБЛЬ:

УХУДШЕНИЕ ТОРГОВЛИ

Основные потоки, влияющие на формирование курса, \$ млрд в год

Потоки ("+" – продажа валюты, "-" – покупка валюты)	2024	2025 оценка	2026 прогноз
Экспортная выручка*	+450	+460	+415
Операции Банка России	+14	+33	+26
Импорт	-380	-390	-395
Погашение внешних долгов и долей	-27	-6	-5
Покупки валюты физлицами	-12	-15	-12
Сумма	45	82	29

* Фактическая реализация валюты

В 2026 году ключевая ставка останется на **двузначных уровнях**, что будет **стимулировать** компании продавать валютные средств и использовать их, в том числе, для погашения рублевых займов.

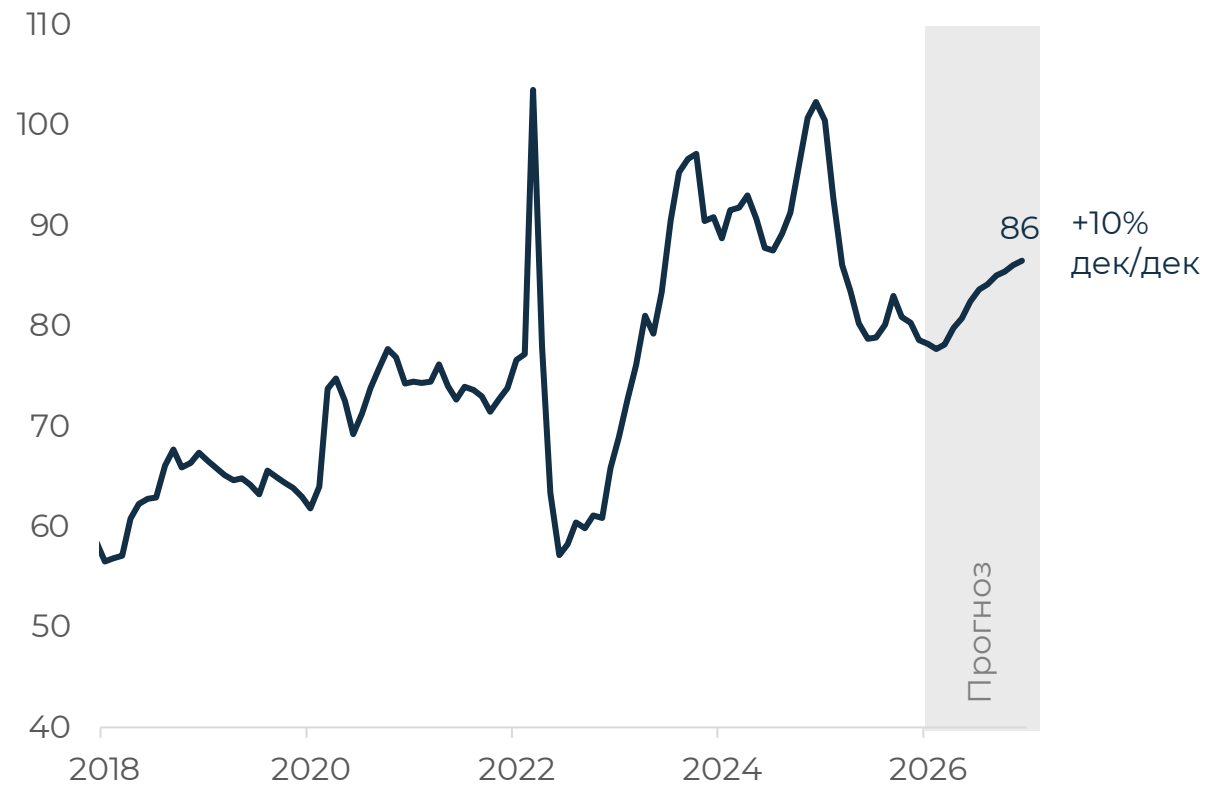
Одновременно жесткие денежно-кредитные условия будут **сдерживать рост** импорта, который в 2025 году увеличивался преимущественно за счет услуг.

Снижение цен на нефть и сохранение повышенных дисконтов в начале 2026 году **ограничат** денежный объем российского экспорта, что **окажет давление** на рубль даже с учетом действия бюджетного правила.

В 2026 году **сократится** объем продаж валюты Банком России в рамках зеркалирования операций ФНБ, что уменьшит предложение юаней на рынке.

РУБЛЬ: УМЕРЕННОЕ ОСЛАБЛЕНИЕ

Курс рубля к доллару США



Мы ожидаем **сохранения** в 2026 году тренда на **меньший вывод** средств населением за рубеж и сокращение выплат на **погашение** внешних долгов компаний.

При этом, крепкий курс рубля и девальвационные ожидания могут **поддерживать** покупки валюты населением внутри страны на умеренно высоком уровне.

В базовом сценарии мы ожидаем среднегодовой курс рубля на уровне **82 руб./\$**, с ослаблением к концу 2026 года до **86 руб./\$**.

Улучшение геополитической ситуации может привести к **более крепкому** курсу рубля, в то время как **ухудшение** геополитической обстановки вместе с ограничениями российского экспорта приведут к **более быстрому ослаблению** национальной валюты.

M2 И КРЕДИТ

11,2% +14,3 трлн руб.

ожидаемый рост M2 в 2026 году

Основным драйвером роста будет кредитный канал. Рост капитала банков нейтрализует влияние бюджетного канала – их абсолютные величины сопоставимы, но влияют разнонаправлено.

Влияние счетов ЭСКРОУ и валютного канала будет, как и в этом году, замедлять рост денежной массы.

11,1% +15,5 трлн руб.

ожидаемый рост кредита* в 2026 году

Основной рост кредитования продолжится в **корпоративном сегменте**. У компаний есть высокая потребность в заемных средствах на фоне охлаждения экономики и замедлении роста спроса.

По мере снижения ключевой ставки, кредитование **населения** может активизироваться. Это касается и ипотеки, и потребительских кредитов.

* - долги организаций и населения перед банками, включая ценные бумаги

НОВЫЕ НАЛОГИ

По нашей оценке, влияние новых налоговых инициатив на инфляцию составит (п.п.):

+0,7	Повышение НДС с 20 до 22%
+0,3	Снижение порога освобождения от НДС для малого бизнеса
+0,3	Дополнительные расходы на ФОТ от отмены льгот по соц.взносам
+0,2	Утильсбор
+0,1	НДС на эквайринг

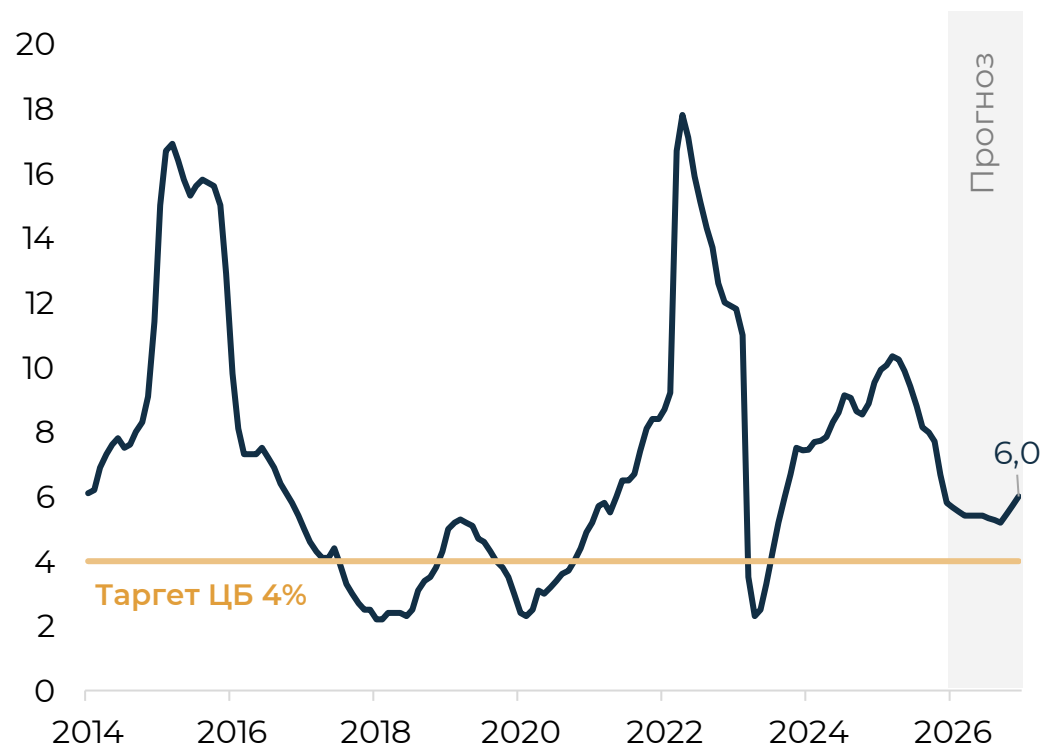
Суммарная оценка

+1,6 п.п.

