



**ДОХОД**  
управляющая компания

# Стратегия на российском рынке акций 2026



## О стратегии

Российский рынок акций продолжает оставаться сложным и давление на него оказывается со всех сторон - и со стороны альтернативной доходности денежного рынка, и со стороны крепкого рубля и со стороны санкций. На этом фоне компании с низким долгом, хорошим корпоративным управлением и сильной бизнес-моделью будут оставаться приоритетными направлениями инвестиций в наших активных портфелях.

В случае ослабления санкционного давления в 2026 году, активным портфелям будет сложно "обыграть" индекс широкого рынка, в котором огромные доли занимают Сбербанк, Лукойл и Газпром. Однако, отдельные истории типа Новатэка, Яндекса и Т-Технологий позволяют надеяться на реализацию возможностей получить еще более высокую доходность. Сильные компании второго эшелона (сети, потребительский сектор, финансы) также могут продолжить расти лучше рынка и играть роль эффективной диверсификации для снижения рисков. В остальном мы постараемся инвестировать достаточно много и в самых качественных индексных гигантов (Сбербанк и Лукойл), чтобы получить преимущества в случае снижения внешних рисков.

Эта стратегия служит основой для долгосрочных вложений, не ограничиваясь однолетним горизонтом. Это обновление наших взглядов на отдельные акции в рамках долгосрочных инвестиций. Многие позиции мы держим годами и, как и прежде, стараемся избегать чрезмерного влияния краткосрочных факторов на наши оценки и ориентируемся на долговременные перспективы изменения стоимости компаний.

Мы используем наш выбор акций для формирования активных портфелей по отношению к Индексу МосБиржи. Роль таких портфелей обычно является вспомогательной в рамках общей стратегии долгосрочного инвестирования. Активные позиции из этой стратегии используются в нашем биржевом фонде WILD ETF и ОПИФ "ДОХОДЪ. Российские акции. Первый эшелон", который доступен для легкой покупки на платформе ФинУслуги.

Диверсификация останется ключевым компонентом нашего подхода к инвестированию, минимизируя риски, связанные с отдельными эмитентами и повышая вероятность достижения требуемого уровня долгосрочной доходности.

## Содержание

Тактические позиции .....	3
Нефть и газ .....	4
Металлы .....	7
Электроэнергетика .....	8
Химия .....	9
Потребсектор .....	10
Телекомы и IT .....	12
Финансы .....	13



## Тактические позиции в российских акциях

**Сбербанк (ао и ап)** - рост прибыли и дивидендов, достойный показатель ROE.

**Совкомбанк** - снижение ключевой ставки Банка России, рост "нерегулярной" прибыли.

**Т-Технологии** - стремительно растущий банк с высоким ROE.

**ДОМ.РФ** - низкая оценка, высокий ROE и цена риска ниже сектора.

**Банк Санкт-Петербург** - недооценка, дешевое фондирование, избыток капитала, возможен рост выплаты дивидендов.

**Инарктика** - восстановление производства после гибели мальков и планы роста до 60 тыс. тонн рыбы

**Новабев** - идея в IPO дочки - бурнорастущий сети ВинЛаб

**Черкизово** - крепкая акция потребительского сектора, возможность проведения SPO

**Русагро** - большой потенциал переоценки и не слишком большие риски (почти все уже учтено).

**Сургутнефтегаз (ап)** - валютная диверсификация портфеля акций.

**НОВАТЭК** - лучшая ставка на мир, гораздо интереснее Газпрома, идея в полноценной работе Арктик СПГ-2.

**Роснефть** - сильная компания в нефтегазовом секторе, налоговые льготы и возможный рост.

**Транснефть (ап)** - стабильный бизнес с хорошими дивидендами, главный момент - тарифы

**ЛУКОЙЛ** - высокий уровень корпоративного управления и репутация компании переживут санкции.

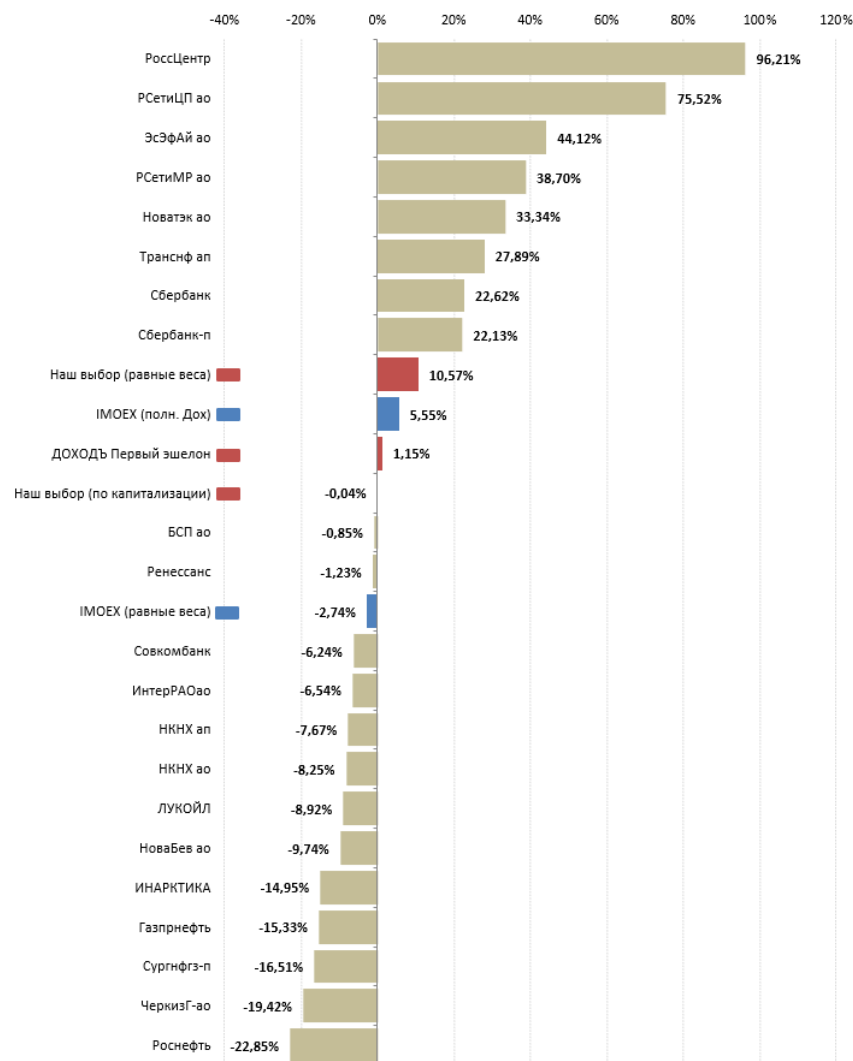
**ММК** - в ожидании циклического роста, компания провела широкую инвестиционную программу, нет долга.

