

Взгляд на рынки капитала

Декабрь 2025 г.



01	Инвестиционное заключение	3
02	Глобальные инвестиционные темы	4
03	Российская экономика	8
04	Российские облигации	13
05	Российские акции	17
06	Альтернативные инвестиции	35

1 Инвестиционное заключение

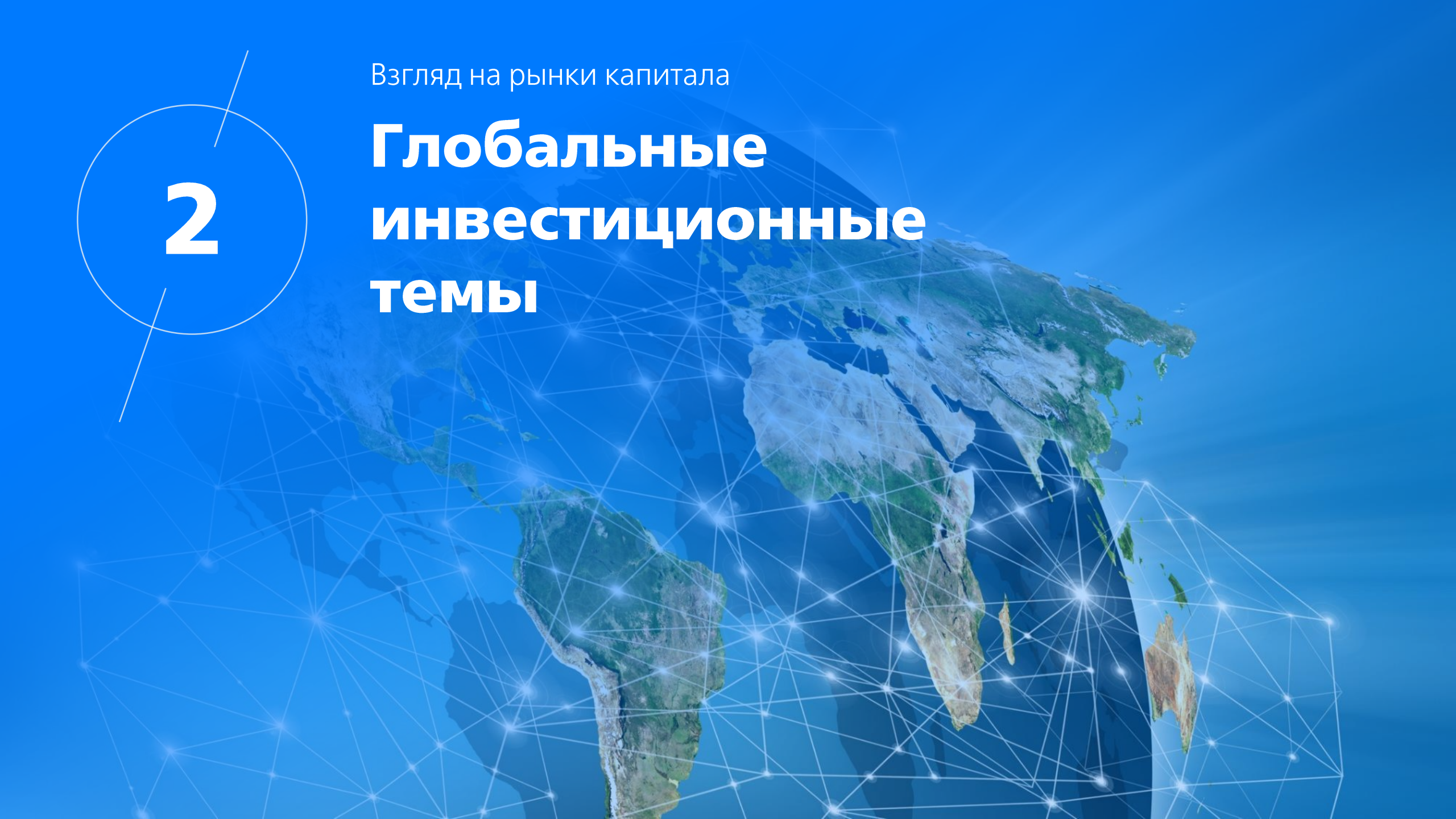
В 2026 г. мы ждем дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики Банка России. Наш базовый сценарий предполагает замедление инфляции до 5-6% г/г и ключевую ставку в 13% на конец следующего года. Баланс макрофакторов смещается в пользу ослабления рубля – прогнозируем курс ближе к 100 руб. за доллар и 13,9 руб. за юань в конце 2026 г. Отдаем предпочтение стабильному доходу от высоких ставок в облигациях, придерживаемся валютной диверсификации и сохраняем экспозицию в акциях-фаворитах.

- > Интересно ПОКУПАТЬ (+) длинные ОФЗ в ожидаемом цикле снижения ключевой ставки – полная доходность может превысить 20% на горизонте года.
- > Предпочитаем ПОКУПАТЬ (+) надежные корпоративные облигации с постоянным купоном и доходностью 17-18% годовых – выше, чем у депозитов. Избегаем высокого кредитного риска.
- > Актуально ПОКУПАТЬ (+) локальные валютные облигации – все больше макрофакторов в пользу ослабления рубля с начала следующего года.
- > Предпочитаем ДЕРЖАТЬ (=) качественные акции финансового и ИТ секторов, отдельных экспортеров. ДОКУПАЕМ (+) акции компаний, занимающихся транспортировкой нефти.
- > Для диверсификации рассматриваем альтернативные инвестиции – ПОКУПКУ (+) инструментов с экспозицией на биткоин с высоким потенциалом роста и паи фондов недвижимости со стабильным доходом.

Взгляд на рынки капитала

2

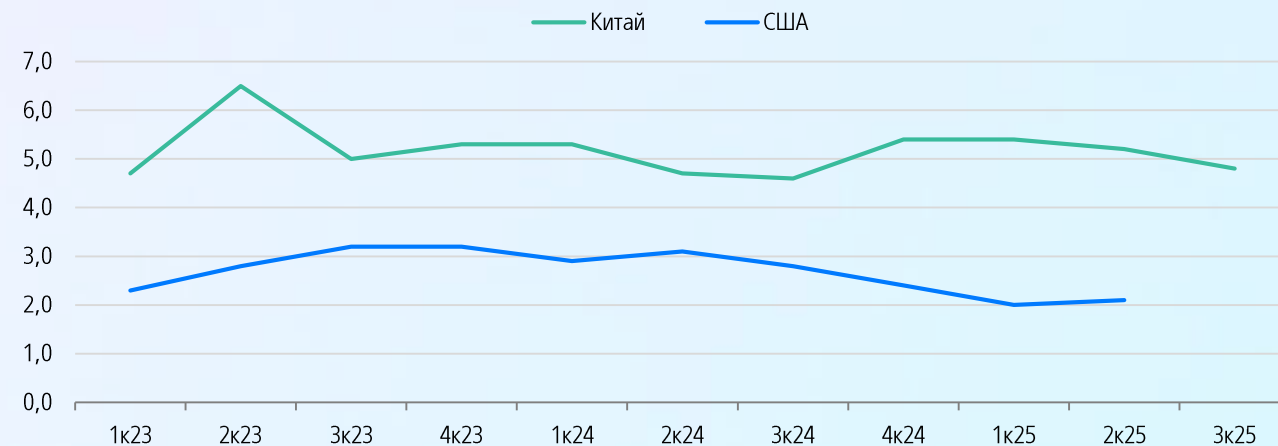
Глобальные инвестиционные темы



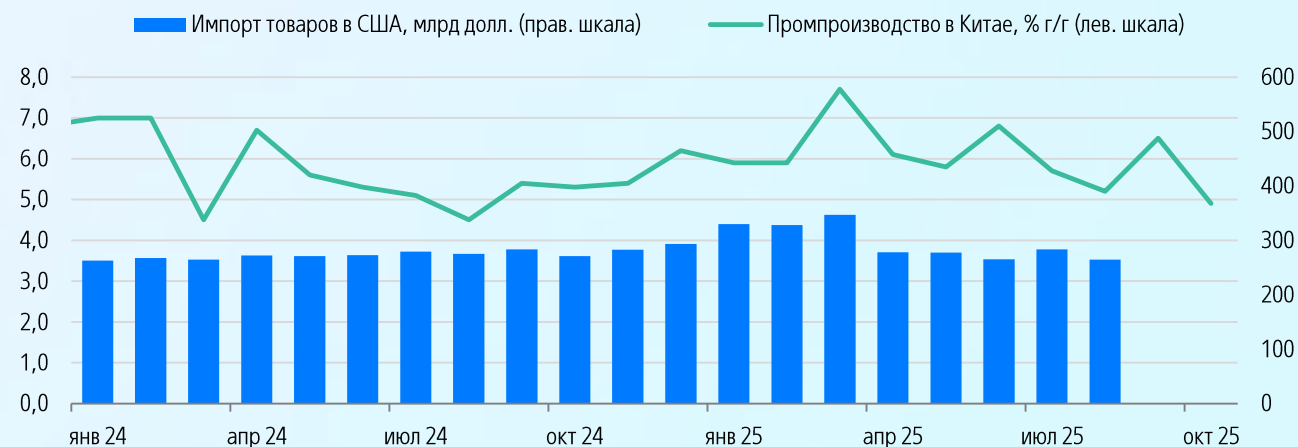
Рост ВВП США и Китая в 2026 г. поддержат стимулы. Риск – новые торговые пошлины

- Приостановка работы правительства США в 4к25 (на рекордные 43 дня) ставит под вопрос прогноз роста ВВП на 2% в 2025 г. В следующем году экономика США может вырасти на 2,6% при поддержке мягкой ДКП и налоговых послаблений, если не будет новых пошлин.
- Федрезерв осенью 2025 г. снизил процентную ставку до 3,75-4,00% и объявил о завершении с 1 декабря программы количественного ужесточения. В декабре ФРС может взять паузу в смягчении, в том числе из-за недостающей статистики после шатдауна.
- В 2026 г. ФРС вернется к снижению ставки – ждем ее на уровне 2,50-2,75% по итогам года. Доходности гособлигаций США (10 лет) могут опуститься в район 3% годовых в конце 2026 г. Не ожидаем ускорения инфляции – с учетом тарифных шоков видим ее в районе 2,8% в 2026 г.
- В 1п25 Китай на фоне торговых трений с США принимал меры по стимулированию производства и экспорта. Внутреннее потребление было слабым, оставались проблемы в недвижимости – рост ВВП в 3к25 замедлился до 4,8% г/г против 5,2% г/г во 2к25. Обозначенная властями цель добиться роста ВВП на 5% в 2026 г. повышает вероятность новых мер фискальной поддержки.
- В экономике КНР сохранялось дефляционное давление: ИПЦ в октябре вырос на 0,2% г/г (после двух месяцев снижения), цены производителей снизились на 2,1% г/г (37 месяцев непрерывного снижения). Есть пространство для смягчения ДКП.
- К концу 2026 г. юань, вероятно, будет на уровне 7,2 относительно доллара. Торговая сделка Китая с США предполагает, что не потребуются масштабные меры поддержки и ослабление юаня.