эффекта от новых
налоговых инициатив на
инфляцию

ИНФЛЯЦИЯ: ТАРГЕТ УХОДИТ ВПРАВО

Инфляция, г/г



Охлаждение экономики и потребительского спроса приводит к **замедлению цен**. Цены на непродовольственные товары опустились ниже таргета, но рост цен на услуги остается высоким – около 9%.

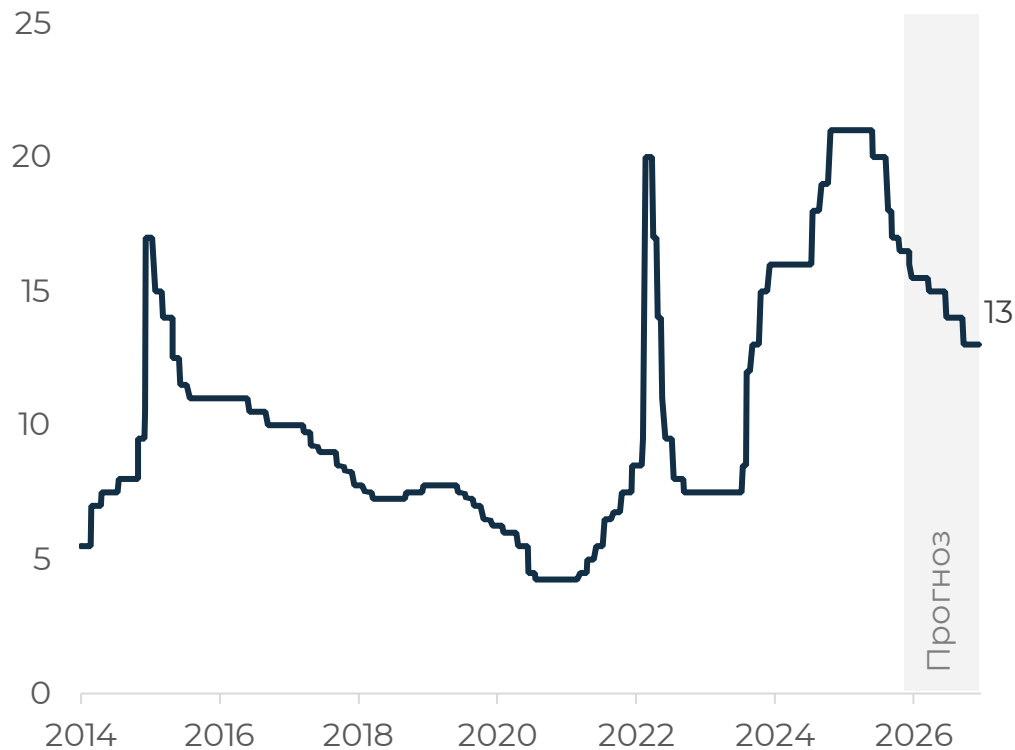
В 2026 году основным **проинфляционным** фактором являются налоговые инициативы бюджета (оценка до 1,6 п.п.). **Поддерживать** цены будут рост зарплат (9,8%) и сохранение дефицита кадров.

В пользу **более низкого** роста цен будут выступать низкая экономическая активность в первой половине года и более крепкий рубль, который транслируется в цены через несколько месяцев.

Таким образом, достижение **таргета** к концу следующего года, по нашему мнению, **переносится вправо**.

КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА: ВЫШЕ ДОЛЬШЕ

Ключевая ставка, %



Кроме охлаждения кредитования, Банку России важно поддерживать достаточно **высокую норму сбережений**. По нашим оценкам, она снизится до 16% в 2026 году после 18% ранее, но останется на высоком уровне.

Тогда будет охлаждаться спрос, а, значит, замедлится и рост цен.

Влияние Банка России на инфляцию сейчас занимает больше времени чем обычно. Основной фактор - перегретый рынок труда. Такое состояние экономики наблюдается впервые в новейшей истории России.

Кроме этого, **высокие инфляционные** ожидания населения также способствуют более жёсткой ДКП.

РОСТ: ВРЕМЕННОЕ ЗАМЕДЛЕНИЕ

+0,9%

ожидаемый рост ВВП в 2026 году



В начале 2026 года мы ожидаем **продолжение замедления экономики**. Отдельные кварталы могут показать **негативный рост***. Жесткая ДКП будет одним из основных сдерживающих факторов.

Возвращение к росту будет связано с внутренним спросом. По мере достижения ключевой ставки 14%, по нашей оценке, **инвестиционная активность** может активизироваться. Дальнейшее снижение ключевой ставки будет стимулировать **потребление населения**.

Благоприятный внешний фон будет влиять лишь частично, поддерживая спрос **вне нефтяного сектора**. Снижающиеся цены на нефть будут являться основным сдерживающим внешним фактором.

Таким образом, **во второй половине 2026 года** можно ожидать **восстановления роста**.

* - к предыдущему кварталу с сезонной корректировкой

БАНКОВСКИЙ СЕКТОР: СНИЖЕНИЕ КАЧЕСТВА АКТИВОВ

Прогноз, г/г	2024	2025П	2026П
Корпоративное кредитование	+19%	+11%	+12%
Кредитование населения	+14%	+5%	+8%

- Умеренно высокие процентные ставки и ужесточение банковского регулирования будут сдерживать рост корпоративного кредитования в 2026 году
- Постепенное **снижение стоимости кредитов** поддержит более активный рост потребительского кредитования и рыночной ипотеки

Прогноз, г/г	2024	2025П	2026П
Средства корпоративных клиентов	+13%	+8%	+7%
Средства населения	+28%	+16%	+13%

- По итогам 2026 г. **сберегательная активность населения может снизиться** на фоне уменьшения доходности вкладов. Притоку средств населения будет способствовать **сохранение реального роста доходов**
- Основным вызовом для сектора будет **дальнейшее ухудшение** качества активов. По данным Банка России, на конец 3 кв. 2025 г. доля проблемных корпоративных кредитов достигла 11,4% (10,9% в 3 кв. 2024 г.)ю

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР: ДОЛГ РАСТЕТ

	NET DEBT/EBITDA 2024	NET DEBT/EBITDA 2025
Сельское хозяйство	3	3,5
Добыча полезных ископаемых	1,5	2
Добыча угля	3,5	>10
Добыча нефти и природного газа	1	1,5
Обрабатывающие производства	1,5	2
Пищевые продукты	1,5	1,5
Деревообработка и производство бум. изделий	3	3,5
Нефтепродукты	3	4
Химия	2	2,5
Лекарственные средства	0,5	0,5
Производство металлургическое	1	1
Производство авто, прицепов и полуприцепов	2,5	4
Обеспечение электроэнергией	1,5	1,5
Строительство	1,5	2
Торговля оптовая и розничная	1	1,5
Торговля оптовая	1	1
Торговля розничная	0,5	2
Транспортировка и хранение	1	1
Сухопутный транспорт	2,5	4
Водный транспорт	1	1,5
Воздушный транспорт	1	1
Деятельность в области информации и связи	1,5	2

Источник: расчеты аналитиков на основании данных Росстата и отчетностей крупнейших компаний

Сохранение высокой стоимости заемных средств, действие макропруденциальных мер для крупных компаний и потребность банков накапливать больше капитала **будут ограничивать** возможности компаний привлекать финансирование.

Правительством могут быть вновь предприняты **меры для точечной поддержки** отраслей, где значимо снизился спрос или ухудшилась конъюнктура.

Прочие отрасли с высокой кредитной нагрузкой будут вынуждены **оптимизировать производство и снижать долг.**

РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР: УМЕРЕННЫЙ РОСТ ПРИБЫЛИ

Прибыли российских компаний будут под давлением

По итогам 2026 года рост прибылей может составить **1% г/г** после снижения на **5% г/г** в 2025 году

Основные предпосылки:

1

Медленные темпы инвестиций

2

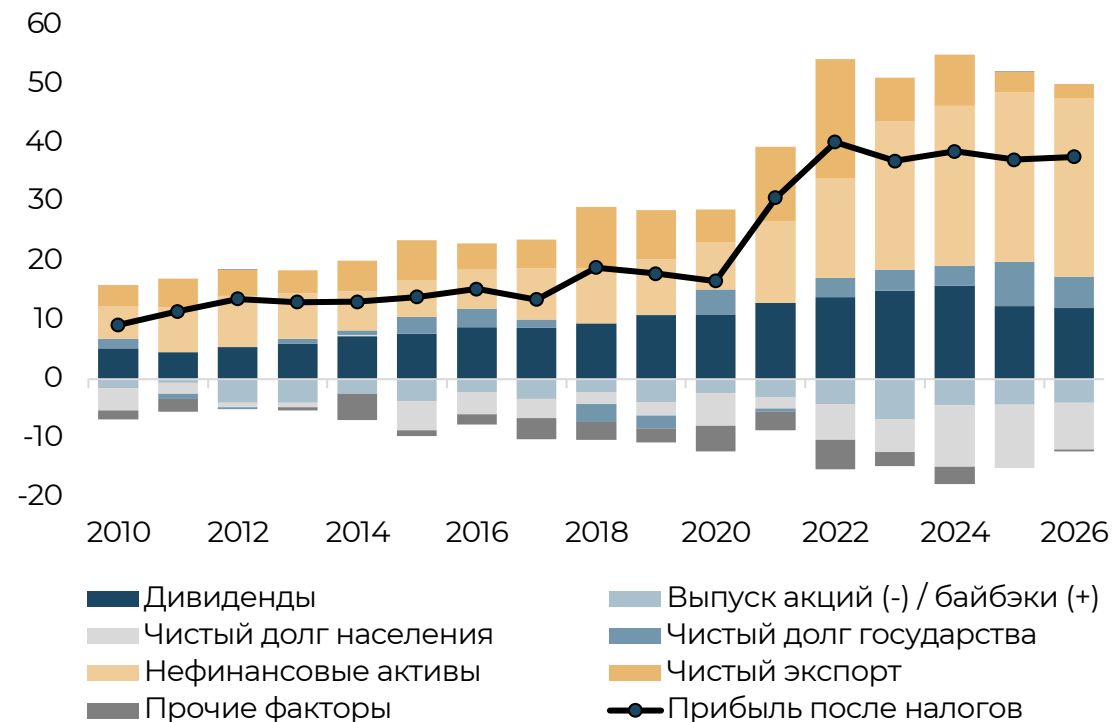
Постепенное ослабление рубля

3

Склонность населения к сбережениям



Динамика прибыли компаний, трлн руб./год



МАКРОПРОГНОЗЫ НА 2025-2026

Показатель	2024 Факт	2025 Прогноз	2026 Прогноз
USD/RUB (в среднем за год)	93	84	82
CNY/RUB (в среднем за год)	12,8	11,6	11,7
Текущий счет (\$ млрд)	63	35	15
Нефть Brent (\$/барр., в среднем за год)	80	69	61
Российская нефть (\$/барр., в среднем за год)	67	55	47
Ключевая ставка (% на конец года)	21,0	16	13,0
Денежная масса M2 (% дек./дек.)	19,2	10,0	11,2
Инфляция (% на конец года)	9,5	5,8	6,0
ВВП РФ (% г/г)	4,3	0,9	0,9
Дефицит федерального бюджета (трлн руб.)	3,5	6,5	5,0
Безработица (% в среднем за год)	2,5	2,3	2,3

**КАК МАКРОЭКОНОМИКА
ТРАНСЛИРУЕТСЯ В
ДИНАМИКУ АКТИВОВ?**



КЛАССЫ АКТИВОВ

Облигации

Облигации с переменным купоном, краткосрочные высококачественные корпоративные облигации, фонды ликвидности - наиболее предпочтительный класс в условиях высокой ключевой ставки и низкой экономической активности.

Более длинные облигации с высоким качеством – по мере снижения ключевой ставки.

Акции

Низкая экономическая активность, как правило, не поддерживает **рынок акционерного капитала**. Отдельные отрасли могут выступать как защитный актив.

Снижение ключевой ставки и возобновление экономической активности во втором полугодии увеличат привлекательность рынка акций.

Валюта

Курс продолжит оставаться крепким ближайшие месяцы, значительное ослабление возможно лишь во второй половине 2026 года.

Валютные облигации позволят застраховаться от обесценения валюты.

ТАКТИЧЕСКИЙ ВЗГЛЯД НА СЕКТОРА





Наши оценки конъюнктуры для разных отраслей экономики приведены далее в презентации для **горизонта в 12 месяцев**.

Обращаем внимание, что даже при негативном взгляде на сектор в целом – в нем могут **присутствовать идеи** для инвестиций. И наоборот, при рассмотрении конкретных компаний из для отраслей с позитивной рекомендацией, надо иметь ввиду возможные **специфические риски**.





Также, несмотря на **консервативный взгляд** на отдельные отрасли, некоторые компании в них могут быть **интересны для долгосрочных покупок** (с горизонтом инвестиций в несколько лет). Подобные случаи мы покажем ниже в презентации.

ТАКТИЧЕСКИЙ ВЗГЛЯД НА СЕКТОРА









Позитивный (Overweight)

-  Медицина
-  Генерация Э/Э
-  Удобрения
-  Добыча золота

Нейтральный (Neutral)

-  Банки
-  Ритэйл
-  Авиа
-  Телеком

Осторожный (Underweight)

-  Metallургия
-  Уголь
-  Стройка
-  Лизинг
-  Программное обеспечение (ПО)
-  Транспорт (кроме авиа)
-  Нефть и газ
-  Сельское хозяйство

ПОЗИТИВНЫЙ ВЗГЛЯД



Медицина

Люди экономят на здоровье в последнюю очередь, поэтому сектор является защитным и показывает устойчивость с точки зрения спроса и цен



Генерация Э/Э

Тарифы растут с инфляцией. Дополнительную прибыль компаниям могут приносить программы модернизации мощностей (где доходность инвестиций гарантирована по ставкам «длинные ОФЗ + спред»).

ПОЗИТИВНЫЙ ВЗГЛЯД



Добыча золота

Покупки золота в резервы широким спектром мировых Центральных Банков будут поддерживать цены



Удобрения

Стабильные цены на минеральные удобрения и рост мирового спроса (в т.ч. на продовольствие) будут поддерживать выручку экспортеров

НЕЙТРАЛЬНЫЙ ВЗГЛЯД



Банки

Ожидаем расширение процентной маржи банков, ввиду ограниченности роста капитала и большого спроса на дешевеющий кредит. Однако, можно ожидать и роста резервирования капитала под потери



Ритэйл

Спрос населения будет ограничен высокими ставками, люди продолжат поддерживать сберегательную модель поведения – переходить на более дешевые продукты или вообще отказываться от некоторых непродовольственных категорий

НЕЙТРАЛЬНЫЙ ВЗГЛЯД



Авиа

Крепкий курс снижает цены на билеты (топливо и сборы), однако потребительский спрос будет сдержанным



Телекомы

Защитная отрасль. Крепкий рубль удешевляет как импортное, так и отечественное оборудование. Однако считаем, что инвестору не стоит рассчитывать на щедрый возврат дивидендов

ОСТОРОЖНЫЙ ВЗГЛЯД



Металлургия

Снижение запусков в строительной отрасли. Кроме того, ожидаем сохранения рекордного переизбытка предложения стали в Китае, что будет ограничивать экспортные возможности для российских компаний



Уголь

Переизбыток энергетического угля на мировом рынке продолжит удерживать цены на многолетних минимумах. В совокупности с относительно крепким курсом рубля – давление на выручку отрасли останется существенным

ОСТОРОЖНЫЙ ВЗГЛЯД



ПО

Оптимизация издержек российскими компаниями (в т.ч. на ПО) и частичные отмены налоговых льгот могут существенно ухудшить положение некоторых компаний



Транспорт (кроме авиа)

Общее замедление экономической активности и рост издержек будут подтачивать маржу большинства видов транспортных компаний



Нефть и газ

Увеличение предложения нефти на мировом рынке ОПЕК+ и, как следствие, снижение ожидаемой цены на нефть, вкупе с сохраняющимся санкционным давлением

ОСТОРОЖНЫЙ ВЗГЛЯД



Стройка

Рост ставки по семейной ипотеке для семей с одним ребенком может негативно сказаться на выручке девелоперов массового сегмента. С другой стороны, усиленная репатриация валютных активов из-за рубежа состоятельными россиянами положительно отразится на продажах «люксового» жилья



Сельское хозяйство

Рост цен на продукцию сдерживается спросом населения и частичным госрегулированием. Крепкий курс снижает экспортную прибыль с/х производителей



Лизинг

Рост дефолтов лизингополучателей, изъятия техники и снижение цен нее окажут давление на прибыль отрасли

ОБЛИГАЦИИ



КРЕДИТНЫЕ СПРЕДЫ: СНИЖЕНИЕ НА ФОНЕ РОСТА РИСКА

Динамика спредов к ОФЗ нефинансовых компаний, 2025

Рейтинг	Текущее значение, б.п.	Значение на начало года, б.п.	Изменение, б.п.
AAA	140	270	-130
AA	310	505	-195
A	740	980	-240
BBB	1 800	1 430	+370

Динамика спредов крупнейших эмитентов, 2025

Эмитент	Текущее значение, б.п.	Изменение с начала года, б.п.
Газпром	170	-60
РЖД	150	-180
Автодор	270	-65
ГТЛК	540	-250
Атомэнергопром	150	-50

На фоне высокой ставки в 2025 (ср. ~19,2%) и ожиданий сохранения ее на повышенном уровне в 2026 наблюдаем рост долговой нагрузки компаний.