**Россети Центр, Центр и Приволжье, Московский регион** - рост тарифов и дивидендов.

**Интер РАО ЕЭС** - прохождение пика инвестиций, рост бизнеса.

**Яндекс** - финтех, беспилотники, ИИ, роботы, имеет справедливую оценку.

Полная доходность (с учетом дивидендов) нашего выбора акций и основных бенчмарков в 2025 году



Полная доходность с учетом дивидендов рассчитана за период с 28.12.2024 по 29.12.2025. В выборку вошли все акции, которые находились в активном портфеле (нашем выборе) в любое время в течение указанного периода (в результате зимнего и летнего пересмотра портфеля и его ребалансировки). Веса акций для портфеля «Наш выбор (средние веса)» рассчитаны исходя из средних весов конкретных акций в активном портфеле в период расчета. ОПИФ ДОХОДЪ Первый эшелон означает ОПИФ РФИ ДОХОДЪ. Российские акции. Первый эшелон. Информация о фонде: <https://www.dohod.ru/individuals/mutual-funds/open-funds/ra>. Прошлые результаты не гарантируют будущую доходность. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Источник: МосБиржа, УК ДОХОДЪ





# Нефть и газ

## Добыча

ОПЕК+ каждый месяц постепенно повышает добычу нефти. Повышает добычу нефти и Россия. Уже в ноябре 2025 г. у России локальный максимум по добыче - 9,43 млн барр./сутки.

По прогнозам, в 2025 году добыча нефти и газового конденсата в России ожидается на уровне 516 млн тонн, уже в 2026 году она составит 525 млн тонн, а в 2027 - 533 млн тонн.

## Цены

Наши ожидания средних цен на нефть марки Brent в 2026 году составляют \$67-71/барр.

Это весьма оптимистичный взгляд. Добавим, что продолжает существовать дисконт Urals к Brent на уровне \$10-14/барр. на фоне трудностей с логистикой и действием «потолка цен» на российскую нефть.

## Рынок

В данный момент все нефтяные бумаги испытывают давление: дисконты, санкции, сильный рубль – всё против них. По сути, сложился идеальный шторм для нефтегазовых бумаг России. Однако, как всегда, где кризис, там и возможности.

Ожидания по ослаблению рубля, нормализации ситуации с дисконтами помогут вернуться к хорошим финансовым результатам компаниям сектора. Вкупе с высокой дивидендной доходностью это приводит к сохранению нефтяных компаний среди наших предпочтений.

## наш выбор

- ▶ Сургутнефтегаз (ап)
- ▶ НОВАТЭК
- ▶ Роснефть
- ▶ Транснефть (ап)
- ▶ Лукойл

## изменения

- Газпром нефть

## Транснефть (ап)

Транснефть смогла преодолеть проблемы, связанные с геополитической напряженностью. Гибкость и наличие морских портов (Приморск, Усть-Луга, Новороссийск) помогли получить отличный финансовый результат.

Транснефть, по сути, тот самый «мост», который зарабатывает при любой конъюнктуре на нефтяном рынке. В данный момент добыча нефти в России растет.

Увеличение ставки налога на прибыль с 2025 года до 40% (фактически равно 37%, не затронуло дочерний портовый бизнес компании) было компенсировано ростом процентных доходов. Интересный момент, что чистый долг выше 300+ млрд руб. в 2015-2019 гг. сменился чистой денежной позицией, сейчас это выше 200+ млрд руб.

Напомним, что компании принадлежит 57,4% от всех паев ЗПИФ «Газпромбанк – Финансовый», которая в свою очередь владеет 53,6% от всех префов. То есть у Транснефти квазиказначейский пакет префов с долей 30,75% от их общего количества или 47,8 млн акций. Следовательно, квазиказначейский пакет 6,6% от всего акционерного капитала.

**Ожидаемый уровень дивидендной доходности на ближайшие 12 месяцев равен 14,8%. DCF-модель с учетом всех рисков дает неплохой потенциал роста акций компании - рейтинг 17 из 20, что соответствует рекомендации «Strong Buy».**



# Нефть и газ (продолжение)

## наш выбор (продолжение)

### ЛУКОЙЛ

Компания из года в год подтверждала статус «дивидендного аристократа» - повышала размер дивидендов каждый год (хотя бы в рублях). Эта традиция была прервана в 2025 году. Как и на других нефтяников на ЛУКОЙЛ отрицательно повлияли сильный рубль, низкие цены.

После введения SDN-санкций со стороны США теперь встал вопрос о судьбе уже зарубежных активов ЛУКОЙЛа, на которые приходится примерно 15% EBITDA компании. Интересный факт - иностранные активы ЛУКОЙЛа, которые всегда были драйверами роста и считались преимуществом компании, теперь играют противоположную роль.

ЛУКОЙЛ участвует в проектах в Азербайджане, Казахстане, Узбекистане, Ираке, Египте, Камеруне, Нигерии, Гане, Мексике, ОАЭ, Республике Конго. Компании принадлежит НПЗ в Болгарии, Румынии, Нидерландах, а также сеть АЗС в 19 странах в количестве около 2,5 тыс. заправок.