Годовой темп роста ВВП, % г/г



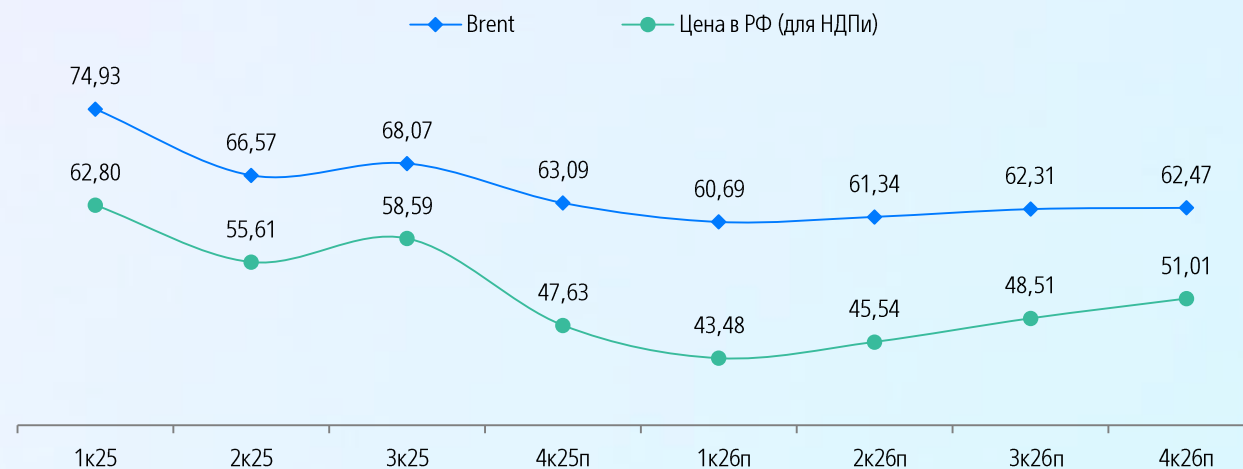
Динамика импорта в США и промпроизводство в Китае



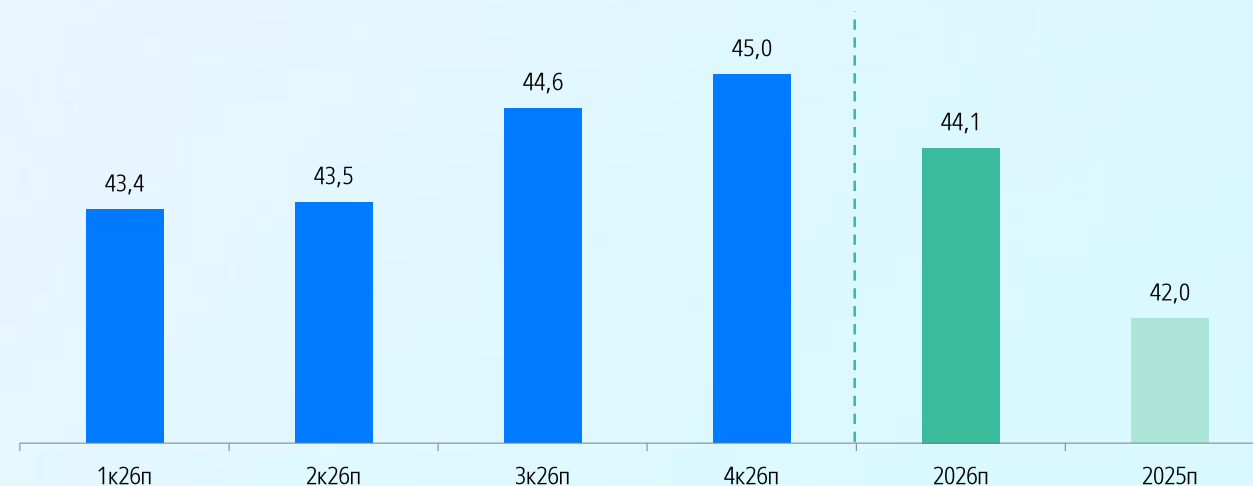
Рост дисконтов на российскую нефть и рост предложения от ОПЕК+

- В 2026 г. мы ожидаем среднюю цену нефти Brent на уровне 61,7 долл./барр., что почти на 10% ниже, чем в среднем за 2025 г.
- В ноябре 2025 г. дисконты на российские сорта нефти расширились. По нашим оценкам, в 4к25 дисконт на Urals составит 16,5 долл./барр., а в среднем в 2026 г. – около 16 долл./барр. Дисконт на ВСТО относительно Brent также увеличится до 11,8 долл./барр. в 4к25 и до 8,8 долл./барр. в 2026 г. (против 4 долл./барр. на конец 3к25). Средняя налоговая цена на российскую нефть по итогам 2026 г. может сложиться на уровне 48 долл./барр.
- Несмотря на тарифные войны, спрос на нефть продолжает увеличиваться. Согласно оценкам ОПЕК, по итогам 2025 г. глобальный спрос на нефть вырастет на 1,3 млн барр./сут. относительно уровня 2024 г. В 2026 г. картель прогнозирует прирост мирового спроса еще на 1,4 млн барр./сут. Мы считаем, что цены на нефть продолжат снижение в ответ на увеличение дополнительного предложения.
- В октябре 2025 г. ОПЕК+ приступила к новому смягчению ограничений на добычу общим объемом в 1,6 млн барр./сут. Из них на Россию приходится 0,5 млн барр./сут. Мы полагаем, что после завершения цикла смягчения добыча стран-участниц ОПЕК+ будет регулироваться только квотой. Таким образом, по нашим расчетам, средний объем добычи ОПЕК+ в 2026 г. вырастет на 2,1 млн барр./сут. – до 44,1 млн барр./сут.

Изменение цены Brent и налоговой цены нефти в России, долл./барр.



План добычи ОПЕК+, млн барр./сут. в среднем за период



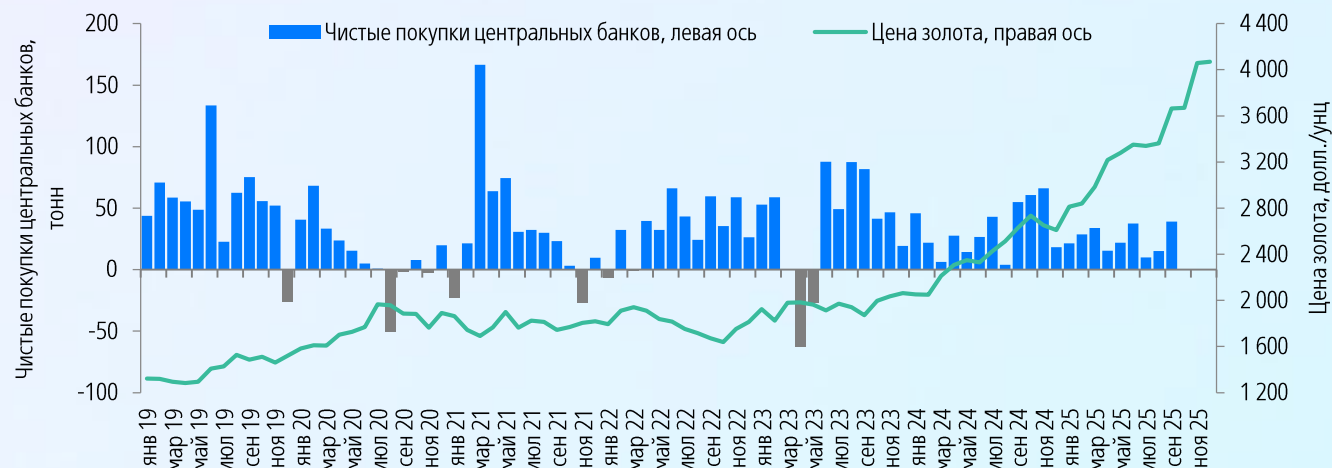
Золото

Источники: Аналитические информационные агентства, оценки и расчеты аналитиков
*AISC 90-го перцентиля

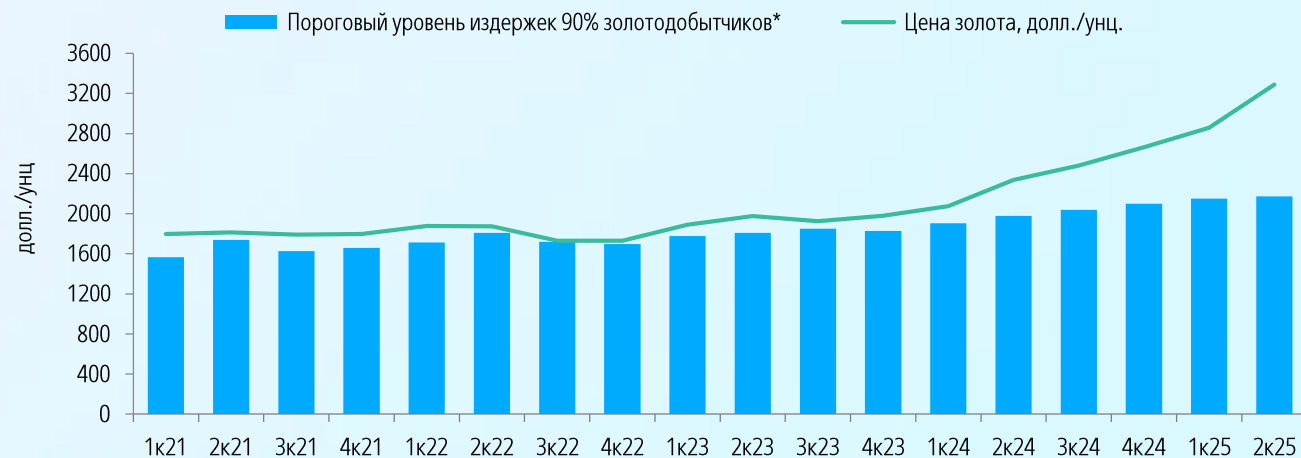
Повышаем прогноз цены на 2026 г. до 3850 долл./унц.

- В 1к25 цена золота превысила фундаментально обоснованный уровень (около 2500 долл./унц.) и продолжает обновлять исторические максимумы. Текущие цены складываются выше наших прогнозов – мы пересмотрели вверх свои ожидания по цене металла в 2026 г.
- Затраты наименее прибыльных производителей (AISC 90-го перцентиля), по нашим оценкам, в 3к25 составляли около 2140 долл./унц. Исторически цены на золото превышают маржинальные затраты на 10-15%.
- Мы ждем, что цена золота будет оставаться на повышенных уровнях, так как риски в глобальной экономике и потоки в золоте остаются смещенными в позитивную для драгоценного металла сторону.
 - > Мировые ЦБ по мере ухода от доллара продолжают наращивать золотые резервы уже 28 месяцев подряд. По оценке WGC, покупки ЦБ отражают лишь треть от реального спроса со стороны госинститутов.
 - > Спрос со стороны ETF остается среди ключевых драйверов: с начала года фонды закупили 674 тонн золота (около 18% мирового физического спроса в годовом выражении).
 - > Смягчение ДКП в США, ЕС и Китае повышает привлекательность инвестиций в золото в сравнении с депозитами и облигациями.
 - > Геополитические риски.
- Золото – это актив с валютной экспозицией в российской инфраструктуре, который подходит для диверсификации портфеля, выступая в качестве инструмента хеджирования риска ослабления рубля.

Покупки золота мировыми центробанками



Рост производственных затрат золотодобытчиков





3

Взгляд на рынки капитала

Российская экономика

Макроэкономический прогноз на 2025-2026 гг.

Российская экономика перешла к плавному охлаждению после ударного роста в 2023-2024 гг. Потенциальный разброс в ее динамике весьма широк – и определяется не только внешней конъюнктурой, но и тем, в какой степени уже осуществленные инвестиции привели к росту ненаблюдаемого потенциала экономики.

Направление и темпы динамики ВВП также зависят от того, как инновации влияют на динамику макропоказателей в структурно перестроившейся экономике. На альтернативы влияет и то, насколько большими по амплитуде и разнонаправленными были (и, возможно, будут) регулярно случавшиеся шоки различной природы после 2022 г.

КЛЮЧЕВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ	2023	2024	2025п	Сценарии на 2026 г.		
				Негатив.	Базовый	Позитив.
ВВП, % г/г	4,1	4,3	1,0	-1,5	1,2	2,5
Промпроизводство, % г/г	4,3	4,6	0,3	-2,7	1,7	2,0
Баланс бюджета, % ВВП	-1,9	-1,7	-2,6	-3,6	-1,9	-1,5
ИПЦ, % г/г	7,4	9,5	7,2	10,7	5,5	4,5
ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА	2023	2024	2025п	Негатив.	Базовый	Позитив.
Ключевая ставка, % на конец периода	16,0	21,0	16,5	19,0	13,0	10,0
ОБМЕННЫЙ КУРС РУБЛЯ	2023	2024	2025п	Негатив.	Базовый	Позитив.
USDRUB, на конец периода	89,7	101,7	83,0	110,3	99,8	91,1
CNYRUB, на конец периода	12,6	13,4	11,8	15,3	13,9	12,7
ДОПУЩЕНИЯ	2023	2024	2025п	Негатив.	Базовый	Позитив.
Цена российской нефти, долл./барр., сред.	63	68	56	34	48	58
Вероятность сценария, %				20	50	30

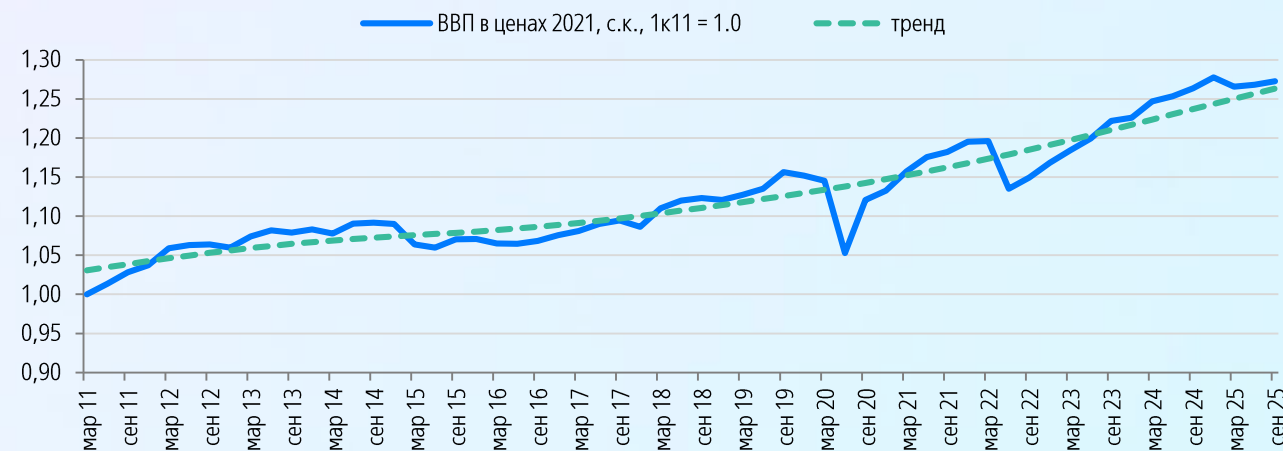
Экономика и бюджетная политика

Источники: Росстат, оценки и расчеты аналитиков
*с поправкой на сезонный и календарный факторы

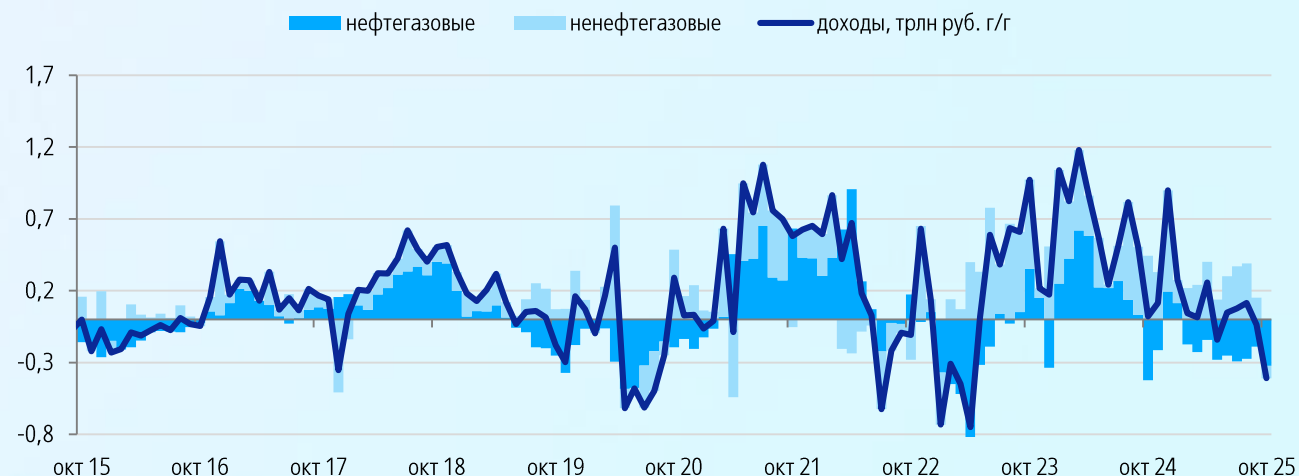
Экономика перешла к плавному охлаждению. Бюджетная политика идет консервативным путем

- Экономика охлаждается после ударного роста более чем по 4% в год в 2023-2024 гг. В 2025-2026 гг., по нашим оценкам, рост составит около 1% в год.
- Замедление произойдет как под влиянием жесткой денежно-кредитной политики, так и благодаря более консервативной бюджетной политике. Свой вклад в снижение темпов роста ВВП вносит и внешняя конъюнктура.
- При этом жесткость рынка труда остается структурным ограничением. Рабочая сила в дефиците, а зарплаты продолжают расти быстрее, чем производительность труда. Соответственно, внутренний спрос остается устойчивым.
- Бюджет придал экономике импульс и способность противостоять внешним шокам. Теперь же бюджетная политика постепенно нормализуется. По плану Минфина, бюджет в следующую трехлетку будет структурно сбалансированным, а структурно выросший с 2022 г. уровень расходов будет закрываться за счет роста налоговой нагрузки.

Динамика российского ВВП*, %



Доходы федерального бюджета, трлн руб. г/г



Инфляция и ДКП

Источники: Росстат, Банк России, оценки и расчеты аналитиков
*С поправкой на сезонность и календарный фактор в пересчете на год

Ждем аккуратного подхода в смягчении ДКП

- Пространство для снижения ставки ЦБ есть, но сузилось в сравнении с летними месяцами 2025 г. На наш взгляд, ЦБ будет аккуратно пользоваться имеющимся пространством для смягчения ДКП.
- Аргументы в пользу аккуратного подхода к ДКП – по-прежнему напряженный рынок труда, активизация кредитования во 2п25, повышенные и незаякоренные инфляционные ожидания, которые могут дополнительно вырасти в связи с повышением основной ставки НДС.
- Бюджетный импульс в текущем году будет выше изначальных ожиданий. К тому же ослаблению рубля в 2026 г. будет способствовать сокращение чистых продаж валюты в рамках валютных операций ЦБ / Минфина. Реализация проинфляционных рисков может потребовать пауз в цикле снижения ключевой ставки.
- Аргументами в пользу продолжения снижения ключевой ставки являются дезинфляционность обновленных бюджетных проектировок и охлаждение экономической активности.
- В нашем базовом сценарии ключевая ставка на конец текущего года составит 16-16,5%, в следующем году продолжит плавно снижаться до 13,00% на конец 2026 г. В 2026 г. инфляция замедлится (но останется выше цели) и составит 5-6% г/г.

Декомпозиция текущих сезонно скорректированных темпов инфляции



Инфляционные ожидания



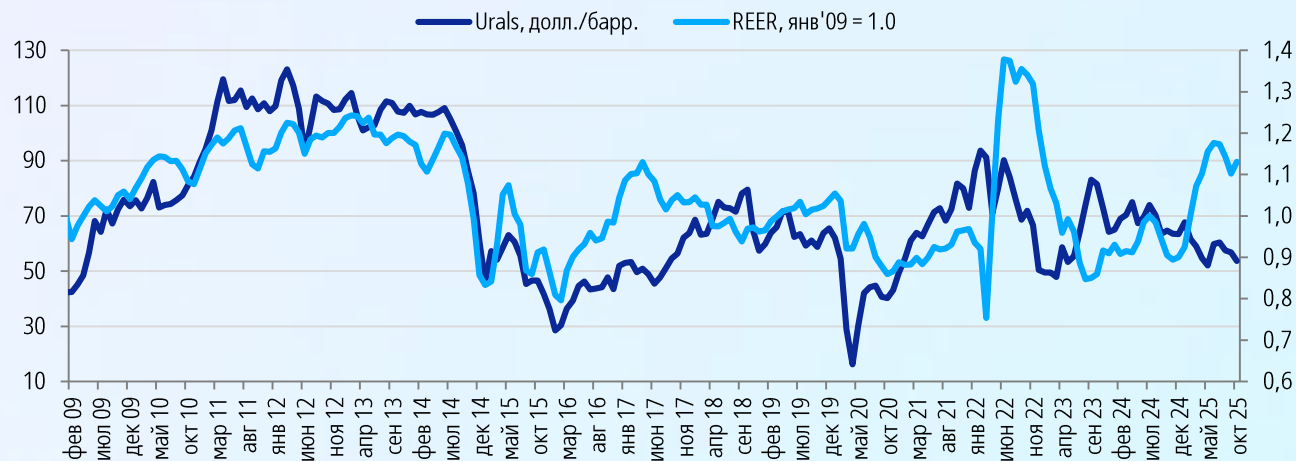
Обменный курс рубля

Источники: Аналитические информационные агентства, Банк России, оценки и расчеты аналитиков

Рубль пока остается крепким

- В текущем году рубль остается крепким – в терминах реального эффективного курса заметно крепче своих среднеисторических уровней.
- Пока динамика импорта складывается сдержанной (в том числе под влиянием жесткой ДКП). Рублевые сбережения остаются привлекательными на фоне по-прежнему жесткой ДКП.
- Также отметим, что с учетом низкой ликвидности валютного рынка продажи валюты со стороны ЦБ в рамках зеркалирования средств ФНБ оказывают большее влияние на курс.
- Макроэкономические факторы говорят в пользу постепенного ослабления рубля при неизменности геополитических условий. Из расширения дисконтов на российскую нефть с усилением санкционного давления следуют более низкие цены на нефть, что частично влияет на курс даже при работающем бюджетном правиле. К тому же в 2026 г. сократится объем чистых продаж валюты со стороны ЦБ / Минфина в рамках зеркалирования использования средств ФНБ.
- В нашем базовом сценарии в предположении о среднегодовой цене российской нефти в 48 долл./барр. в среднем по 2026 г. USDRUB составит около 97.

Цена нефти и реальный эффективный курс рубля



4

Взгляд на рынки капитала

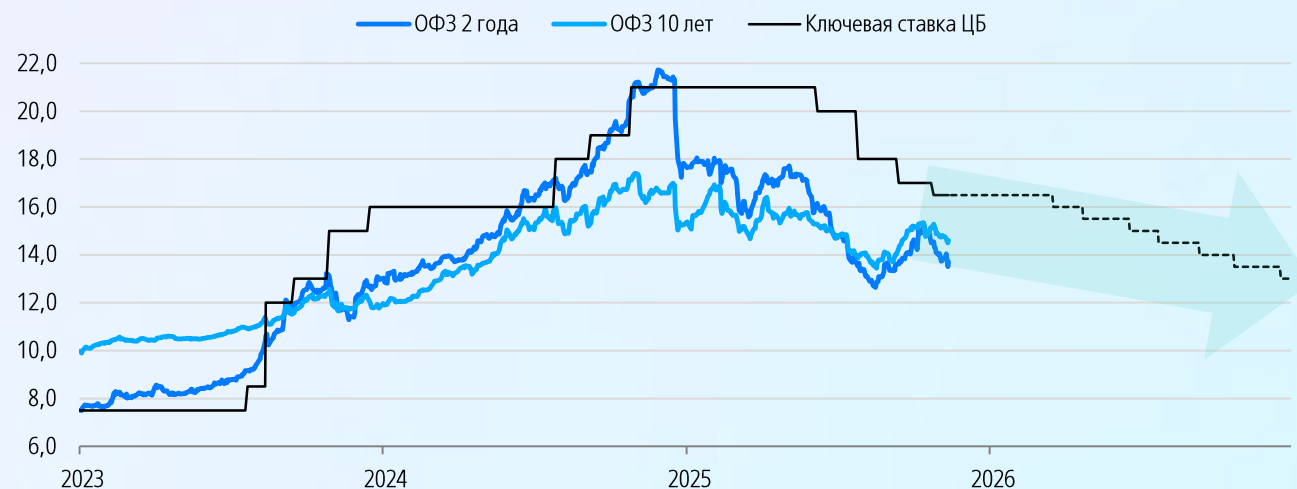
Российские облигации



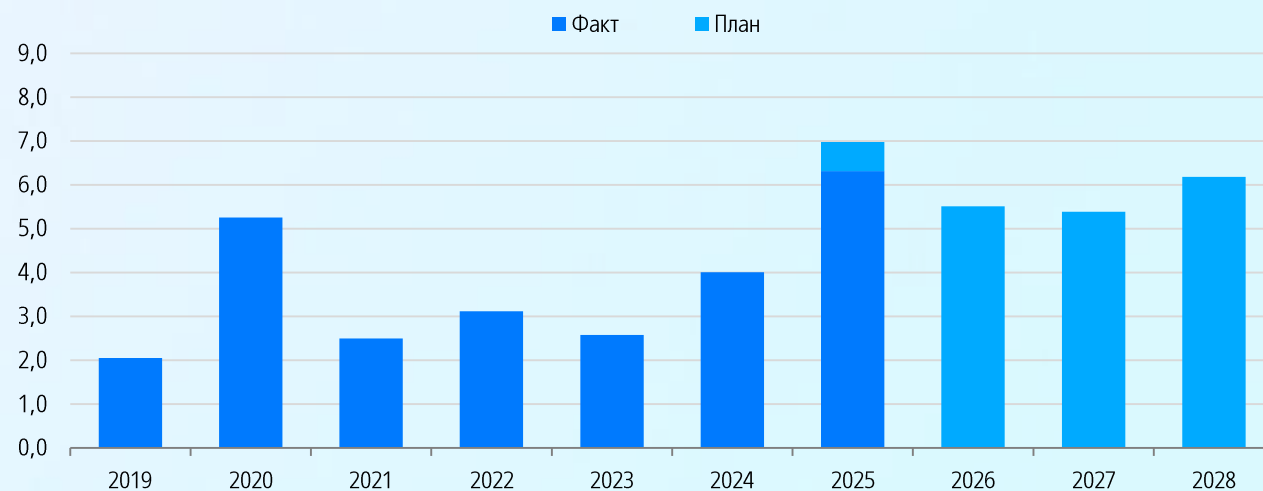
Интересны длинные ОФЗ в цикле смягчения ДКП в 2026 г.