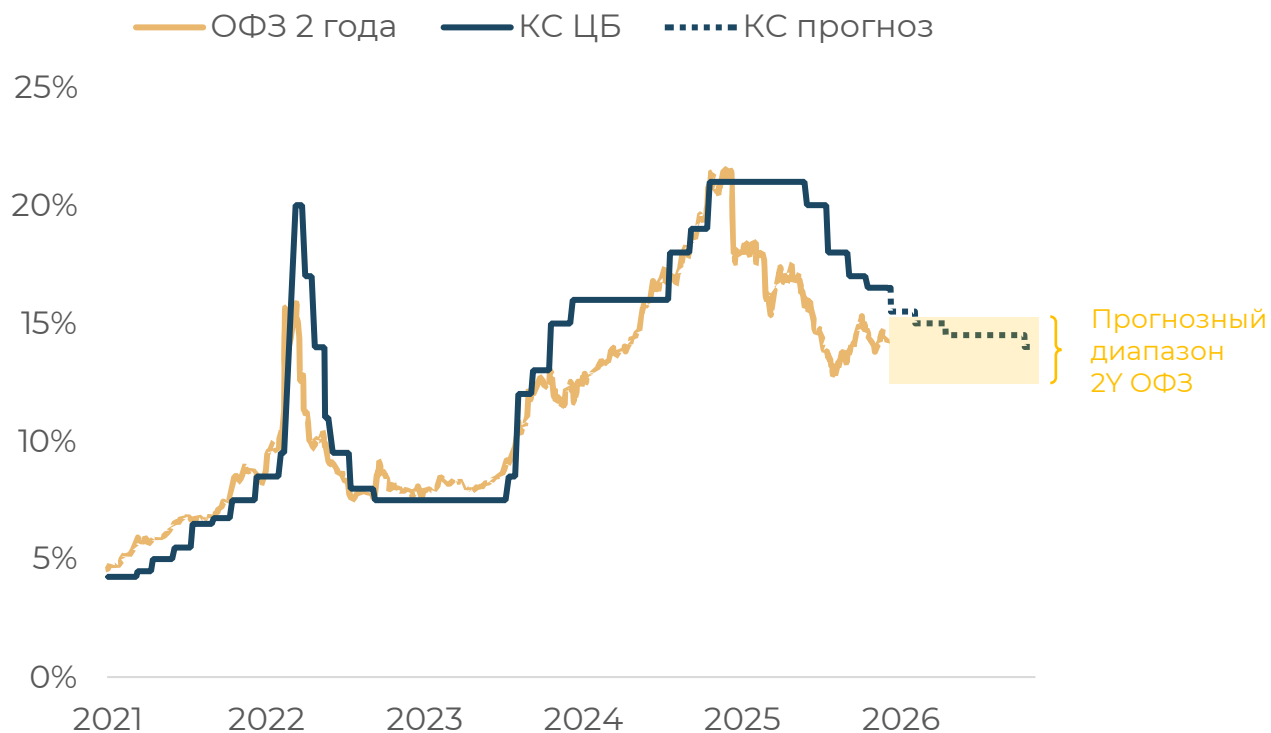
В 2025 произошел двукратный рост количества дефолтов (до 27 в т.ч. ЦФА), в 2026 году ожидаем их дальнейшее увеличение.

Весь год наблюдалось сокращение спредов по всем рейтинговым категориям. Однако дефолты ВДО в декабре привели к росту спредов, особенно в категории BBB и ниже.

В этой ситуации мы отдаем предпочтение облигациям с рейтингами категорий AA и выше, однако считаем, что есть точечный потенциал для восстановления цен в сегменте с меньшим рейтингом.

КУПОНЫ: ПЛАВАЮЩИЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНЕЕ НА СРОКЕ ДО 2 ЛЕТ

Динамика КС ЦБ и доходности ОФЗ, 2021-2025



Источник: расчеты Совкомбанка

- 1** Котировки ОФЗ в 2025 году торгуются существенно **ниже** уровня ключевой ставки ЦБ. Мы ожидаем среднюю ключевую ставку **14.8%** в 2026 и **11%** в 2027 году. В этом сценарии доходность ОФЗ с фиксированным купоном на срок до 2 лет **будет меньше, чем у эквивалентного ОФЗ с плавающим купоном**
- 2** **Облигации в рублях:**
 - Отдаем предпочтение облигациям с плавающим купоном с высоким кредитным рейтингом
 - Облигации с фиксированным купоном могут быть интересны в расчете на снижение ставок, но при сроке свыше 2 лет.
 - В сегменте с меньшим рейтингом фокус на именах с потенциалом сокращения кредитного спреда
- 3** **Валютные облигации** могут стать дополнительным инструментом, который диверсифицирует портфель и повышает доходность при ослаблении рубля.

ФЛОАТЕРЫ: ДОХОДНОСТЬ И КАЧЕСТВО

Выпуск	ISIN	Купон, %	Срок до погашения, лет	Цена	Доходность, %*	Рейтинг
РЖД, 001P-26R	RU000A106K43	RUONIA + 1,3	2,6	97,1	RUONIA + 2,7	AAA
Ростелеком, 001P-11R	RU000A109JS8	КС ЦБ + 1,2	1,7	97,9	КС ЦБ+ 2,4	AAA
Газпром Нефть, 003P-13	RU000A109B33	КС ЦБ + 1,3	2,1	98,6	КС ЦБ + 2,1	AAA
Газпром, БО-002P-14	RU000A1087J8	RUONIA + 1,3	3,2	97,6	RUONIA + 2,3	AAA
Магнит5P05	RU000A10DPM5	КС ЦБ + 1,4	2,1	99,2	КС ЦБ+ 1,8	AAA
Россети 001P-013	RU000A109528	КС ЦБ + 1,0%	1,6	99,0	КС ЦБ + 1,7	AAA
ОФЗ, 29020	RU000A102BV4	RUONIA	1,7	98,6	RUONIA + 0,7	AAA

* Премия по купону скорректирована на цену и приведена к базе ежемесячного начисления купона

ФИКСЫ АА и выше: **ИМЕЮТ СМЫСЛ ОТ 2 ЛЕТ**

Выпуск	ISIN	УТМ, %	Дюрация, лет	Цена	G-spread	Рейтинг
РЖД, 001P-37R	RU000A10AZ45	15,9%	2,1	110,1	190	AAA
Газпром Капитал, БО-001P-06	RU000A106AT1	15,5%	1,9	91,4	151	AAA
ОФЗ, 26252	RU000A10D4Y2	14,9%	4,9	91,2	0	AAA
ОФЗ, 26247	RU000A108EF8	14,7%	6,4	88,3	0	AAA
ЕвразХолдинг Финанс, 003P-04	RU000A10CKZ0	16,1%	1,8	98	217	AA

НОРМАЛИЗАЦИЯ СПРЕДА: ТОЧЕЧНЫЕ ИДЕИ

Фиксированный купон

Выпуск	ISIN	YTM, %	Дюрация, лет	Цена	G-spread	Рейтинг
АФК Система, 001P-16	RU000A102FS1	21,2%	1,3	88,4	744	AA-
Совком Экспресс, 001P-01	Размещение 29.12	21,3%	1,7	100,0	714	A+
Интерлизинг, 001P-08	RU000A108AL4	24,3%	0,6	96,3	1036	A
Сэтл Групп, 002R-04	RU000A10B8M0	19,8%	0,7	103,9	600	A
Самолет, БО-Р11	RU000A104JQ3	27,1%	1,0	97,8	1629	A-
АйДи Коллект, 001P-04	RU000A10BQH7	24,8%	1,2	103,4	1105	BBB-

Плавающий купон

Выпуск	ISIN	Купон, %	Срок до погашения	Цена	Доходность, %*	Рейтинг
АФК Система, 001P-26	RU000A106Z46	RUONIA + 1,9	1,8	91,7	RUONIA + 7,3	AA-
ПКБ, 001P-05	RU000A108U72	КС ЦБ + 3,0	1,8	91,7	КС + 5,1	A
Самолет, БО-П14	RU000A1095L7	КС ЦБ + 2,7	1,6	87	КС + 13	A-

* Премия по купону скорректирована на цену и приведена к базе ежемесячного начисления купона

USD: ДИВЕРСИФИКАЦИЯ И ВАЛЮТНЫЙ ДОХОД

Бумага	ISIN	YTM, %	Дюрация, лет	Цена	Дата погашения	Рейтинг
Газпром, ЗОЗ0-1-Д	RU000A105SG2	7,6%	3,9	85,2	25.02.2030	AAA
НОВАТЭК, 001P-04	RU000A10BV55	7,0%	3,8	102,8	29.05.2030	AAA
СИБУР, 001P-08	RU000A10CMR3	6,7%	4,0	100,6	08.08.2030	AAA
Металлоинвест, 028	RU000A105A04	7,3%	2,7	90,5	22.10.2028	AA+
Евраз Финанс, 003P-03	RU000A10B3Z3	7,3%	1,1	102,7	08.03.2027	AA
Акрон, БО-002P-01	RU000A10DBZ7	7,2%	2,7	102,1	14.03.2029	AA