Доказанные запасы нефти и газа по международным проектам ЛУКОЙЛа на конец 2024 года составили 1 трлн 345 млрд барр. н.э. Добыча нефти с газовым конденсатом по международным проектам без учета проекта Западная Курна-2 составила в 2024 году 3,9 млн т, добыча газа - 16,2 млрд куб. м. Объем переработки на европейских НПЗ группы в 2024 году составил 13,5 млн т. Розничные продажи нефтепродуктов за рубежом в 2024 году были на уровне 4,2 млн т.

Неопределенность по вопросу реализации иностранных активов ЛУКОЙЛа в данный момент носит определяющий характер. Однако, мы ожидаем, что в случае улучшения геополитической ситуации Лукойл будет одной из первых компаний, с которой санкции будут сняты.

Еще одно знаковое событие 2025 года - были выкуплены акции у российского мажоритарного акционера и сооснователя компании Леонида Федун (10%). Федун решил отказаться от российских активов, поскольку является резидентом Монако. В дальнейшем из 106 млн казначейских акций было решено 76 млн акций погасить (это хорошо), а оставшуюся часть использовать в качестве мотивации персонала.

**Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. составляет 17,2% сейчас находится под вопросом, как и в принципе вся DCF-модель. Нами был снижен рейтинг до 16 из 20, что соответствует рекомендации «Вуу» с учетом уже снизившихся котировок. Продолжаем удерживать позицию.**

### Сургутнефтегаз (ап)

Покупка префов Сургутнефтегаза - это, в первую очередь, ставка на девальвацию рубля, а это чистая полезность для диверсификации портфеля акций.

Компания обладает внушительной денежной позицией (сейчас это около 5,6-5,7 трлн руб.). Состав «кубышки» сейчас неизвестен, однако можно предположить, что какая-то часть переведена в юани и рубли. Ослабление рубля приводит к росту прибыли и дивидендов за счет переоценки валютной «подушки» и наоборот.

По итогам 2025 года с учетом укрепления рубля дивиденд по префам будет стремиться к 1 руб. на акцию, однако в 2026 году при ослаблении рубля до 95-100 руб. можно будет ожидать большой дивиденд - 9-11 руб. на акцию.

Недооценка компании по мультипликаторам обусловлена неэффективной структурой капитала. Поэтому в активном портфеле ее акции в большей степени играют роль валютной диверсификации, чем ставки на фундаментальную переоценку внутренней стоимости.

**Дивиденды за 2026 год к текущим котировкам могут принести дивидендную доходность на уровне 22-27%. Рекомендация - держать долю акций в портфеле выше, чем предполагает бенчмарк (в индексе МосБиржи - 1.6%).**



# Нефть и газ (продолжение)

## Новатэк

НОВАТЭК продолжает испытывать сложности с газовозами и невозможностью полноценной работы нового проекта Арктик СПГ-2. Были новости о возможном вхождении в капитал проекта американского инвестора в рамках переговоров между Россией и США по украинскому конфликту.

Проект «Арктик СПГ 2» предусматривал строительство трех очередей по производству сжиженного природного газа мощностью 6,6 млн тонн в год каждая на основаниях гравитационного типа, на которые устанавливаются СПГ-модули. Первая и вторая очереди уже запущены, но не могут работать из-за отсутствия танкеров. НОВАТЭК в данный момент придумывает способы осуществления работы данного проекта хотя бы частично. Регулярно хотя бы в летний период уходят танкеры в сторону Азии.

Помимо «Ямал СПГ» и «Арктик СПГ-2» НОВАТЭК прорабатывает и другие варианты: новый проект «Мурманский СПГ» с двумя или тремя линиями по 6,8 млн т/г. В рамках этого проекта необходимо построить газопровод-отвод «Волхов - Мурманск - Белокаменка», его будет строить Газпром (планируется ввод к 2030-2032 г.). Мурманский СПГ будет использовать электроэнергию с профицитной Кольской АЭС, а газ с завода может вывозиться танкерами без ледового класса. НОВАТЭК для проекта намерен использовать собственную ресурсную базу. «Мурманский СПГ» может быть запущен не ранее 2032 г.

**В данный момент трудности компании оказывают давление на дивидендные выплаты. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 5,4%.**

**Мы ожидаем, что в случае ослабления геополитической напряженности Новатэк будет одной из первых компаний, с которой будут сняты санкции. В этом сценарии акции компания могут стать главным катализатором роста активного портфеля акций (в индексе МосБиржи их вес составляет всего 4,17%).**

**Увеличение доли высокомаржинальных продаж СПГ в общей структуре выручке кардинально изменить финансовые показатели компании. DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании - рейтинг 19 из 20, что соответствует рекомендации «Strong Buy».**

## Роснефть

Роснефть, как и другие российские нефтяники испытывает давление на финансовые результаты. Дисконты, проблемы с теневым флотом, атаки на объекты компании, недавно добавились SDN-санкции от США. Но компания вполне успешно демонстрирует способность адаптироваться к ограничениям, связанным с санкциями. Львиную долю экспорта у компании теперь занимают поставки в Китай и Индию, что помогло преодолеть эмбарго со стороны западных стран государственном уровне. Поставки более дорогой нефти ESPO (скидки на нефть ESPO в моменте увеличились в портах Китая до рекордных \$6-\$8/барр. против \$15-\$20/барр. по Urals) в Азию положительно влияют на прибыльность. Компания активно развивает газовые проекты.