- ЦБ с начала цикла смягчения ДКП этим летом снизил ключевую ставку суммарно на 450 бп, до 16,5%. Считаем, что регулятор продолжит действовать аккуратно – допускаем паузу в смягчении политики в ближайшие месяцы. На конец 2026 г. видим ключевую ставку в 13%.
- В 4к25 доходности среднесрочных и долгосрочных ОФЗ снизились на 20-60 бп (относительно конца 3к25), до 14,3-14,8%, наклон кривой гособлигаций (спред ОФЗ 2-10 лет) остался на уровне 40-50 бп.
- При ключевой ставке ЦБ в 16,5% ближний сегмент кривой ОФЗ (до 1 года) с доходностью около 14% выглядит немного переоцененным – мог сказаться технический фактор крупного погашения в ноябре ОФЗ-26229 на 449 млрд руб. (инвесторы могли реинвестировать средства в соседние короткие выпуски).
- В длинном сегменте кривой ОФЗ видим нереализованный потенциал роста котировок. С учетом ожидаемой нами траектории снижения ключевой ставки ЦБ до 13% к концу 2026 г. оцениваем полную доходность длинных ОФЗ 10+ лет (с купонами) в диапазоне 22-25% до конца 2026 г.
- В бюджете на 2026 г. Минфином запланирован валовой объем внутренних заимствований около 5,5 трлн руб. (погашается по плану ОФЗ на сумму 1,3 трлн руб.). Для сравнения, валовой объем заимствований в 2025 г. заметно выше – почти 7 трлн руб. С учетом действующего подхода Минфина к аукционам и ожидаемого снижения ставки ЦБ новые заимствования не должны создавать избыточного давления на кривую ОФЗ в 2026 г.

Оценка доходностей ОФЗ и Ключевой ставки ЦБ в 2026 г., %



Заимствования Минфина (валовые), трлн руб.



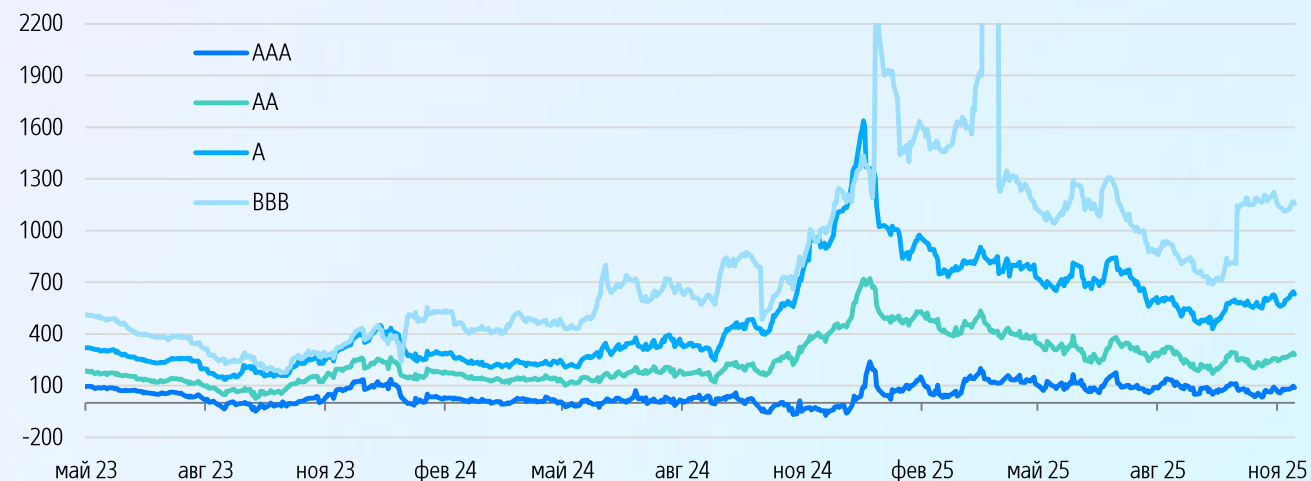
Корпоративные облигации

Источники: Банк России, МосБиржа, Cbonds, оценки и расчеты аналитиков

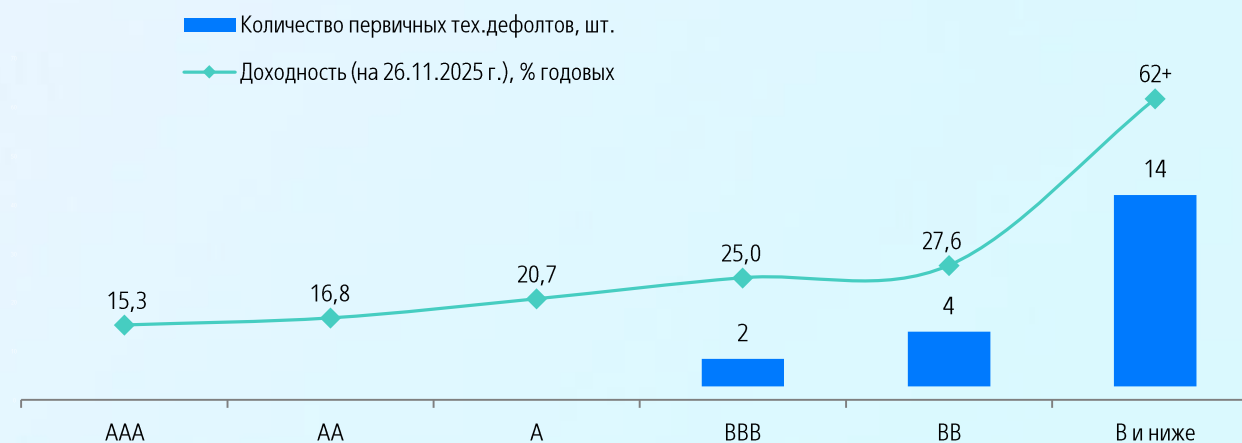
Интересны облигации AA-сегмента – доходность в 17-18% выше депозитов

- В 4к25 снижение доходностей корпоративных облигаций с рейтингом от AAA до A замедлилось до 50-100 бп к/к. Кредитные спреды умеренно расширились на фоне переоценки инвесторами темпов снижения ключевой ставки ЦБ в остаток 2025 г. и в 2026 г.
- Мы не ждем масштабной коррекции корпоративных облигаций по аналогии с 2024 г., поскольку цикл смягчения ДКП продолжается, уменьшилось давление со стороны банковского регулирования (по сравнению с 2024 г.). Отдаем предпочтение облигациям с фиксированными ставками.
- Интересно смотрятся высокие доходности 17-18% у надежных AA-облигаций в сравнении со средними максимальными ставками по депозитам на сопоставимых сроках (полгода / 1 год – 14,4%, более 1 года – 12,4%, по данным ЦБ).
- Кроме того, в AA-облигациях кредитные премии к ОФЗ (около 270-320 бп) превышают средние исторические уровни в отличие от сильно сжавшихся спредов AAA-сегмента (до 80-100 бп).
- Первичные премии сохраняются при размещении облигаций – участие в них позволит повысить доходность портфеля. Ждем в 1к26 рефинансирования корпоративных облигаций на 0,5-1 трлн руб.
- Предпочитаем избегать риски сегмента высокодоходных облигаций (ВДО) и выпусков А-группы, среди которых в 2025 г. выросло число дефолтов и негативных рейтинговых действий. В 4к25 в данной категории облигаций наблюдался всплеск доходностей до 20-30% годовых и более – их уровень не компенсирует риски возможных потерь.

Кредитные спреды корпоративных облигаций, бп



Доходности корпоративных облигаций и дефолты по рейтингам в 2025 г., %



Локальные облигации в валюте

Источники: Банк России, МосБиржа, Cbonds, оценки и расчеты аналитиков

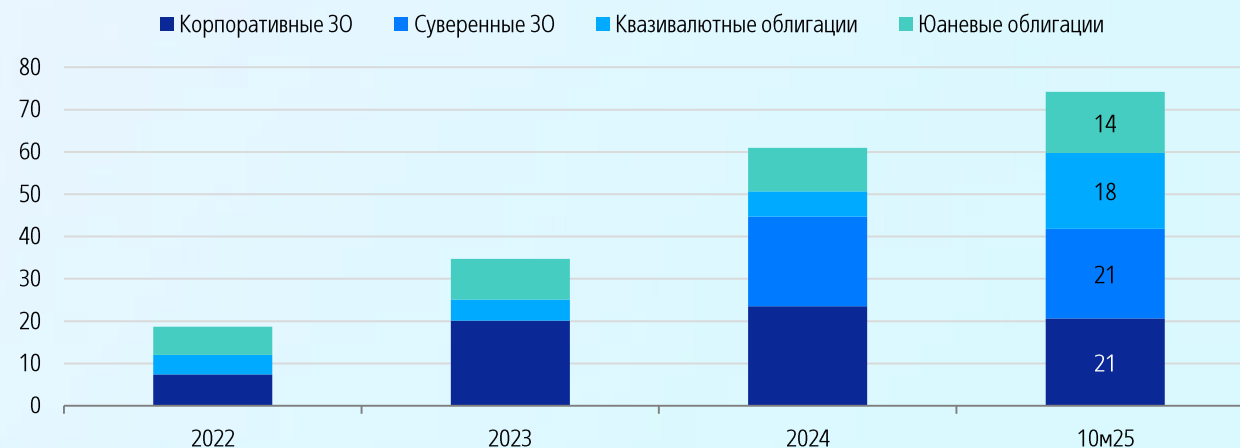
Целесообразно держать для хеджирования риска ослабления рубля

- Сложившаяся картина макрофакторов указывает на вероятность ослабления рубля в следующем году. Ждем курс к концу 2026 г. ближе к 100 руб. за доллар и 13,9 руб. за юань.
- Валютные облигации остаются оптимальным инструментом в безопасной российской инфраструктуре для страховки от девальвации рубля.
- Доходности валютных облигаций в районе 7-8% могут, по нашему мнению, еще снизиться на горизонте 1-3 лет ближе к уровням еврооблигаций развивающихся стран (около 6%).
- Первичный рынок валютных облигаций дает возможность для ротации в бумаги с более высокой, чем на вторичном рынке, доходностью более 8%.
- В декабре на внутреннем рынке Минфин запланировал размещение дебютных ОФЗ в юанях срочностью от 3 до 7,5 лет. Видим потенциальную доходность данных бумаг в диапазоне 6-7%.
- Основными покупателям этих выпусков в силу ликвидности и минимального кредитного риска, скорее всего, будут институциональные инвесторы – могут в т.ч. перекладываться из погашающихся 4 декабря РФ 30 25 на 1,35 млрд евро.
- Для широкого круга розничных инвесторов по уровню доходностей (7-8%), частоте выплаты купонов (4 или 12 раз в год) и размеру номинала (100 или 1000 юаней / долларов / евро) по-прежнему больше подходят корпоративные валютные облигации.