CNY: ДИВЕРСИФИКАЦИЯ И ВАЛЮТНЫЙ ДОХОД

Бумага	ISIN	YTM, %	Дюрация, лет	Цена	Дата погашения	Рейтинг
Газпром, БО-003R-20	RU000A10DT08	6,8%	2,8	102,4	27.02.2029	AAA
ОФЗ, 2033	RU000A10DQA8	6,5%	5,9	103,7	01.06.2033	AAA
Металлоинвест, 001P-12	RU000A10B0C8	6,4%	1,1	104,4	23.02.2027	AA+
Эн+ Гидро, 001PC-08	RU000A10D301	6,2%	1,2	102,1	06.04.2027	AA-
РУСАЛ, БО-001P-15	RU000A10CSD0	7,0%	1,2	100,5	13.03.2027	A+



АКЦИИ

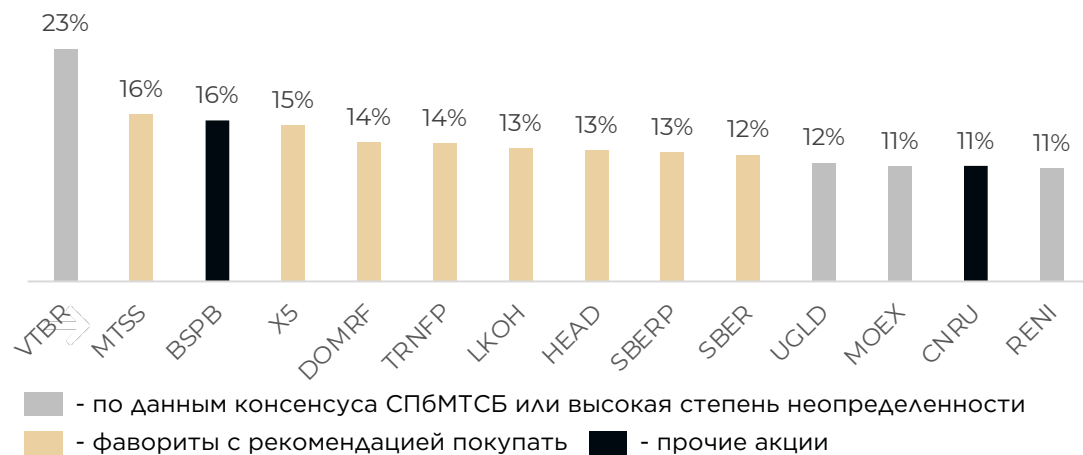


РЫНОК АКЦИЙ РФ

Р/Е и дивидендная доходность индекса Мосбиржи



Дивидендная доходность в 2026 г. по акциям из индекса



Источник: расчеты аналитиков

Дёшево, но неоднородно интересно

Компании, представленные в индексе Мосбиржи, на наш взгляд обладают совершенно различным инвестиционным потенциалом.

Средневзвешенная прибыль по индексу Мосбиржи в 2026 г. вырастет на 10%.

При этом 50% компаний в индексе (исходя из веса) имеют прямую зависимость выручки и финансовых результатов от валюты - изменение курса рубля относительно прогноза будет иметь сильное влияние на прибыли компаний.

Наши фавориты:

- Дивидендные компании (квазиоблигации)
- Дешевые растущие компании с сильным рыночным положением

ИНДЕКС МОСБИРЖИ

Текущее значение **2 700 п.**

Взвешенный рост
прибылей **+10%**

Снижение требуемой
доходности (рост
мультипликатора) **+9%**

Прогнозное значение на
конец 2026 г. **3 250 п.**

Дивидендная доходность **+8,4 %**

Ожидаемая доходность **+28 %**

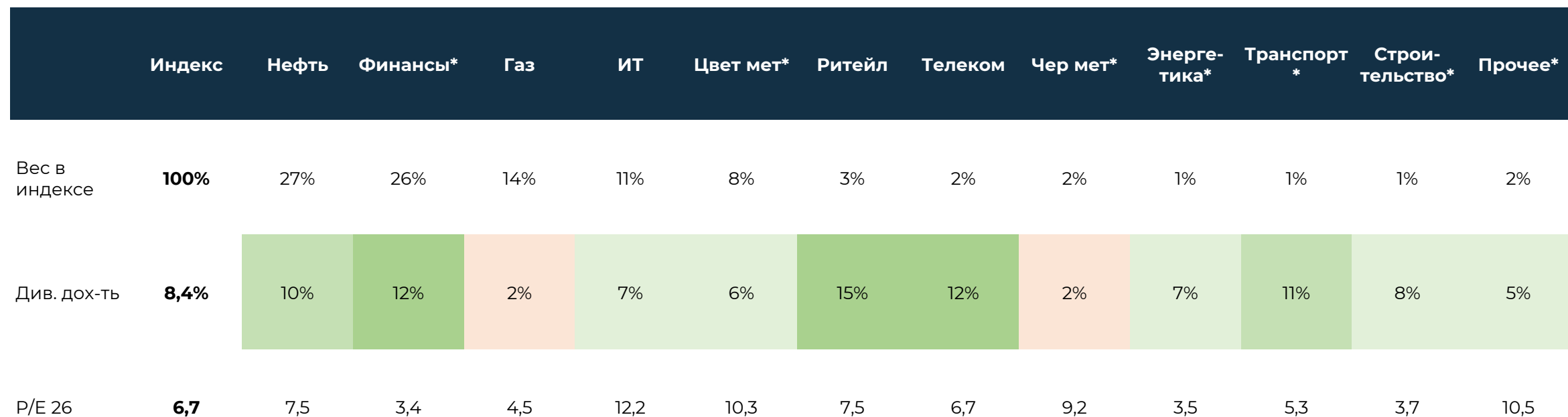
Драйверами роста индекса Мосбиржи будут компании с ожидаемым ростом прибылей, а также рост их мультипликаторов по мере снижения ставок

Снижение процентных ставок может привести к увеличению мультипликаторов на 9%.

Такие ожидания транслируются в рост индекса за год на 20% и полную доходность (с учётом дивидендов) 28% за 2026 г.

ОЦЕНКИ И ДИВИДЕНДЫ

Основным драйвером роста чистой прибыли индекса будут компании из ИТ-сектора (Озон, Яндекс), а также компании из секторов финансов, цветной металлургии, ритейла, телеком и черной металлургии



* - для расчета использованы в т.ч. данные консенсус-прогнозов СПБМТСБ

ГДЕ МЫ ВИДИМ ВОЗМОЖНОСТИ

↘ 2025 год был сложным годом для большинства публичных компаний, в т.ч. из-за:

- 1) жесткой ДКП, давления финансовых расходов и снижения внутреннего спроса
- 2) укрепления курса рубля, что негативно повлияло на результаты экспортеров

↘ 2026 г. будет лучше на фоне низкой базы и снижения ставок, но не ждем быстрого восстановления прибылей

Мы считаем недооцененными и видим возможности в акциях:

1 Дивидендных компаний

По мере снижения процентных ставок на долговом рынке дивидендная доходность будет драйвером переоценки акций:

TRNFP, X5, HEAD, LKOH, MTSS, BELU

2 Финансового сектора

Акции финансового сектора имеют одну из наиболее низких оценок по мультипликатору P/E и могут быть привлекательны с точки зрения дивидендов и роста бизнеса:

T, SBER, DOMRF

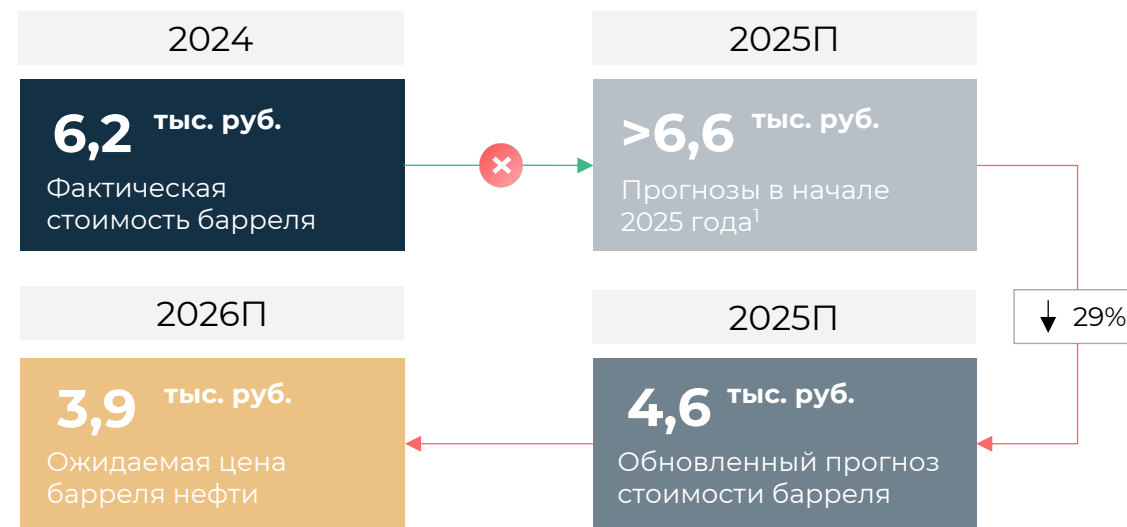
3 Растущих компаний

Мы считаем, что сегодня рынок не дает почти никакой премии за перспективы растущих компаний и они привлекательны по цене:

OZON, YDEX, LENT, MDMG

ТРЕНДЫ: НЕФТЯНОЙ СЕКТОР

	2024	2025П	>>	2026П
Brent, \$/барр.	81	69		61
Нефть из РФ, \$/барр.	67	55		47
Курс USD/RUB, средний	93	84		82



Предпосылки:

ОПЕК+ с весны 2025 наращивает добычу, что в совокупности со снижением темпов роста спроса на топливо (рост кол-ва EV) – формирует профицит

А есть позитив?