Ставка на Роснефть – это долгосрочные инвестиции. Реализация проекта «Восток Ойл» — это драйвер для переоценки акций Роснефти в будущем. Первая очередь будет запущена в 2026 году, к 2033 году планируется поставка 115 млн тонн нефти в год с данного проекта. Нефть будет поступать в порт Бухта Север по трубопроводу длиной 770 км и дальше направляться по Северному морскому пути. Объем инвестиций составляет около 12 трлн руб. В дальнейшем Роснефть будет иметь большую долю добычу в высокомаржинальных проектах с особым налоговым режимом («Восток Ойл» и «Сахалин-1»), что положительно отразится на его финансовых результатах.

В отчетности за 9 месяцев 2025 г. Роснефть продемонстрировала резкое снижение чистого долга на 0,84 трлн руб., скорее всего это был очередной аванс от Китая. Компания продолжает выплачивать дивиденды, возобновила выкуп собственных акций.

**Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 5%. Покупка лидера российской нефтянки на дне рынка – это хорошая идея. Пройдя пик капзатрат в ближайшие 2-3 года по проекту Восток Ойл, компания начнет получать мощную отдачу. DCF-модель дает хороший потенциал роста акций компании - рейтинг 17 из 20, что соответствует рекомендации «Strong Buy».**



# Металлы

## Цены

Цены на металлы продолжают прибывать на циклическом дне. Мировое производство умеренно сокращается. Против всех российских экспортеров играет сильный рубль, однако, наши черные металлурги в основном ориентированы на внутренний рынок.

## Рынок

Возможен рост котировок в отдельных историях по мере снижения геополитического накала и выхода из циклического дна отрасли. Рынок в ожидании разворота цикла, но, когда он произойдет – неизвестно.

## наш выбор

- ММК

## изменения

- + ММК
- НЛМК (убрали из "обратить внимание")

## ММК

ММК, как и весь сектор, проходит через циклический кризис, однако, крепкий баланс внушает уверенность в завтрашнем дне (компания имеет запасы кэша, а не долга). Потенциально, мы считаем, что именно текущий момент наиболее интересен для покупки циклической бумаги. Хотя и соглашаемся, что угадать дно цикла очень сложно.

В данный момент компания приостановила выплату дивидендов для более комфортного прохождения сложного периода. Компания осуществляет широкую инвестпрограмму. Потенциально это долгосрочная инвестиция до 2028-2030 гг., когда ММК завершит инвестпрограмму и сектор войдет в фазу роста. Более слабый рубль также сыграет в плюс компании.

**DCF-модель дает оценку – 16 из 20. Рекомендация «Ву» - держать долю акций выше уровня бенчмарка.**



# Электроэнергетика

## ДПМ-2 (КОММод\*)

Вопрос устаревшего оборудования все так же актуальна и, согласно оценке Минэнерго, в России в ближайшее время необходимо обновить или вывести из эксплуатации более половины генерирующих мощностей.

Сейчас действует новая программа по отбору проектов для модернизации ДПМ-2 (КОММод). Главной задачей является замена (модернизация) старого оборудования, а не строительство новых объектов, поэтому при отборе проектов приоритет отдается старому оборудованию, и имеются ограничения на изменение установленной мощности. Львиная доля мощности, как и наибольший приток инвестиций, придутся на две компании – ИНТЕР РАО ЕЭС и Юнипро.

## Рынок

Электросетевые компании продолжают оставаться интересными ростом тарифов и потенциально крупными дивидендными выплатами. Кроме того, возможными драйверами роста котировок некоторых энергокомпаний (ИНТЕР РАО, ТГК-1, Юнипро, электросетевые компании) могут стать сделки M&A.

\*ДПМ-1 – это программа договоров о предоставлении мощности, основной целью ее является стимулирование инвестиций в генерацию (2010-2020 гг.).

\* КОММод – «конкурентный отбор модернизированных мощностей», он же ДПМ-2, это отбор проектов модернизации генерирующих объектов тепловых электростанций (ТЭС) на конкурентной основе. Данный механизм был призван привлечь новые инвестиции в техническое перевооружение генерирующего оборудования тепловой генерации (2022-2031 гг.).

## наш выбор

- ▶ Россети Центр и Приволжье
- ▶ Россети Центр
- ▶ Россети Московский регион
- ▶ Интер РАО ЕЭС

## ИЗМЕНЕНИЯ

нет изменений

## Россети Центр, Центр и Приволжье, Московский регион

В секторе электроэнергетики несмотря на стремительный рост котировок в 2025 году мы продолжаем удерживать крепкие дочки электросетевого холдинга – Россети Московский регион, Россети Центр и Россети Центр и Приволжье. Это стабильные компании из коммунального сектора с высокой ожидаемой дивидендной доходностью (14-20%), с очень привлекательными мультипликаторами (P/BV около 0,2-0,4 и P/E около 2-3).

Из последних новостей, согласно инвестиционным программам, стоит ожидать еще более высоких дивидендов, однако продолжает существовать риск различных списаний. В конце 2025 года утвержден новый план роста тарифов (тариф для сетевых компаний проиндексируют более чем в 2 раза выше инфляции), новая индексация сетевых тарифов на 2026-2028гг. оказалась выше, чем предыдущий прогноз. Кроме того, большинство сетевых дочек в 2025 году перешли на модель розничного рынка электрической энергии – «Котел сверху», что одновременно привело к скачку выручки на 30-50% и в итоге повысило прибыль.

**Материнской компании ФСК-Россети предстоят огромные инвестиции, с чем должны помочь дочерние структуры своими дивидендами. DCF-модель по данным электросетевым компаниям дает оценку – 18-20 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.**

## Интер РАО ЕЭС

ИНТЕР РАО планирует реализовать свою денежную кубышку – через сделки M&A и большие капитальные затраты (предстоят крупные проекты по ДПМ-2 – пик программы в 2025-2026 г.), инвестиционные кредиты субсидируются. В 2024-25 гг. именно кубышка скомпенсировала просадку по операционной деятельности (рост издержек).