Индексы доходностей локальных облигаций в валюте, % годовых



Рынок локальных валютных облигаций, млрд в долл. эквиваленте





5

Взгляд на рынки капитала

Российские акции

Российские акции: взгляд на 2026 г.

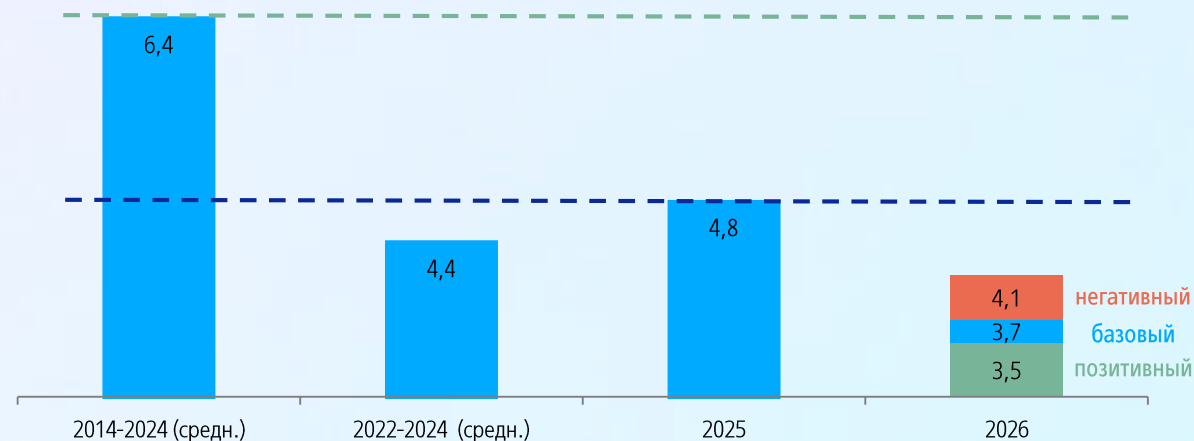
Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
*bottom-up метод;
рассчитано на основе DCF-оценок акций, включенных в Индекс МосБиржи
Расчеты на 21.11.2025 г.

3610 – прогнозный уровень индекса МосБиржи на горизонте 12 месяцев

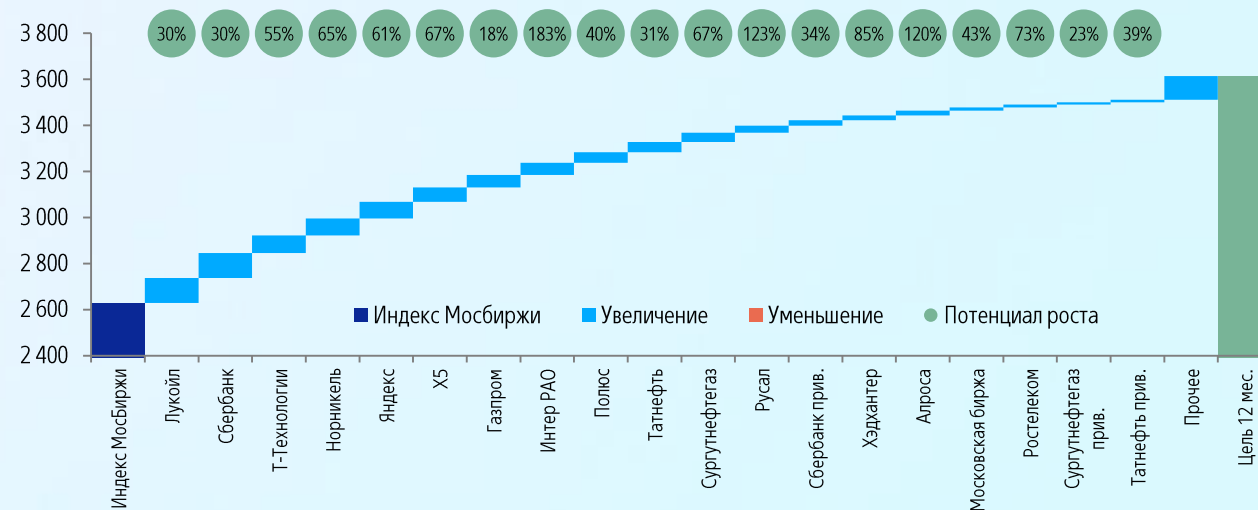
- Мы прогнозируем индекс МосБиржи на уровне 3610 пунктов на конец 2026 г. Совокупная доходность составляет около 44% на горизонте 12 месяцев. Мультипликатор P/E за 2026 г. – 3,7х в базовом сценарии, что ниже среднего уровня мультипликатора за 2022-2024 гг. (4,4х P/E).
- Дивидендная доходность индекса МосБиржи – 7,7% на горизонте 12 месяцев. Ряд эмитентов (в основном из финансового сектора) объявили о проведении выкупа акций в 4к25, что может поддержать котировки в 2026 г.
- Отдаем предпочтение акциям финансового и ИТ секторов, акциям отдельных экспортеров. В 2026 г. нам нравятся акции компаний, занимающихся транспортировкой нефти, на фоне роста объема отгрузок нефти.
- В 2026 г. ожидаем постепенное улучшение финансовых показателей компаний по мере вероятного ослабления рубля и снижения стоимости обслуживания долга. В то же время снижение цен на нефть будет оказывать сдерживающее влияние на финансовые результаты.
- Компании продолжают «акклиматизироваться» к внешним ограничениям и макроусловиям. Цикл высоких капитальных затрат продолжается, что приведет к увеличению бизнеса (к примеру, Полюса, Интер РАО) в долгосрочной перспективе. На фоне продолжения цикла снижения ставки возможна активизация M&A в секторе ИТ и секторе услуг.

Риски: сохранение жесткой ДКП, геополитические риски, рост налоговой нагрузки, более сильный рубль.

P/E индекса МосБиржи



Прогнозный уровень индекса МосБиржи



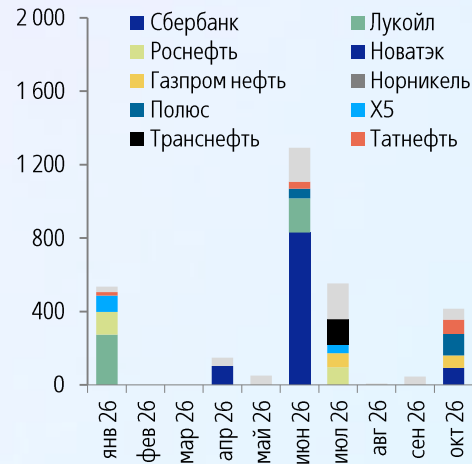
Дивиденды российских компаний

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 21.11.2025 г.

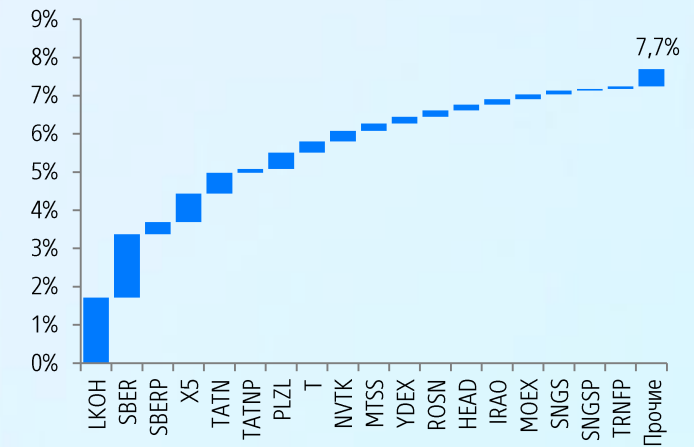
Ожидаемая дивидендная доходность российского рынка акций – 7,7%

- Дивидендную доходность российского рынка акций на горизонте 12 месяцев мы оцениваем в 7,7%, что ниже ставки по депозитам и доходности фондов денежного рынка.
- Сохраняется давление на доходность индекса МосБиржи со стороны экспортеров (более 60% в бенчмарке), результаты которых в условиях укрепления рубля остаются слабыми.
- Высокую дивидендную доходность в 2026 г. покажут внутренне ориентированные компании: Займер (22%), МТС (17%), БСПБ (16%), Хэдхантер (16%). Но стоит отметить компании, у которых произошли однократные события, приведшие к повышению дивиденда: ЭсЭФай распределит в форме дивидендов доход от продажи доли в Европлане; Циан выплатит накопленную ранее прибыль, а переход X5 на новую дивидендную политику вызвал разовый скачок дивидендов.
- Из-за переноса отдельных дивидендов на январь совокупный объем дивидендов, который будет распределен в 2026 г., по нашим прогнозам, останется практически на уровне текущего года и составит 3,6 трлн руб. По нашим оценкам, на дивиденды по акциям в свободном обращении, не заблокированным на счетах типа С, придется 740 млрд руб.
- Рост «полного дивиденда» покажут Полюс, Сбербанк, Транснефть, Хэдхантер, Т-Технологии. По нашим прогнозам, к выплатам дивидендов вернуться Совкомфлот и Норникель.

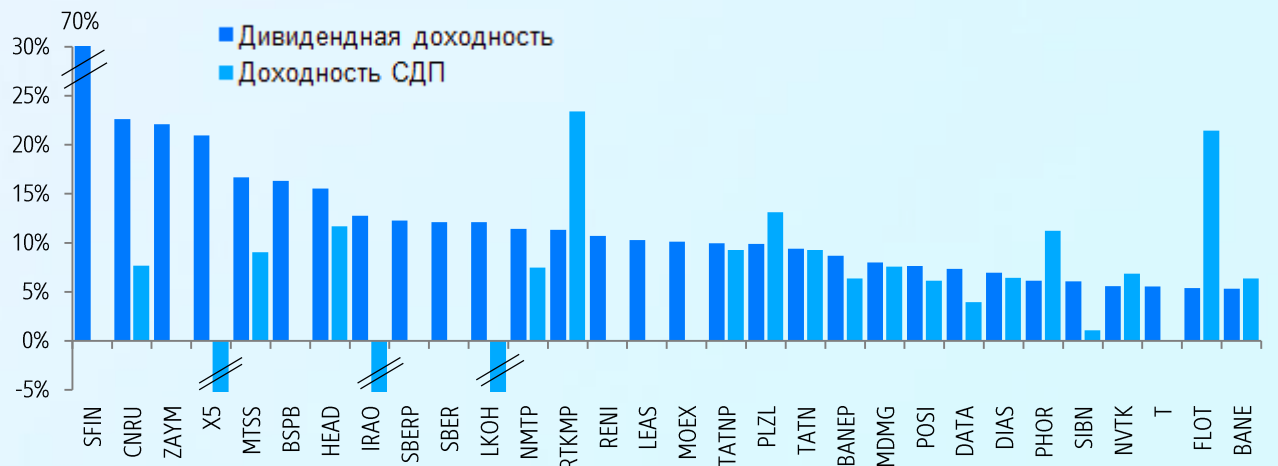
Дивидендные потоки до конца года, млрд руб.



Декомпозиция дивидендной доходности индекса на 12 мес., %



Див. дох-ть на горизонте 12 мес. против дох-ти свободного денежного потока по результатам 2025 г., %



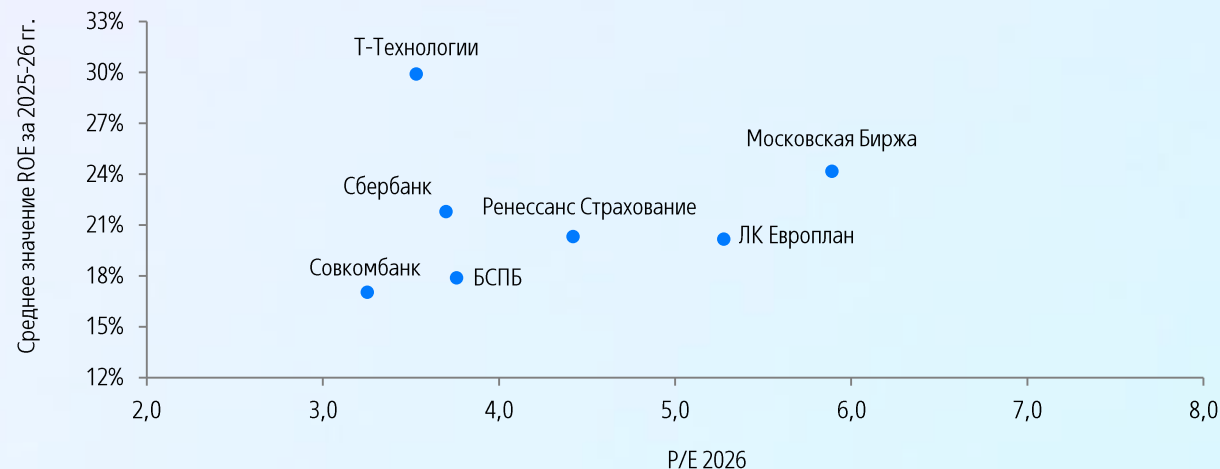
Российские акции: сектора-фавориты

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 21.11.2025 г.