Текущие цены не очень комфортны для роста добычи в США (сланцевые производители) – снижение темпов роста / снижение добычи в США = потенциально балансирующий эффект для рынка

Санкционная турбулентность

Введенные в 2025 году санкции США на российские нефтяные компании: Сургутнефтегаз, Газпромнефть, Роснефть, Лукойл привели к существенному давлению на игроков сектора и расширению дисконтов на российскую нефть. С учётом этого и макропредпосылок мы сохраняем осторожный взгляд на сектор

ДИВИДЕНДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ



Мы сохраняем рекомендацию ПОКУПАТЬ по акциям ROSN, LKOH, SIBN, и TATN. Множество негативных факторов давления на котировки не меняют взгляд на долгосрочную привлекательность, однако тактически учитывая текущие цены и наши макропредпосылки акции нефтегазовых компаний не выглядят интересно.

Дивиденды, руб. на акцию	2024	2025П	г/г	>>	2026П	ДД,%
ROSN	51	<17	-67%		16	4%
LKOH	1 055	<730	-31%		600	11%
SIBN	76	<39	-47%		35	7%
TATN	99	<40	-60%		37	6%
GAZP	0	0	-		0	0%
NVTK	81	<75	-7%		77	6%



На что обратить внимание

ROSN: укрепление курса на конец 2025 г. = позитив для дивидендов за 2025 г., но негатив для дивидендов 2026 г. (эффект курсовых разниц).

LKOH: высокая выплата за 1п25 (397 руб. = 7% див. доходности – на уровне доходности сектора за весь год), однако высокая степень неопределенности далее.

SIBN: уверенные результаты за 3 кв. 2025 г. На фоне роста рентабельности переработки во 2 полугодии 2025 г. ожидаем лучшую в секторе устойчивость показателей.

TATN: слабая отчетность за 1 полугодие 2025 г. На фоне роста рентабельности переработки ждем улучшение результатов во 2 полугодии 2025 г. (все еще нет санкций).

NVTK: стабильные операционные результаты, рост отгрузок с Арктик СПГ-2. Околонулевой чистый долг.

GAZP: прибыль в 2025 г. вырастет (более 1,3 трлн руб.), однако мы не ожидаем дивидендов по итогам года.

Показатель, млрд руб.	2025П	2026П
Выручка	1 444	1 504
ЕБИТДА	593	628
Чистая прибыль	274	266
Дивиденд на акцию	190	181
P/E	3,6x	3,6x
EV/ЕБИТДА	1,3x	1,3x

- Крупнейшая нефтепроводная компания в мире, владеет широкой сетью нефтепроводов и нефтепродуктопроводов, обеспечивающих транспортировку нефти и нефтепродуктов как внутри РФ, так и для поставок на экспорт.
- Также в структуре «Транснефти» находятся крупнейший портовой оператор в РФ - НМТП.



В чем идея?

- На фоне роста квот от ОПЕК+, наблюдаем рост добычи нефти в РФ, ожидаем рост добычи в 2026, это даст положительное влияние на финансовые показатели
- Отрицательный чистый долг, оказывает поддержку прибыли и в 2025 и в 2026
- Дивидендная доходность 13-14% по итогам 2025 и 2026 (на фоне снижения процентных ставок – рост привлекательности акции и возможный рост котировки)



Новости

- Министерство юстиции зарегистрировало приказ Федеральной антимонопольной службы (ФАС) об индексации в 2026 году тарифов на услуги "Транснефти" по транспортировке нефти и нефтепродуктов в среднем на 5,1%.



Риски

- Ускорение роста капитальных затрат = давление на доступный запас ликвидности
- Снижение темпов роста тарифов
- Военные риски в т.ч. связанные с портовой инфраструктурой

ТРЕНДЫ: ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

Внимание по секторам:

1 Банки

В фокусе – стоимость риска и финансовая устойчивость. Стоимость риска розничного необеспеченного кредитования будет оставаться на повышенном уровне на фоне слабого рынка труда. При этом розничное кредитование может показать динамику лучше 2025 года. Стоимость риска корпоративного кредитования будет существенно отличаться по банкам в зависимости от качества портфелей.

2 Страхование

Слабые результаты компаний non-life страхования в 3-4 кв. 2025 г. могут продолжиться в первой половине 2025 г. Результаты life-страхования в 2025 г. должна поддержать ожидаемая высокая доходность долгосрочных финансовых инструментов.

На фоне ожиданий продолжения относительно жесткой ДКП в 2026 году мы видим продолжение тренда на повышенную стоимость риска.

Мы ожидаем в 2026 г. ограниченный рост денежной массы и портфелей банков и дальнейшую консолидацию сектора.



T-ТЕХНОЛОГИИ

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
Чистая прибыль	122	182	238
Операционная чистая прибыль*	122	179	230
P/B*	1,4x	1,3x	1,0x
P/E*	6,0x	4,9x	3,8x
Див. дох-ть	3,8%	3,1%	4,3%

- Сильная позиция в розничном кредитовании (4 место в секторе)
- Развитый небанковский бизнес
- «Дешёвые» пассивы (текущие счета и капитал) позволяют генерировать высокую маржу – 39% баланса на 30.09.2025
- Фокус на технологиях



В чем идея?

- «Компания роста» со стабильными дивидендными выплатами
- Диверсифицированная структура дохода и сильный небанковский бизнес (лайфстайл-сервисы, услуги для бизнеса и пр.) позволяют компании эффективно функционировать даже в условиях жесткой ДКП



Новости

- 20 ноября Т раскрыл отчетность по МСФО за 3К25 и подтвердил прогноз на 2025 г.: рост операционной чистой прибыли на 40% при ROE 30%
- СД инициировал новую программу выкупа акций в целях долгосрочной мотивации менеджмента. До конца 2026 г. Т планирует выкупить до 5% от общего количества акций Группы (~10% free-float)



Риски

- Законопроект о налоге на сверхприбыль банков
- Ужесточение требований к достаточности капитала для СЗКО может сократить темпы роста бизнеса

* В расчете используются операционные показатели, без учета влияния неконтрольной доли участия и инвестиции в акции Яндекса

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
--------------------------	------	-------	-------

Чистая прибыль	1 580	1 725	1 882
P/B	0,9x	0,8x	0,8x
P/E	4,0x	4,0x	3,7x
Див. дох-ть	11%	11%	12%

- Лидерские позиции в банковском секторе и высокая степень доверия клиентов
- Низкая стоимость фондирования за счет высокой доли бесплатных остатков и существенного запаса капитала (37% баланса на 30.09.2025)
- Низкая стоимость риска (1,5% за 9М25)



В чем идея?

- Крупнейший банк в РФ (1/3 активов сектора) обслуживает >110 млн ФЛ и 3,4 млн ЮЛ, предлагая полный спектр финансовых услуг. Демонстрирует сильные результаты даже в условиях жесткой ДКП ввиду развитого корпоративного кредитования и низкой стоимости фондирования
- Ожидаемая дивидендная доходность в ближайшие 3 года – 11%+



Новости

- 10 декабря Сбер провел конференцию «Сделано в Сбере». Банк планирует придерживаться ключевых целей по рентабельности капитала (ROE) на уровне 22% и достаточности капитала на уровне 13,3%. Планируется выплата дивидендов за 2025 г. – 50% от прибыли



Риски

- Законопроект о налоге на сверхприбыль банков
- Ужесточение требований к достаточности капитала для СЗКО



ДОМ.РФ

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
Чистая прибыль	66	85	99
P/B	н.п.	0,7х	0,6х
P/E	н.п.	3,7х	3,2х
Див. дох-ть	н.п.	7,4%	13%

- Уникальный регуляторный статус и экспертиза дают возможность развивать некапиталоемкие бизнесы, которые увеличивают рентабельность капитала
- Широкий доступ ко всем участникам сферы жилищного строительства
- Фокус на низкорискованном кредитовании с залогом



В чем идея?