ИНТЕР РАО – это долгосрочная ставка на 2030 год. По программе ДПМ-2 (КОММод) запланирован ввод совокупной мощностью 3,5 ГВт, при этом общий объем инвестиций до 2030 г. равен 1 трлн руб. В планах до 2030 г. выход на уровень выручки 2,3 трлн руб. и EBITDA – 350 млрд руб. Компания активно развивается в машиностроении, продолжает скупку энергосбытов. Существует также крупный казначейский пакет акций.

**Сейчас чистая денежная позиция всё еще больше капитализации. Ожидаемая дивидендная доходность в ближайшие 12 месяцев равна 12,9%. Бумаги Интер РАО имеют оценку 18 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.**

## Цены

Цены на удобрения и нефтехимию восстанавливаются после недавнего сильного падения. Однако сильный рубль очень мешает выручке, но помогает курсовым по переоценке валютных долгов.

## Производство

Закрытие европейский высокомаржинальный рынок остался в прошлом для российских химиков. Производители нефтехимии также сталкиваются с проблемами реализации продукции и осуществляют переориентацию на Восток.

## Рынок

Производители химической продукции не представляют интересов из-за довольно высокого уровня их котировок и коррекции цен на удобрения, а вот компании из сектора нефтехимии привлекают ростом бизнеса в будущем.

## наш выбор

- ▶ В секторе нет претендентов для основного портфеля

## изменения

- НКНХ (есть в "обратить внимание")

## На что можно обратить внимание

### НКНХ (ао и ап)

Нижнекамскнефтехим осуществил ввод нового олефинового (этиленового) комплекса ЭП-600. Ввод ЭП-600 позволит перерабатывать 1,8 млн тонн прямогонного бензина в год для получения 600 тыс. тонн этилена и целевых продуктов: пропилена (273 тыс. тонн), бензола (249 тыс. тонн) и бутадиена (88 тыс. тонн), что практически удвоит объем производства предприятия. Еще к 2026 году будет проведена реконструкция старого этиленопровода, что поможет повысить прокачку этилена с «Нижнекамскнефтехима» на «Казаньоргсинтез» в 2,5 раза до 500 тыс. тонн в год.

Однако продукция комплекса ЭП-600 не является конечной, и чтобы еще увеличить маржинальность бизнеса будут осуществлены еще инвестиции в производство дальнейшего передела. Компания приступила к строительству двух новых производств - установки этилбензола и стирола, а также установки полистирола (сумма инвестиций 180 млрд руб.). Полистирол станет конечным продуктом данной цепочки. Проектная мощность производств: 350 тыс. тонн этилбензола, 400 тыс. тонн стирола и 250 тыс. тонн полистирола в год соответственно. Сырьем для них станет продукция комплекса ЭП-600, планируемый срок запуска - 2028 год. Отмечается, что эти проекты позволят российскому рынку выйти на самообеспеченность сразу по двум видам синтетических материалов - полистиролу (в 2023 г. импортировано 80 тыс. т при емкости рынка 400 тыс. т) и АБС-пластикам (ежегодно импортируется 30 тыс. т из потребляемых 50 тыс. т).

Главным риском является потенциальные действия мажоритарного акционера (СИБУР). Возможно отсутствие дивидендов, а также выкуп акций, который может иметь дискриминационный характер в адрес владельцев префов.

Повторим, что бумаги НКНХ это ставка на далекое будущее. По этой причине, а также серьезных опасений по поводу действий СИБУРа мы сейчас не можем рекомендовать акции НКНХ в основной портфель. Покупка акций для долгосрочных инвесторов, готовых ждать до 2030 года - момента полноценной отдачи всех запланированных мощностей.



# Потребсектор

## Инфляция

Скачок инфляции оказывает положительное влияние на компании из сектора, но в дальнейшем маржинальность бизнеса будет падать из-за роста расходов.

## Рынок

Существуют проблемы с переключением роста цен на потребителя в связи с ограничительными мерами со стороны государства. Интересны лишь отдельные компании. Ставка на крепкий потребительский сектор. Сильный рубль играет на стороне сектора.

## наш выбор

- ▶ Черкизово
- ▶ Инарктика
- ▶ НоваБев
- ▶ Русагро

## изменения

+ Русагро

## Инарктика

Инарктику однозначно можно назвать компанией роста из потребительского сектора. Год назад компания пережила реализацию биологических рисков (гибель мальков), сейчас она занимается восстановлением объемов производства. Кроме того, в планах стоит рост производства до 60 тыс. тонн (горизонт 2030 г.). В 2023-2024 гг. Инарктика реализовала 25,7-28,2 тыс. тонн рыбы. Негативным моментом можно отметить падение цены на рыбу в 2025 году с рекордного уровня ранее.

Инарктика выстраивает вертикально интегрированный бизнес, строятся смолтовый завод в Карелии и кормовой завод в Великом Новгороде, ранее были приобретены несколько заводов по выращиванию малька в России. Это позволит компании повысить самообеспеченность мальком и снизить зависимость от импорта.

**Рост бизнеса, долг на низком уровне, высокая рентабельность, рост дивидендов делает Инарктику интересной для инвестиций. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 10,5%. По нашей DCF-модели Инарктика имеет оценку 20 из 20, что соответствует рекомендациям «Strong Buy».**

## НоваБев

НоваБев продолжает активно развивать собственную розничную сеть «ВинЛаб» (на сентябрь 2025 - 2163 магазина, в новой стратегии была озвучена цель к концу 2029 - 4000 и выручка ВинЛаб - 200 млрд руб. за год, по итогам 2024 г. - 86,3 млрд руб.). ВинЛаб приносит львиную долю EBITDA группы. Идет подготовка к IPO ВинЛаб.

Однако хакерская атака смазала 2025 год, из-за которой сеть не работала около 2 недель полностью и далее до сентября с перебойми потери в отгрузках составили около 20% в 3 квартале 2025. Но стоит смотреть в будущее. Планируемые темпы роста выручки ВинЛаб по итогам 2025 года находятся в диапазоне 12-17%, в 2026 году прогнозируется рост на 18-25%, а к 2029 году ожидается удвоение выручки относительно 2025 года.