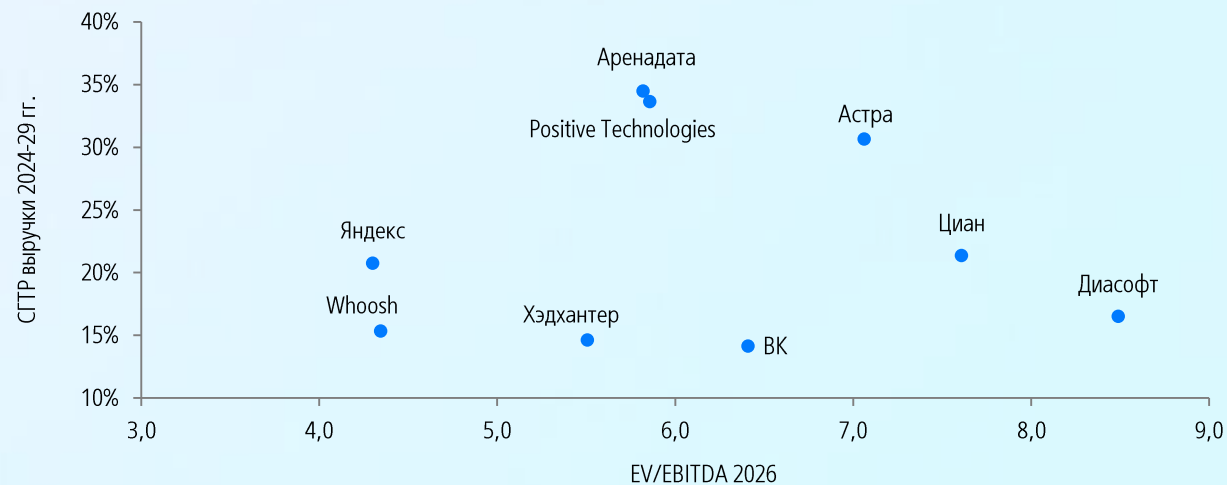
Наши фавориты – финансовый сектор и ИТ-сектор

- Мы сохраняем умеренно позитивный взгляд на **финансовый сектор** и **ИТ-сектор**.
- Ожидаемый цикл смягчения ДКП в 2026 г. будет способствовать более качественному росту кредитных портфелей. Мы прогнозируем умеренно позитивную динамику чистой прибыли банков в связи с ожидаемым снижением ключевой ставки до 13% к концу 2026 г. Наши фавориты: Сбербанк и Т-Технологии.
- В секторе ИТ мы отдаем предпочтение компаниям с привлекательной оценкой, которые будут сохранять высокие темпы роста, а также могут стать основными бенефициарами потенциального снижения ставок специфических для той или иной компании событий (Яндекс, Positive Technologies, Ростелеком).
- На фоне ожидаемого роста транспортировки нефти мы отдаем предпочтение акциям компаний этого сектора. Наши фавориты: Совкомфлот и Транснефть (ап).
- Мы меняем взгляд на сектор недвижимости на умеренно позитивный на фоне восстановления продаж.
- Акции отдельных компаний-экспортеров остаются хорошим способом диверсификации на фоне плавного ослабления рубля.

Оценка финансового сектора в 2026 г.



Оценка сектора ИТ в 2026 г.



Фавориты стратегии

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
 Расчеты на 25.11.2025 г.
 *EV/GMV; **P/BV; ***EV/EBITDAC

Сектор	Акции	Прогн. цена руб.	Див. дох-ть 12м %	Ожид. полн. дох-ть %	P/E 2026, x	EV/EBITDA 2026, x	Дох-ть FCF, % 2026
Экспортеры	Газпром	153	0,0	18	2,4	2,4	9
	Полюс	2983	9,0	49	4,7	3,9	13
	Норникель	201	0,0	65	6,3	3,7	15
	Сургутнефтегаз прив.	46,9	2,4	25	0,7	-11,9	33
Перевозка нефти	Совкомфлот	105	3,0	37	6,5	2,4	23
	Транснефть прив.	1 713	15	50	3,4	1,2	13
Банки	Сбербанк	402	13	43	3,6	0,7**	
	Т-Технологии	4 793	5,5	60	3,5	0,9**	
ИТ	Яндекс	6 684	4,1	65	6,8	4,3	12
	Озон	7 240	3,9	101	0,2*	4,0	9
	Группа Позитив	2 124	7,8	95	6,2	5,9***	6
Застройщики	Группа Самолет	1 510	0,0	66	3,8	2,6	61
Телекоммуникации	Ростелеком	101	3,6	76	5,6	2,5	30
Электроэнергетика	Интер РАО	8,43	13	195	2,1	0,7	-39

Нефть и газ: Транснефть (ап)

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.11.2025 г.

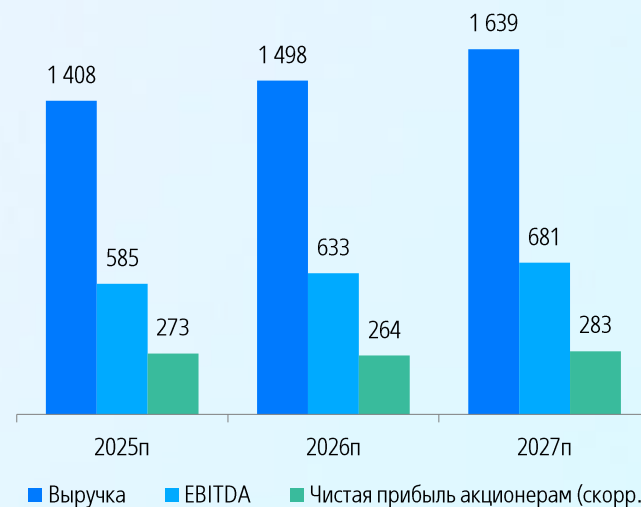
Наиболее надежная история в секторе – привилегированные акции Транснефти

- **Дивидендная доходность по итогам 2025 г. – лучшая в секторе.** По нашим оценкам, Транснефть предложит акционерам дивиденд за 2025 г. в размере 188 руб./акц. (доходность 15%). Компания обеспечивает лучшую дивидендную доходность в секторе благодаря устойчивости бизнес-модели к негативной конъюнктуре рынков сырья и укреплению рубля.
- **Компания обеспечена растущим свободным денежным потоком со средней доходностью около 14% в 2025-2027 гг.** Высокий объем чистой денежной позиции Транснефти, по нашему мнению, позитивно повлияет на процентные доходы в условиях высоких ставок, а FCFE перейдет в фазу ежегодного роста.
- **Смягчение квот ОПЕК+ позитивно для Транснефти.** Компания выигрывает от увеличения добычи нефти, так как это приведет к росту поставок по ее системе трубопроводов. В период с апреля по сентябрь 2025 г. страны ОПЕК+ сняли добровольные ограничения в размере 2,2 млн барр./сут. (доля России в них – 471 тыс. барр./сут.), а с октября перешли к поэтапному снятию второго транша ограничений общим объемом 1,65 млн барр./сут. (доля России в них – 500 тыс. барр./сут.). За счет высокой базы прошлого года и предыдущих нарушений квот добыча нефти в России и ее прокачка по системе Транснефти в 2025 г. не увеличатся, но по итогам 2026 г. могут вырасти на 7% г/г.
- **Низкая оценка.** Компания торгуется с мультипликатором EV/EBITDA за 2026 г. на уровне 1,2x, что является самым низким значением в секторе и предполагает дисконт около 60% к отраслевой медиане.

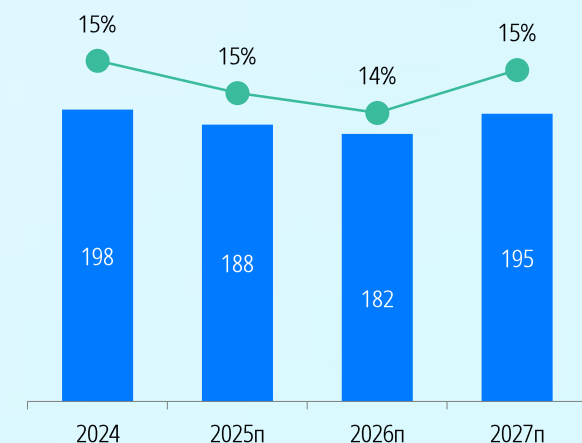
Риски: снижение коэффициента дивидендных выплат, снижение объемов прокачки нефти, регуляторные риски.

Акции	Транснефть (ап)
Прогнозная цена, руб.	1 713
Потенциал роста	35%
Дивидендная доходность 12м	15%
Капитализация, млрд руб.	937
Чистый долг/EBITDA, 2025	-0,3x
2026 EV/EBITDA	1,2x
2026 P/E	3,4x
Доходность свободного денежного потока, 2026	13%

Транснефть (ап) Финансовые показатели, млрд руб.



Транснефть (ап) Дивиденд (руб./акц.) и дох-ть (%) по итогам периода



Нефть и газ: Сургутнефтегаз (ап) и Газпром

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.11.2025 г.

Сургутнефтегаз (ап) – ставка на ослабление рубля

- **Двузначная средняя дивидендная доходность по итогам 2025-2026 гг.** По нашим оценкам, компания заплатит минимальный дивиденд по привилегированным акциям (0,9 руб./акц.) за 2025 г. Однако уже по итогам 2026 г. выплата составит 10,4 руб./акц. при прогнозном курсе USDRUB в 99,8 руб./долл. на конец 2026 г. (доходность 27%). Таким образом, в среднем за ближайшие два года бумаги принесут дивидендную доходность около 15%.

Риски: укрепление рубля, снижение мировых цен на нефть, рост дисконтов на Urals и ВСТО, снижение процентного дохода на депозиты.

Газпром – ставка на снижение геополитических рисков

- **Сокращение капитальных затрат.** Компания объявила о сокращении инвестиционной программы на 2026 г. до 1,1 трлн руб. (почти на 500 млрд руб. меньше, чем в 2025 г.). Мы ожидаем снижение совокупных капзатрат на 12% г/г в 2026 г., что выведет FCFE в положительную зону – до 250 млрд руб. (доходность около 9%).
- **Газпром прирастает Сибирью.** Газпром увеличит экспорт газа в Китай по Силе Сибири-1 до 44 млрд куб. м, а по Дальневосточному маршруту – до 12 млрд куб. м (запуск после 2027 г.). В конце 2025 г. на полную мощность выйдет Амурский ГПЗ, перерабатывающий газ с Силы Сибири-1. По нашей оценке, это суммарно увеличит EBITDA компании в 2026 г. на 150 млрд руб. (5% от прогнозной EBITDA за 2025 г.).
- **Долгосрочный рост поставок в Китай.** Россия и Китай подписали меморандум о строительстве газопровода Сила Сибири-2 мощностью 50 млрд куб. м в год. Потенциал роста экспорта газа в Китай после 2030 г. составляет 106 млрд куб. м газа в год (против 31 млрд куб. м в 2024 г.).