- Группа оперирует на растущем рынке проектного финансирования и ипотечного кредитования, где имеет уникальную экспертизу, благодаря чему показывает рост активов быстрее сектора при улучшении рентабельности капитала
- Дивидендные выплаты не менее 50% чистой прибыли



Новости

- Торги акциями начались 20 ноября 2025 г. под тикером DOMRF. Объем привлечения ДОМ.РФ в ходе IPO составил 25 млрд руб. (70% средств пришлось на институциональных инвесторов, 30% – на розничных). Доля государства в капитале снизилась до 89,9%.



Риски

- Замедление жилищного рынка и рост кредитного риска застройщиков
- Ипотечный кредитный риск

ТРЕНДЫ: СЕКТОР TMT

Мы выделяем следующие крупные сегменты:

1 Разработчики ПО

Компании из сектора в 2025 году в значительной степени пересматривали свои прогнозы по росту выручки вниз. В 2026 году мы также не ждем бурного роста рынка. Негативно на финансовые результаты будут влиять изменения налогов. У нас нет рекомендаций ПОКУПАТЬ в секторе, но наиболее интересно выглядят дешевые по мультипликаторам DATA и BAZA. Компания Яндекс формально не относится к категории разработчиков ПО.

2 Телеком

В силу относительно высокой долговой нагрузки финансовые результаты сектора существенно снизились в 2025 г. Мы ожидаем восстановления финансовых результатов в 2026 г., а также драйверами роста могут стать IPO дочерних компаний МТС и Ростелеком.

3 E-commerce

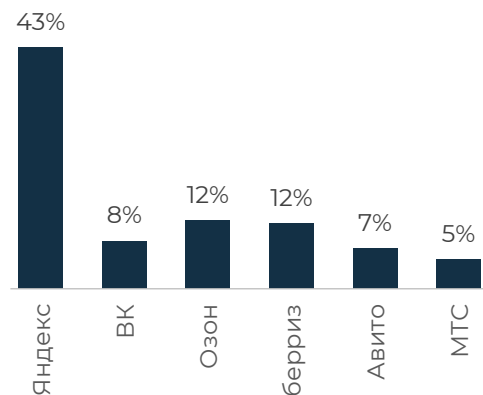
По мере достижения рынка зрелости темпы роста будут снижаться, а маржинальность улучшаться. Участники рынка будут искать новые ниши для роста. В фокусе – регулирование отрасли.

Жесткая ДКП в 2025 году повлияла на внутренний спрос и как следствие рынок рекламы, а также объемы других российских TMT-рынков, в частности рынок отечественного ПО.

Мы ожидаем, что в 2026 г. на рынке TMT будут преобладать те же тренды, дополнительное давление окажет изменение страховых взносов на ИТ-компании.

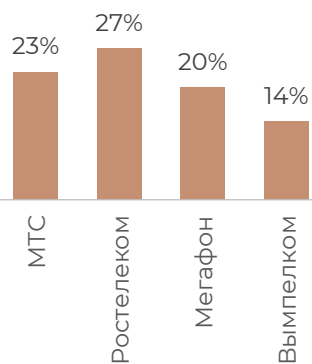
ДОЛИ ИГРОКОВ НА СВОИХ РЫНКАХ В 2024 Г.

Явное лидерство



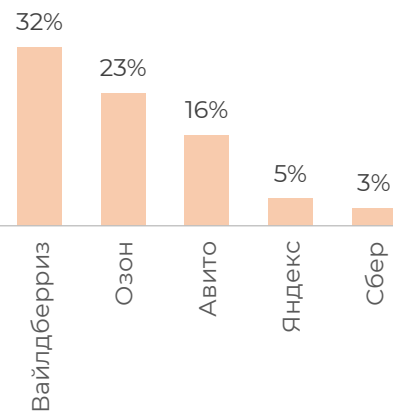
Интернет реклама

Конкуренция



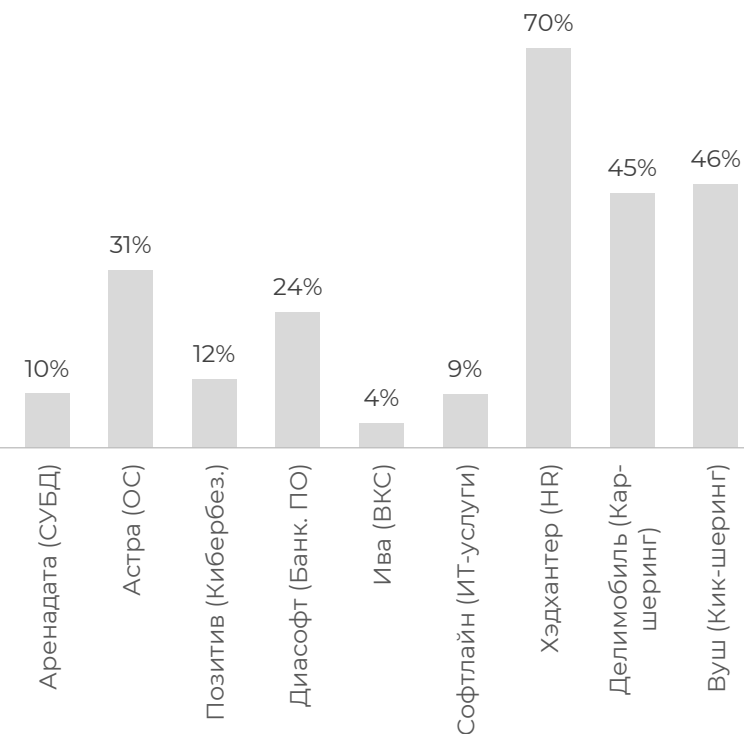
Телеком

Битва сильнейших



E-Commerce

Все по-разному



Отдельные рынки

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
Выручка	1 095	1 425	1 754
EBITDA	189	275	356
Чистая прибыль	12	52	116
FCF	30	4	39
P/E	133x	31x	12x
EV/EBITDA	9,3x	6,7x	5,3x

- Яндекс – флагман российского IT-рынка. Самая крупная компания
- Большая устойчивость финансовых показателей к кризисным явлениям
- Реклама и Такси генерируют значительные объемы FCF и позволяют обходиться без «дорогих» заемных средств на развитие
- Наличие разработок в перспективных тех. направлениях на «рынках будущего»



В чем идея?

- Фокус на внутренний рынок, широкая диверсификация бизнеса
- Наличие быстрорастущих сегментов и технологических инициатив (Алиса AI, автономный транспорт)
- Низкая относительно исторических мультипликаторов и долгосрочных прогнозных ден. потоков оценка



Новости

- В конце октября Яндекс проводил презентацию своего сегмента автономного транспорта, на которой дал оценки потенциальных рынков и информацию о текущей стадии развития своих разработок
- 29 октября компания отчиталась по МСФО за 9М25, в котором повысила свой прогноз по финансовым результатам за 2025 г.



Риски

- Насыщение весомых для компании рынков присутствия и замедление их темпов роста
- Потенциальное возвращение зарубежных компаний на ряд рынков присутствия

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
GMV	2 875	4 225	5 342
Выручка	616	961	1 370
EBITDA (IAS 17)	34	161	241
Чистая прибыль	-63	24	55
FCF (без Финтеха)	50	101	124
EV/EBITDA (IAS 17)	< 0x	9x	7x
P/E	< 0x	38x	17x
Див. доходность	0%	3,9%	8,8%

- Топ-2 на рынке E-Commerce с долей рынка 23% (32% у ВБ)
- Смещение фокуса индустрии с роста на монетизацию будет оказывать положительное влияние на FCF компании и инвестиционный кейс
- Быстрорастущие и высококорентабельные сегменты «Финтех» и «Реклама»



В чем идея?

- Постепенная монетизация бизнеса и улучшение его FCF профиля по мере снижения темпов роста
- Рост доли онлайн-покупок из-за смены поколений потребителей, а также ценового фактора (ниже цены, чем в офлайне).



Новости

- 10 ноября Озон опубликовал отчетность по МСФО за 9М25, в которой повысил прогнозы по росту GMV с 40% до 41-43% г/г и по EBITDA с 100-120 до 140 млрд руб.
- СД Озон рекомендовал выплатить 143,55 руб. на одну акцию в качестве дивидендов за 9 месяцев 2025 г. Последний день покупки акций для их получения – 19 декабря.



Риски

- Конкуренция с банками и в финансовом секторе
- Регуляторные риски
- Увеличение налоговой нагрузки на селлеров может привести к росту цен и замедлению роста выручки платформы.

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
Выручка	40	42	46
ЕБИТДА	22	21	22
Чистая прибыль	23	18	18
FCF	26	20	20
EV/ЕБИТДА	6,6х	7,1х	6,3х
Р/Е	6,4х	8,3х	8х
Див. доходность	27%	15%	13%

- Лидер рынка подбора персонала с прогнозной долей 80% по итогам 2025 г.
- Стагнация бизнеса в краткосрочной перспективе на фоне увеличения соотношения резюме к вакансиям и жесткой ДКП
- Стабильно высокие показатели FCF

В чем идея?