**Компания поменяла свою дивидендную политику - более 50% от чистой прибыли (платит 80-95%), ранее норматив по коэффициенту дивидендных выплат был на уровне 25%. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 10,3%. Есть большая доля квазиказначейских акций (25,3%). Бумаги НоваБев имеют оценку 20 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня**



# Потребсектор (продолжение)

## наш выбор (продолжение)

### Черкизово

Черкизово пожинает плоды предыдущих инвестиций в новые мощности производства, а также сделки M&A. Компания фокусируется на продажах продуктов с высокой добавленной стоимостью. По последней отчетности за 3 квартал 2025 г. наблюдаются отличные результаты за квартал - рост выручки на +14% обусловлен ростом цен (в среднем на +13%) во всех сегментах, цены на куриное мясо и свинину выросли на +12,9% и +18,8% соответственно. Благоприятная ценовая конъюнктура и улучшенная структура продаж в сочетании с повышением эффективности производства и снижением цен на зерно нового урожая обеспечили рост скорректированной EBITDA на +47,1% в 3 квартале 2025 г., до 20 млрд руб. за квартал.

Определенным риском для Черкизово могут быть ограничительные действия со стороны государства в целях торможения роста цен. Компания продолжает развитие - Черкизово планирует увеличить мощности по производству курятины до 1,1 млн т, свинины - до 400 тыс. т (производство в 2023 г. курятина 859 тыс. т, а свинины - 282 тыс. т). Черкизово в текущий момент существенно сократила инвестиционную программу из-за снижения субсидируемого финансирования и высокой стоимости заемного капитала. Однако Черкизово удается показывать хорошие финансовые результаты несмотря на рост чистых финансовых расходов (увеличились в 2,2 раза за 9 мес. 2025 г.).

**Компания вернулась к выплате дивидендов. Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 15%. Бумаги Черкизово имеют оценку 20 из 20. У Черкизово были планы по проведению SPO, так как доля free-float менее 5%. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций значительно выше уровня бенчмарка.**

### Русагро

В операционному плане бизнес в хорошем состоянии, диверсифицирован и работает в штатном режиме. Выручка Русагро за 9 месяцев 2025 года в формате LTM растет на 21%. Выручка увеличилась в основном за счет роста объемов реализации сырого масла и повышения продаж мясного бизнеса, в том числе за счет консолидации группы «Агро-Белогорье».

Бумаги Русагро сейчас испытывают сильное давление из-за уголовного дела против основного собственника Вадима Мошковича и бывшего CEO компании Максима Басова. Дивидендные выплаты приостановлены. Доля дочернего предприятия «Агро-Белогорье» передана в доверительное управление АО «Корпорация «Развитие», которая принадлежит Белгородской области. До прояснения ситуации по этому делу ситуация будет в подвешенном состоянии.

Ранее Группа Русагро осуществила переезд в российскую юрисдикцию. Считаем, что небольшую долю активного портфеля можно направить на инвестиции в бумаги Русагро. Упавшие котировки сулят неплохую прибыль в случае разрешения судебного процесса.



# Телекомы и IT

## Рынок

В целом рынок IT сектор оказался ранее переоценен, что отразилось в коррекции котировок IT-бумаг. Ожидания роста показателей за счет ушедших игроков из недружественных стран для отечественных компаний не оправдались.

Рост доли онлайн-торговли в общем обороте розничной торговли продолжается, но данный рост уже включен в оценку компаний. У телекомов есть большие долги и ограничения по росту тарифов, государство сильно ограничивает перекалывание инфляции на потребителей. Ростелеком и АФК Система под гнетом большого долга все также не интересны. В данном секторе интересны единичные истории.

## наш выбор

- Яндекс

## изменения

+ Яндекс

## Яндекс

Из всего сектора Телекомы и IT мы можем выделить лишь Яндекс для рассмотрения в качестве инвестиций. Ранее дорогой Яндекс сейчас можно назвать справедливо оцененным. Динамика результатов Яндекса являются положительным сюрпризом для инвесторов на фоне торможения экономики и падения спроса.

Яндекс по праву можно назвать компанией будущего – финтех, беспилотники, ИИ, роботы. Яндекс – это единственная возможность для российского инвестора в России поучаствовать в новой промышленной революции и роботизации. Основными драйверами для переоценки является выход в плюс убыточных сегментов, рост перспективного бизнеса, в том числе за счет развития новых технологий и международной экспансии при сохранении устойчивого роста прибыльных основных сегментов.

Яндекс осуществил переезд в российскую юрисдикцию, начал выплачивать скромные дивиденды. Яндекс отличный пример хорошей компании по справедливой цене.

**Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. равна 7,6%. DCF-модель дает оценку 14 из 20. Рекомендация «Вс» - держать долю акций в портфеле выше доли в бенчмарке (7.4% в индексе МосБиржи).**

## Рынок

Финансовая отрасль показывает отличные финансовые результаты. Выплата больших дивидендов, банки смогли восстановить свои балансовые статьи. Смягчение ДКП Банка России положительный момент для банковской системы. ЦБ РФ заявляет о постепенном снижении ставки, пока инфляция не будет в рамках таргета. Как мы и ожидали, с лета 2025 года началось снижение ключевой ставки.

## Риски

Сохраняется большой риск со стороны создания дополнительных резервов из-за долгого удержания высоких ставок и проблем в экономике. Кроме того, риск дефолтов малого и среднего бизнеса может ухудшить показатели банков. У ряда банков снижается процентная маржа из-за привязки кредитов к ставке ЦБ.