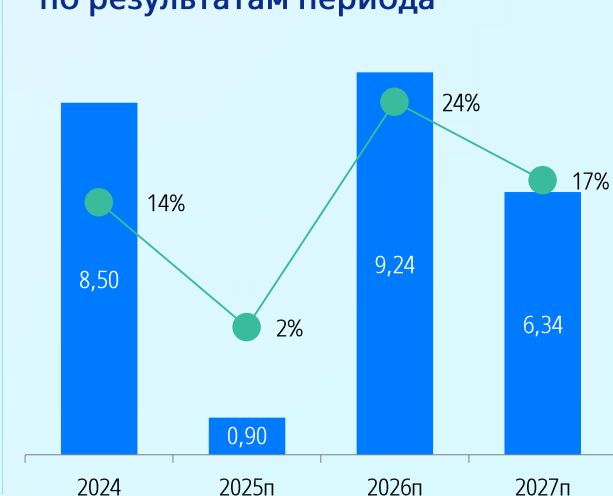
Риски: более продолжительное время роста поставок газа в Китай, рост процентных платежей, рост капзатрат, снижение цен на газ.

Акции	Сургутнефтегаз (ап)	Газпром
Прогнозная цена, руб.	46,9	153
Потенциал роста	23%	18%
Дивидендная доходность 12м	2%	0%
Капитализация, млрд руб.	1 068	2 927
Чистый долг/EBITDA, 2025	-3,3x	1,7x
2026 EV/EBITDA	-11,9x	2,4x
2026 P/E	0,7x	2,4x
Доходность свободного денежного потока, 2026	33%	9%

Газпром Экспорт газа в Китай, млрд куб. м



Сургутнефтегаз (ап) Дивиденд (руб./акц.) и дох-ть (%) по результатам периода



Транспорт: Совкомфлот

Ждем положительную динамику результатов в 2026 г.

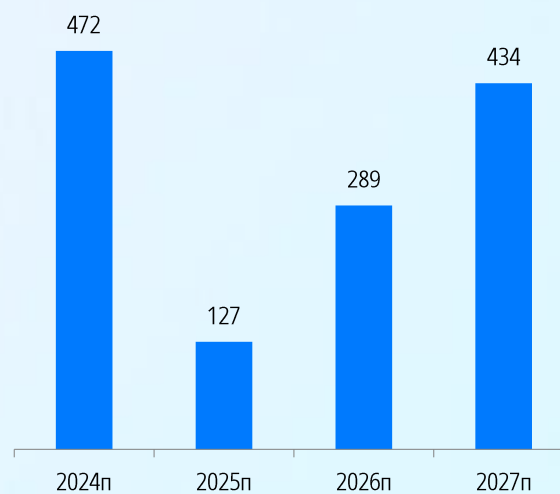
- **Доходность FCFE составит 21-25% по итогам 2025-2027 гг.** По нашим расчетам, в 2025-2027 гг. ежегодный FCFE компании составит в среднем 487 млн долл. Мы оцениваем уровень капитальных затрат компании на новые танкеры в 200 млн долл. ежегодно на горизонте трех лет, так как инвестиции в новые суда будут ограничены текущим заказом на ССК Звезда.
- **Прирост чистой денежной позиции в пересчете на акцию составит 41 руб. на конец 2027 г.** По нашим оценкам, в условиях погашения долга Совкомфлот к 2027 г. нарастит объем денежных средств до 1,8 млрд долл., включая депозиты, а чистая денежная позиция увеличится до 1,1 млрд долл. Таким образом, денежная позиция на одну акцию составит 41 руб. – 55% от текущей цены акций.
- **Объем денежных средств на балансе позволит профинансировать обновление флота благодаря покупкам на вторичном рынке.** По нашим оценкам, приобретение 15-летнего танкера Aframax способно обеспечить долларовую внутреннюю норму доходности на уровне 15-17%, а также NPV в объеме 5-7 млн долл. в течение срока полезного использования судна, что позволит увеличить акционерную стоимость компании.
- **Оценка.** Мультипликатор EV/EBITDA за 2026 г. составляет 2,4х, величина дисконта к среднему историческому значению – около 35%.

Риски: укрепление рубля, перенос сроков новых проектов, снижение качества раскрытия информации.

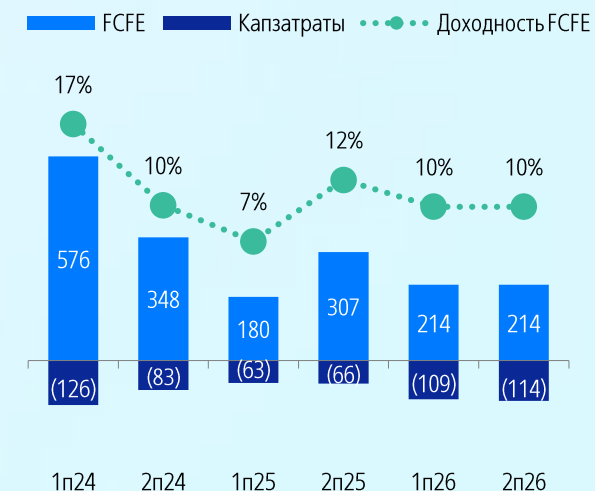
Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.11.2025 г.
*FCFE – свободный денежный поток на акционерный капитал

Акция	Совкомфлот
Прогнозная цена, руб.	105
Потенциал роста	34%
Дивидендная доходность 12м	3%
Капитализация, млрд руб.	177
Чистый долг/EBITDA, 2025	-0,7х
2026 EV/EBITDA	2,4х
2026 P/E	6,5х
Доходность свободного денежного потока, 2026	23%

Скорр. чистая прибыль восстановится к 2027 г. до уровня 2024 г., млн долл.



Совкомфлот продолжает генерировать FCFE с высокой доходностью, млн долл. / %



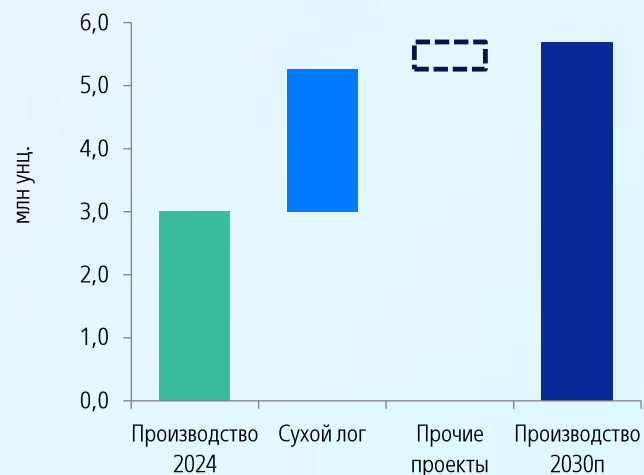
Рекордные цены на золото, низкая оценка и перспективы роста производства

- **Золото.** Хотя цена золота уже превзошла фундаментально обоснованный уровень, повышательные риски преобладают на фоне стабильных покупок центральных банков и ETF, геополитической напряженности.
- **Дивиденды.** Новая дивидендная политика предусматривает периодичность выплат не реже 2 раз в год в размере 30% EBITDA. СД Полюса впервые рекомендовал выплату дивидендов за 3к25 с доходностью около 2%. Промежуточная между полугодовыми выплата подчеркивает движение навстречу миноритарным акционерам. По нашим оценкам, доходность на горизонте года может составить 9-10%, что при текущих ценах и курсе рубля полностью покрывается свободным денежным потоком, даже в условиях высоких капитальных затрат на Сухой Лог.
- **Долгосрочный рост.** Компания вступила в активную фазу разработки Сухого Лога, который позволит нарастить производство на 80% относительно уровней 2024 г.; запуск ожидается не ранее 2028 г. и потребует значительных капитальных вложений: 6 млрд долл. (из которых, по нашим оценкам, израсходованы лишь 700-800 млн долл.). Дополнительный потенциал роста предполагает реализацию проектов Чульбаткан и Чертово Корыто с совокупной мощностью 0,6-0,7 млн унц. в год против 3 млн унц. в 2024 г. Предварительные сроки запуска – 2029 г.
- **Оценка.** При текущих ценах и курсе рубля акции компании торгуются с EV/EBITDA за 2026 г. в 3,9х против среднего исторического уровня 7,0х с доходностью FCF (за вычетом кап. затрат) около 13%. Дивидендная доходность может составить 9-10%, что существенно выше, чем у глобальных аналогов.

Риски: задержки ввода Сухого Лога, снижение геополитической напряженности, ужесточение налогообложения, укрепление рубля, инфляция издержек.

Акция обыкновенная	Полюс
Прогнозная цена, руб.	2983
Потенциал роста	40%
Дивидендная доходность* 12м	9%
Капитализация, млрд руб.	2 054
Чистый долг/EBITDA, 2026п	0,7х
2026 EV/EBITDA	3,9
2026 P/E	4,7
Доходность свободного денежного потока, 2026	13%

Производство Полюса: Сухой лог может добавить 80% к производству



Свободный денежный поток и дивидендная доходность, %



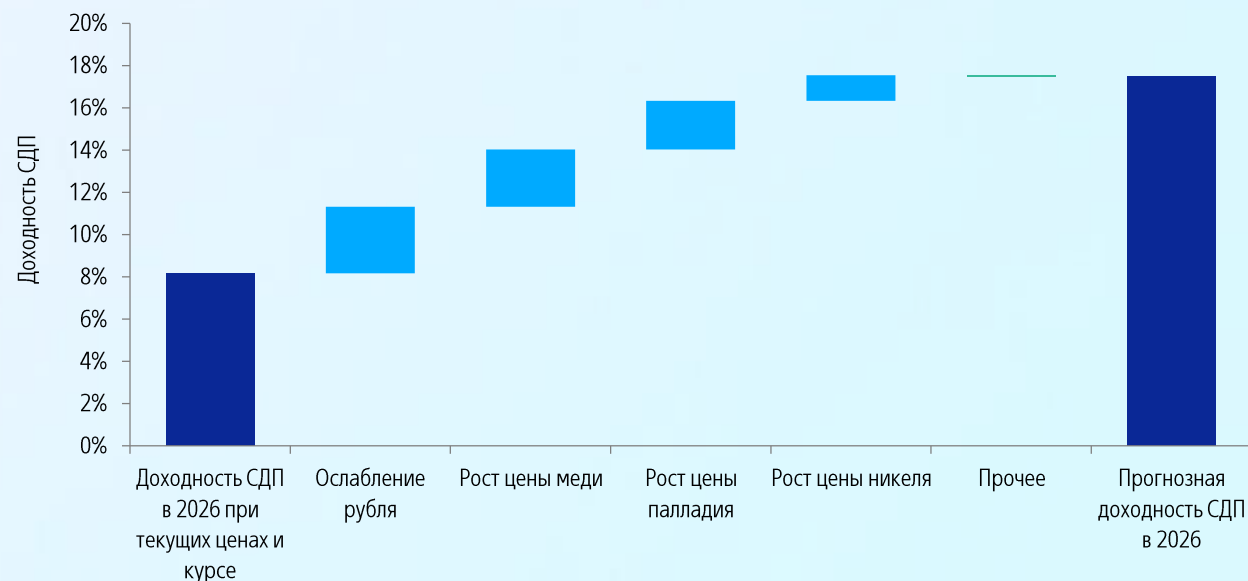
Ставка на медь и ослабление рубля

- **Медь.** Вдобавок к случившимся двум авариям на крупных шахтах El Teniente (около 2% мировой добычи) и Kakula (порядка 1,5%) произошло затопление на второй по величине в мире шахте Grasberg. По оценкам Freeport, в 2026 г. следует ожидать производство на 40% ниже изначального плана. Учитывая масштабы шахты (около 3,5% мирового выпуска меди), сокращение производства на треть способно дополнительно углубить дефицит на рынке меди примерно на 1,5%. В начале октября компания Teck Resources объявила о снижении производственных планов в 2025-2026 гг. на 90 тыс. тонн (около 0,3% мировой добычи) относительно предыдущих ожиданий из-за операционных сложностей и снижения содержания меди в руде.
- **МПК.** По данным Reuters, Китай (2/3 мировых продаж электромобилей) впервые более чем за десятилетие исключил этот сегмент из плана стратегических отраслей на 2026-2030 гг., что может свидетельствовать о возможном сворачивании государственной поддержки. Кроме того, предстоящий стандарт по выбросам China 7 и возврат правил RDE тестирования могут привести к существенному росту содержания МПК в автокатализаторах в Китае, обеспечив дополнительную поддержку спросу на палладий и платину после 2027 г., а дефицит палладия начиная с 2028 г. может расширяться еще на 4% относительно базовых ожиданий.
- **Оценка.** При текущих ценах и курсе рубля Норникель торгуется с EV/EBITDA за 2026 г. в 3,7х и валютной доходностью FCF около 17%. При этом потенциал дальнейшего роста цен на корзину металлов и высокую чувствительность к валютному курсу: при ослаблении рубля на 10% EBITDA компании в рублевом выражении вырастает примерно на 25%.