- Несмотря на негативные тенденции на рынке труда в 2025-2026 г., в долгосрочной перспективе по мере прогнозируем повышение темпов роста и рентабельности FCF на фоне реализации отложенного спроса
- Дисконт к медианным мультипликаторам аналогов при существенно лучших финансовых показателях. Дивидендная доходность выше рыночных значений.

Новости

- Хэдхантер 14 ноября отчитался по МСФО за 3К25, где понизил свой прогноз по темпам роста выручки за 2025 г. С 8-12% до 3%
- По словам менеджмента, доля НН на рынке подбора персонала растет в 2025 году, так как в кризисные моменты HR-бюджеты концентрируются в наиболее эффективных каналах привлечения персонала.

Риски

- «Рынок работодателя» и слабый спрос на текущем этапе
- Регуляторные риски, в т.ч. налоговые
- Долгосрочное потенциальное снижение потребности в персонале из-за развития ИИ, беспилотных машин и гуманоидных роботов.



Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
Выручка	704	787	883
ЕБИТДА (IAS 17)	205	226	256
Чистая прибыль	51	9	54
FCF	0	-3	31
EV/ЕБИТДА (IAS 17)	5,3x	3,9x	3,8x
P/E	9x	48x	8x
Див. доходность	16%	16%	16%

- МТС - топ-2 игрок на рынке телекоммуникаций с долей 23% по итогам 2024 г.
- Компания развивает собственную экосистему, в которую выходят сервисы кикшеринга, IaaS+PaaS, видеосервисов, fintech, adtech и пр.



В чем идея?

- Стабильные и предсказуемые дивидендные выплаты с высокой и «гарантированной» доходностью
- IPO дочерних компаний, потенциально способных увеличить капитализацию МТС
- Потенциальная продажа башенного бизнеса и направление денег со сделки на погашение долга.



Новости

- 13 ноября МТС опубликовал отчетность по МСФО за 9М25. Выручка группы выросла на 14,1%, до 585 млрд руб. ОИВДА выросла на 11,7% г/г, до 208 млрд руб.



Риски

- Высокая долговая нагрузка
- Регулирование тарифов со стороны ФАС
- Ослабление курса рубля приводит к росту цен на используемое оборудование.

ТРЕНДЫ: ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР

Основные тренды:

1 Замедление продаж и сокращение инвестиций в рост

В фокусе потребителя – экономия. Вместе со снижением инфляции это приведет к замедлению роста продаж ритейлеров в 2026 г.

На фоне ослабления спроса, сокращения рентабельности и роста долговой нагрузки, ряд компаний может сократить инвестиции в рост.

2 Консолидация сектора

Мы ожидаем в 2026 г. продолжение сделок M&A в секторе продуктового и непродуктового ритейла и роста доли основных игроков на рынке.

3 Рост доли онлайн-продаж, но улучшение рентабельности

Рынок e-grocery становится более зрелым. Игроки меньше инвестируют в скидки и доставку, а потребители готовы платить за доставку. Темпы роста онлайн-продаж замедлятся, финансовые результаты e-grocery могут улучшиться.

4 Маркетплейсы и непродовольственная розница

Несмотря на выравнивание налоговой нагрузки на малых предпринимателей и крупный бизнес, маркетплейсы продолжают забирать долю рынка ритейлеров благодаря сформировавшимся привычкам потребителей.

Замедление экономики и негативные тенденции на рынке труда снижают потребительскую уверенность, что отражается в замедлении выручки ритейлеров и снижении продаж в некоторых категориях в натуральном выражении. Дополнительное негативное влияние на спрос окажет рост НДС.

В фокусе потребителей – экономия, но такие тренды как рост доли онлайн-продаж, здоровый образ жизни и рост доли востребованных форматов будут оказывать влияние на результаты компаний.

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
Выручка	3 908	4 706	5 513
ЕБИТДА (IAS 17)	252	261	324
Чистая прибыль	110	86	93
FCF	51	-5	50
EV/ЕБИТДА (IAS 17)	3,0x	4,0x	3,5x
P/E	6,5x	8,4x	7,7x
Див. доходность	12%	16%	17%

- X5 – лидер на рынке продуктовой розницы с долей 16,9% по итогам 1 полугодия 2025 г.
- Активное развитие востребованных форматов, в том числе жесткого дискаунтера – «Чижик»



В чем идея?

- Сила бренда и стабильно высокий трафик сети
- Диверсификация форматов бизнеса
- Улучшение рентабельности развивающихся направлений – Чижик и e-grocery



Новости

- 13 ноября X5 объявил о размере рекомендуемых дивидендов за 9М2025 г. в размере 368 руб. на акцию
- 27 октября X5 опубликовал отчетность по МСФО за 9М25. Выручка в 3К25 выросла на 18,5% г/г и составила 1,16 трлн руб., ЕБИТДА увеличилась на 0,6% и составила 72 млрд. руб.



Риски

- Снижение рентабельности бизнеса из-за масштабирования «Чижик» и онлайн-продаж
- Конкуренция
- Трудность дальнейшего роста в связи с достигнутым масштабом

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
Выручка	888	1 111	1 356
ЕБИТДА (IAS 17)	68	85	100
Чистая прибыль	25	35	44
FCF	35	6	16
EV/ЕБИТДА (IAS 17)	4,2х	3,3х	2,7х
Р/Е	9,3х	6,5х	5,1х
Див. доходность	0%	0%	0%

- Лента – топ-4 игрок на рынке продуктовой розницы с долей 3,4% по итогам 1П2025 г.
- Активно развивающийся бизнес как через органический рост, так и через М&А



В чем идея?

- Высокая рентабельность и эффективность роста.
- Большой потенциал роста, в т.ч. за счёт М&А.
- Комфортный уровень долга.



Новости

- 10 декабря Лента приобрела 67% в капитале одной из крупнейших сетей Дальнего Востока – «Реми»
- 27 ноября Лента объявила о стратегических планах до 2028 года.



Риски

- Увеличение объема инвестиционных затрат и снижение рентабельности из-за активного развития сети.
- Конкуренция.

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
Выручка	135	162	185
ЕБИТДА (IAS 17)	13	17	18
Чистая прибыль	5	7	9
FCF	8,9	7,5	8,3
EV/ЕБИТДА (IAS 17)	4,4x	2,7x	2,3x
Р/Е	10,3x	5,1x	4,1x
Див. доходность	11%	11%	17%

- Новабев Групп – №1 производитель крепкого алкоголя в России
- Собственная сеть «ВинЛаб» – №1 ритейлер среди специализированной алкогольной розницы в России и лидер рынка продаж алкоголя в онлайн-сегменте



В чем идея?

- Растущая собственная специализированная розничная сеть «ВинЛаб» и её потенциальное IPO как фактор роста акционерной стоимости
- Стабильные и предсказуемые дивиденды в размере >50% чистой прибыли не реже 2 раза в год
- Устойчивость спроса на продукцию Компании в кризис и вопреки меняющимся трендам на рынке



Новости

- Отгрузки Новабев Групп за 9М25 снизились на 3% г/г. Снижение связано с хакерской атакой, произошедшей 14 июля. В сентябре негативный тренд был изменен, рост составил +2% г/г.
- Отгрузки собственных брендов снизились на 1% до 8,4 млн декалитров с 8,5 млн декалитров годом ранее.



Риски

- Тренд на здоровый образ жизни и сокращение спроса на алкоголь
- Ужесточение государственного регулирования алкогольной отрасли
- Конкуренция со стороны других игроков алкогольного рынка

Показатель, млрд руб.	2024	2025П	2026П
Выручка	33	43	51
ЕБИТДА (IAS 17)	10	12	15
Чистая прибыль	10	11	13
FCF	10	6	7
EV/ЕБИТДА (IAS 17)	9,5x	7,4x	6,0x
P/E	10,1x	9,4x	7,8x
Див. доходность	13%	5%	7%

- Топ-2 игрок на рынке платной медицины с долей 2% и лидер на рынке родовспоможения с долей 1% по итогам 2024 г.
- Уникальные компетенции в сегменте родов и репродуктивных технологий
- Устойчивое финансовое положение и отсутствие долга



В чем идея?

- Стабильные и предсказуемые дивиденды в размере >60% чистой прибыли 2 раза в год
- Высокорентабельный и нециклический растущий бизнес с 0% налога на прибыль
- Возможность неорганического роста за счет M&A с учетом высокой фрагментации рынка



Новости

- 30 октября Мать и дитя опубликовала операционные результаты за 9M25:
 - Число амбулаторных посещений 2,9 млн (+63%).
 - Число койко-дней 106 800 (-3%)
 - Число принятых родов 9480 (+14%)
 - Число пункций ЭКО 15 870 (+8,6%).
 - По всем направлениям вырос средний чек — на 7,2–19,6%.



Риски

- Нарастающая конкуренция за пациентов и медперсонал, в том числе со стороны государства
- Сокращение потока пациентов
- Рост расходов, в том числе на ФОТ, который опережает рост цен на оказываемые услуги