## наш выбор

- ▶ Совкомбанк
- ▶ Сбербанк (ао и ап)
- ▶ Т-Технологии
- ▶ ДОМ.РФ
- ▶ Банк Санкт-Петербург

## изменения

- + Т-Технологии
- + ДОМ.РФ
- + ВТБ (есть в "обратить внимание")
- ЭсЭФАЙ
- Ренессанс Страхование (есть в "обратить внимание")

## Сбербанк (ао и ап)

Сбербанк отлично переживает, как высокие ставки, так и их снижение. Прогнозируем, что по итогам 2025 года банк получит рекордный уровень прибыли (около 1,67 трлн руб.). При положительном сценарии прибыль в 2026 году может быть еще выше, у Сбера может произойти сразу три события, которые дадут феноменальную прибыль: 1) рост процентной маржи, 2) сокращение резервов и 3) переоценка облигационного портфеля банка. Вероятность наступления данных событий существует, но в любом случае, Сбербанк за 4 годовых прибыли, 0,8 от балансовой цены и ROE 22+% – отличный момент для входа.

**Банк продолжает выплачивать стандартные дивиденды (50% от чистой прибыли). Ожидаемая дивидендная доходность обыкновенных и привилегированных акций на уровне 12%. По нашей DCF-модели банк имеет высокий потенциал роста, оценка 19 из 20 по обыкновенным и привилегированным акциям, что соответствует рекомендациям «Strong Buy» - значительно увеличивать долю акций в портфеле по сравнению с долей в бенчмарке (с долей около 14.4% в индексе МосБиржи это сложно для фондов).**

# Финансы (продолжение)

## наш выбор (продолжение)

### T-Технологии

T-Технологии – стремительно растущий банк с высоким уровнем ROE, или даже больше технологическая компания. T уже почти переварил клиентскую базу Росбанка, происходило сокращение активов и отток средств клиентов при одновременной приостановке роста кредитного портфеля. Получив активы Росбанка, T-Технологии сохранил отдачу на прежнем высоком уровне, совокупные административные расходы почти не растут из-за их постепенной оптимизации, а выручка выросла. Процентная маржа будет увеличиваться по мере снижения ключевой ставки. Однако расти за счет увеличения клиентской базы становится сложнее.

**T-Технологии торгуется за 5 годовых прибылей и 1,3 капитала с ROE 30% - представляет интерес для инвесторов. Кроме того, T-Технологии имеет крупную инвестицию в акции МКПАО «Яндекс». Ожидаемая дивидендная доходность акций на уровне 6,2%. DCF-модель дает оценку 17 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций в портфеле значительно выше доли в бенчмарке.**

### Совкомбанк

Особенностью Совкомбанка является волатильность финансовых результатов, так называемая «нерегулярная прибыль» в данный момент на минимальных уровнях, что отразилось на котировках – это оптимальная точка для покупки акций Совкомбанка (за 5 годовых прибылей 2025 года на низком уровне и 0,7 от балансовой цены). Банк практикует крупные разовые сделки, связанные с покупкой финансовых активов (M&A) и биржевыми операциями, которые определяют итоговый размер чистой прибыли группы. Совкомбанк недавно переварил Хоум Банка (30-й банк по размеру активов).

Совкомбанк имеет в портфеле довольно большую долю длинного долга, а также валютных активов. Банк сократил объем субордов. Смягчение ДКП и слабый рубль могут принести сверхдоходы. Агрессивный Совкомбанк – интересный объект для инвестиций в банковском секторе. Размер банка позволяет оставаться гибким. Бизнес-модель Совкомбанка подразумевает широкую диверсификацию бизнеса. Это классические банковские услуги по кредитованию физических и юридических лиц (9-е место в России по размеру активов) плюс активно развивающиеся финансовые услуги, такие как лизинг, страхование, и управление активами.

**Ожидаемая дивидендная доходность 12 мес. акций Совкомбанк равна лишь 4,6%, но как мы написали выше, это временное падение доходов. Плохие показатели достаточности капитала препятствуют в моменте дивидендным выплатам. Сейчас наблюдаются первые признаки восстановления прибыли. DCF-модель дает оценку 18 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций в портфеле значительно выше доли в бенчмарке (0.51% в индексе МосБиржи).**

### Банк Санкт-Петербург

Мы продолжаем удерживать этот прибыльный банк. Однако заметим, что банк испытывает давление на финансовый результат. Большая часть корпоративных кредитов выданы под плавающую ставку, привязанную к ключевой ставке ЦБ, и когда ставка пошла вниз это сразу отразилось на маржинальности бизнеса – ушли сверхприбыли. Кроме того, выросли резервы и наблюдается падение прибыли от операций с финансовыми инструментами и иностранной валютой. Сам банк дает прогноз по прибыли лишь 35+ млрд руб. в 2026 году (в 2024 – 50,8 млрд руб., в 2025 мы ожидаем 43 млрд руб.).

**Банку пришлось снизить норму дивидендных выплат до 30%, ранее она уже достигла 50% от чистой прибыли, это вызывает вопросы, так как достаточность капитала позволяет выплаты еще выше. Ожидаемая годовая дивидендная доходность равна 15,5%. По DCF-модели мы понизили оценку до 16 из 20, что соответствует рекомендациям «Buy». Оценка исходя из P/E2025 около 3,6 позволяет удерживать акции БСП.**

### ДОМ.РФ

ДОМ.РФ – один из крупнейших финансовых институтов с ориентацией на развитие жилищной сферы (финансирование строительства жилья, инфраструктуры, ипотека, секьюритизация ипотеки, арендный бизнес и пр.). Недавно на IPO компания привлекла 25 млрд руб. IPO прошло по схеме cash-in — полученные деньги будут направлены на реализацию стратегии дальнейшего роста и развития бизнеса.

По итогам 9 месяцев 2025 г. активы компании составили 5,8 трлн руб. Наблюдается ежегодный рост процентных доходов, ожидаем, что по итогам 2025 г. процентные доходы вырастут до 877,9 млрд руб. Аналогично росту процентных доходов, ДОМ РФ также удавалось наращивать чистую прибыль, за 2024 г. прибыль составила 65,8 млрд руб., (+39,2% г/г). Ожидаем, что чистая прибыль по итогам 2025 г. достигнет 85,7 млрд руб. и продолжит расти в среднем на 15,7% ежегодно до 2030 года.

Оценка по мультипликаторам ДОМ.РФ (всего 4 прибыли и 0,7 капитала при ROE, LTM на уровне 20,6%) свидетельствует о более высоком потенциале относительно среднего по сектору. Помимо ROE следует рассмотреть показатель стоимости риска (CoR), который по итогам 9 месяцев 2025 г. составил 0,68%. Для сравнения, стоимость риска Сбера для аналогичного периода составляет 1,67%.

**Согласно принятой дивидендной политике, компания планирует направлять на дивиденды 50% чистой прибыли по МСФО. Ожидаемая дивидендная доходность акций на уровне 13,5%. DCF-модель дает оценку 17 из 20. Рекомендация «Strong Buy» - держать долю акций в портфеле значительно выше доли в бенчмарке. В определении оценки справедливой цены акции ДОМ.РФ мы закладываем уровень в один капитал к 2029 году.**

## На что можно обратить внимание

### ВТБ

ВТБ уверенно перешагнув планку по чистой прибыли в полтриллиона рублей в 2024 году, и в 2025 году сможет получить также 500 млрд руб. прибыли. Есть предпосылки к сильному росту классических банковских доходов в 2026 году - ожидается рост прибыли до 650 млрд руб.

В данный момент наблюдается планомерный рост чистого процентного дохода за счет расширения процентной маржи, кроме того, растет также комиссионный доход, ВТБ оказывает услуги по зарубежным расчетам, так как имеет иностранные филиалы.

Определенные проблемы с достаточностью капитала банк решил с помощью очередного SPO, в планах упрощение капитала – конвертация префов в обыкновенные акции. ВТБ был и остается самым дешевым по капиталу и прибыли банком в секторе (0,4 и 1,9 соответственно).

Отметим, что банк производит резервирование на низком уровне, что несет определенные риски при череде дефолтов по кредитам для финансовых результатов. Кроме того, ВТБ имеет неоднозначную репутацию, выполняя определенные задачи для государства в ущерб доходности своего бизнеса. Если ВТБ удастся переломить старую модель управления, то это может вылиться в серьезную переоценку акций. Пока мы не можем включить бумаги ВТБ в свой основной портфель.

### Ренессанс Страхование

По Ренессанс Страхование мы пересмотрели наши ожидания вниз. Специфика страхового бизнеса заключается в получении прибыли не столько от осуществления непосредственно страховых операций, сколько от инвестиционного дохода. Инвестиционный портфель компании после поглощения «СК «Райффайзен Лайф» и «ВСК – Линия жизни» уже равен 275 млрд руб. По сути, это инвестиционная компания. Инвестиции являются как драйвером для роста бизнеса, так и источником рисков. Компания ведет более консервативную политику в части инвестиций, чем мы ожидали ранее – более низкий размер дюрации облигаций принесет меньше прибыли при снижении ставки ЦБ. Средняя дюрация по всему инвестиционному портфелю – чуть больше двух лет. По итогам 2025 года ожидается прибыль на уровне 11 млрд руб. (ранее были ожидания 14 млрд руб.).

По основной деятельности у Ренессанса хорошо идут дела. Ключевыми драйверами роста основного бизнеса компании стали накопительное страхование жизни, автострахование и ДМС. Размер премий Группы за 9 месяцев 2025 г. вырос на 28,2%, до 151,6 млрд руб.

Ренессанс Страхование оценивается с невысокими мультипликаторами (5 годовых прибылей и 1 капитал) и главный драйвер для роста стоимости – снижение ставок по безрисковым инструментам. Компания оценена справедливо и мы отдали свои предпочтения другим альтернативам в секторе.

Александр Шадрин | Руководитель аналитической службы

Полина Бруй

Вячеслав Питенко

Сергей Бекишев

Давид Маршалов

Дарья Рассадина

Максим Заплаткин

Лариса Мажинская



Всеволод Лобов | Директор по инвестициям

Информация, представленная в данном документе (далее также – Информация) подготовлена специалистами компании ООО "ДОХОДЪ" (далее также – Компания), является интеллектуальной собственностью Компании и предназначена для использования на территории России в соответствии с российским законодательством. При подготовке этой Информации были использованы материалы из источников, которые, по мнению специалистов Компании, заслуживают доверия. При этом такая Информация предназначена исключительно для информационных целей, не содержит рекомендаций и, там, где это применимо, является выражением частного мнения специалистов Компании. Невзирая на осмотрительность, с которой специалисты Компании отнеслись к сбору и составлению Информации, Компания не дает никаких гарантий в отношении ее достоверности и полноты.

**Информация, представленная здесь, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, а упоминаемые финансовые инструменты могут не подходить вам по инвестиционным целям, допустимому риску, инвестиционному горизонту и прочим параметрам индивидуального инвестиционного профиля.**

Никто ни при каких обстоятельствах не должен рассматривать Информацию, содержащуюся на этой странице, в качестве предложения о заключении договора на рынке ценных бумаг или иного юридически обязывающего действия, как со стороны Компании, так и со стороны ее специалистов. Ни Компания, ни ее агенты, ни аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые убытки или расходы, связанные прямо или косвенно с использованием этой Информации. Информация, содержащаяся на этой странице, действительна на момент ее публикации. При этом Компания вправе в любой момент внести в нее любые изменения. Распространение, копирование, изменение, а также иное использование Информации или какой-либо ее части без письменного согласия Компании не допускается. Компания, ее агенты, сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях участвовать в операциях с ценными бумагами, упомянутыми в Информации, или вступать в отношения с эмитентами этих ценных бумаг. Компания предупреждает, что операции с ценными бумагами связаны с различными рисками и требуют соответствующих знаний и опыта.