Риски: снижение спроса и цен на металлы, укрепление рубля, инфляция издержек.

Акция обыкновенная	Норникель
Прогнозная цена, руб.	201
Потенциал роста	65%
Дивидендная доходность* 12м	0%
Капитализация, млрд руб.	2 000
Чистый долг/EBITDA, 2026п	0,7х
2026 EV/EBITDA	3,7
2026 P/E	6,3
Доходность свободного денежного потока, 2026	17%

Доходность свободного денежного потока Норникеля



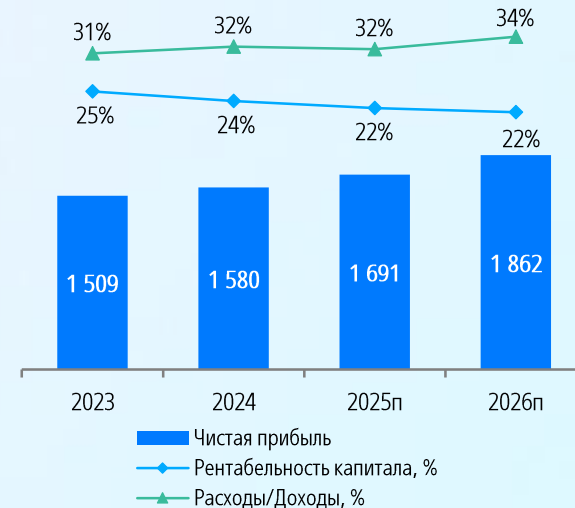
Сбербанк – дивиденды в приоритете

- **Устойчивый рост чистой прибыли.** За 9м25 Сбербанк обеспечил рентабельность капитала в 24%, заработав 1307 млрд руб. чистой прибыли по МСФО (+7% г/г). По нашим оценкам, рост чистой прибыли группы по МСФО в 2026 г. может составить 10% г/г. Ключевыми факторами поддержки финансового результата могут стать меньший размер отчислений в резервы на фоне смягчения ДКП, рост основного дохода и контроль операционных расходов.
- **Высокий запас прочности по капиталу.** Норматив Н20.0 группы на конец 9м25 составил 13,4%, что существенно превышает регуляторный минимум в 9,25%. Согласно нашим прогнозам, даже с учетом выплаты дивидендов за 2025 г. и ужесточения регулирования в 2026 г. (повышение регуляторного минимума для СЗКО до 10,0%) при умеренном росте активов (+12% г/г) банк сможет поддерживать достаточность капитала на стратегическом уровне (выше 13,3%).
- **Стабильные дивиденды.** Акции Сбербанка являются привлекательными для инвесторов благодаря стабильным дивидендам: согласно дивидендной политике, группа выплачивает дивиденд в размере не менее 50% от чистой прибыли по МСФО. По нашим оценкам, дивидендная доходность за 2025 г. может составить 12%.
- **Оценка.** Обыкновенные акции Сбербанка торгуются с мультипликаторами 3,6х P/E и 0,73х P/BV за 2026 г., что является привлекательным уровнем, учитывая наш прогноз по росту чистой прибыли банка в 2026 г. и рентабельности капитала выше 20%.

Риски: ухудшение макроэкономической ситуации, ужесточение регулирования, рост конкуренции в секторе, ухудшение кредитоспособности заемщиков.

Акция обыкновенная	Сбербанк
Прогнозная цена, руб.	402
Потенциал роста	30%
Дивидендная доходность 12м	13%
Капитализация, млрд руб.	6 630
P/BV 2026	0,73
P/E 2026	3,6

Рентабельность капитала поддерживается высокой операционной эффективностью



Сбербанк стабильно платит дивиденды в размере 50% от годовой чистой прибыли



Т-Технологии – акцент на высокой рентабельности капитала

- **Фокус на высокорентабельных сегментах.** Мы ожидаем, что в 2026 г. Т-Технологии смогут сохранить рентабельность капитала на уровне 30% благодаря развитию банковских и небанковских направлений и фокусу на высокорентабельных продуктах и их кросс-продажах. Мы также ожидаем снижение отчислений в резервы на фоне смягчения ДКП.
- **Потенциал кросс-продаж.** На конец 3к25 клиентская база экосистемы Т достигла 53 млн чел. (Т-Банк – ТОП-2 банк по количеству розничных клиентов в России). Широкая продуктовая линейка создает существенный потенциал кросс-продаж банковских и небанковских продуктов клиентам.
- **Диверсификация бизнеса и развитие экосистемы.** За 9м25 доля розничного кредитования в чистой выручке группы составила 42%, остальная часть пришлась на розничные транзакционные услуги, услуги МСБ, корпоративный бизнес и прочие небанковские услуги. Группе также принадлежит 50% в Каталитик Пипл (владеет 64% АО Точка и 9,9% акций Яндекса), через который она планирует осуществлять инвестиции в высокотехнологичные проекты.
- **Ежеквартальные дивиденды.** Т-Технологии, в соответствии с дивидендной политикой, ежеквартально выплачивают до 30% чистой прибыли за период в виде дивидендов. При этом группа сохраняет фокус на развитии и прибыльности бизнеса. По нашим оценкам, дивидендная доходность на горизонте 12 мес. может составить 6%.
- **Оценка.** Мультипликаторы группы (0,9х P/BV и 3,5х P/E за 2026 г.) выглядят привлекательно, учитывая наш прогноз сохранения рентабельности капитала на уровне около 30%.

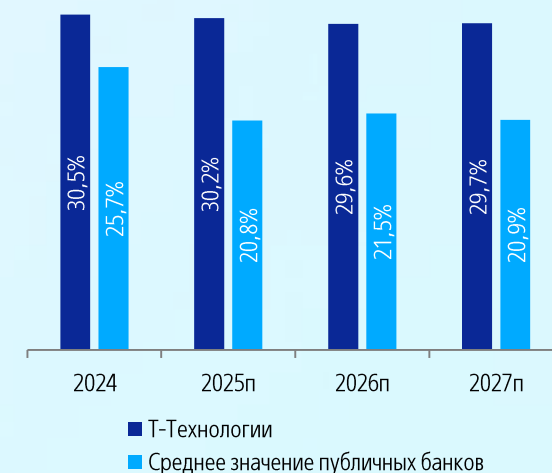
Риски: ухудшение макроэкономических условий, рост конкуренции в банковском секторе, рост затрат на удержание клиентов.

Акция обыкновенная	Т-Технологии
Прогнозная цена, руб.	4 793
Потенциал роста	55%
Дивидендная доходность 12м	6%
Капитализация, млрд руб.	746
P/BV 2026	0,9х
P/E 2026	3,5х

Диверсифицированный набор финансовых и lifestyle-сервисов за 3к25



Рентабельность капитала Т выше средних уровней по сектору



Электронная коммерция: Озон

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.11.2025 г.

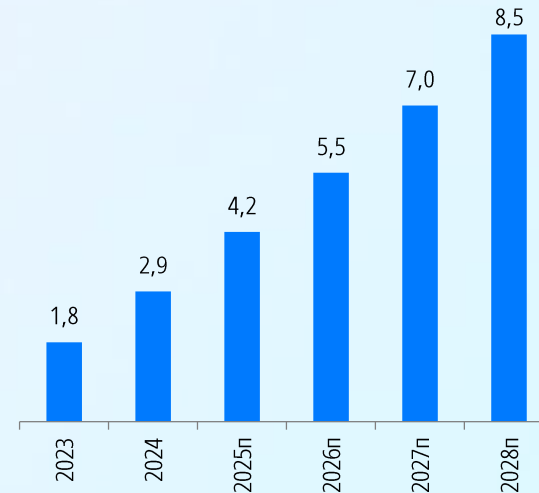
Сохранение высоких темпов роста и увеличение рентабельности. Краткосрочный фокус на изменении регулирования

- **Рост оборота.** Онлайн-игроку удастся сохранить высокие темпы роста оборота с увеличением на 30% в 2026 г., по нашим оценкам. Количество пользователей маркетплейса на конец 2026 г. превысит 70 млн чел., при этом будет делаться больший акцент на повышении частности покупок активных пользователей (до уровня выше 40 заказов в год на пользователя). Одновременно текущие предложения по ограничению скидок, предлагаемых маркетплейсами, создают риски замедления темпов роста Озона.
- **Увеличение рентабельности.** Мы ожидаем, что скорректированная EBITDA Озона по итогам 2026 г. превысит 200 млрд руб. В 2025 г. рентабельность маркетплейса стала позитивным сюрпризом. Мы ожидаем сохранения сильной динамики сегмента с показателями, близкими к 2% от оборота. Маркетплейс продолжает предлагать скидки покупателям, а потенциальное ограничение их применения может транслироваться в более быстрое достижение целевых уровней рентабельности маркетплейса в 4-5%.
- **Прибыль и дивиденды.** В 2026 г. Озон впервые покажет положительную чистую прибыль по итогам года. Дополнительными факторами поддержки станут начало дивидендных выплат с доходностью около 4% и запуск программы обратного выкупа акций объемом до 25 млрд руб. до конца 2026 г.
- **Оценка.** Акции компании торгуются с привлекательными мультипликаторами EV/GMV и EV/EBITDA за 2026 г. в 0,15x и 4x соответственно.

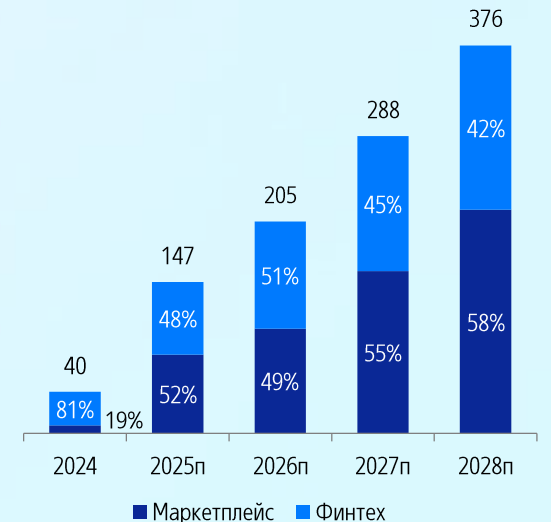
Риски: изменение регулирования, рост конкуренции, сложный рынок труда, снижение потребительской активности.

Акция	Озон
Прогнозная цена, руб.	7 240
Потенциал роста	97%
Дивидендная доходность 12м	4%
Капитализация, млрд руб.	834
2026 EV/EBITDA	4,0x
2026 EV/GMV	0,15x
Доходность свободного денежного потока, 2026	9%

Оборот, трлн руб.



EBITDA, млрд руб.



Жилая недвижимость: Группа Самолет

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.11.2025 г.

Восстановление сегмента

- **Рост продаж.** В 2025 г. девелопер проходил через сложный период с высокой базой первого полугодия и нормализацией динамики во втором. Ожидания снижения ставок в экономике, сохранение льготных ипотечных программ с фокусом на Семейной ипотеке, а также нормализация базы сравнения найдут отражение в росте объема продаж группы Самолет на 20% в 2026 г.
- **Сохранение цен.** Компании удалось сохранить объем продаж в сложном 2025 г., избежав при этом снижения цен. Девелопер упрощал предложение, снизив долю квартир с отделкой. Мы ожидаем, что в 2026 г. рост цен будет близким к инфляции, а снижение ставок в экономике увеличит покупательский спрос.
- **Восстановление ипотечных продаж.** Средний уровень ключевой ставки покажет снижение на уровне 4 пп в 2026 г. и на столько же в 2027 г. Восстановление доступности рыночной ипотеки в совокупности с ожиданиями дальнейшего снижения ставок в экономике окажут поддержку продажам недвижимости, позволив уменьшить фокус на рассрочках, а также может привлечь покупателей, не попадающих под программы льготных ипотек.
- **Оценка.** Акции компании торгуются с низкой оценкой: мультипликатор P/NAV (отношение цены к стоимости чистых активов) составляет 0,1x.

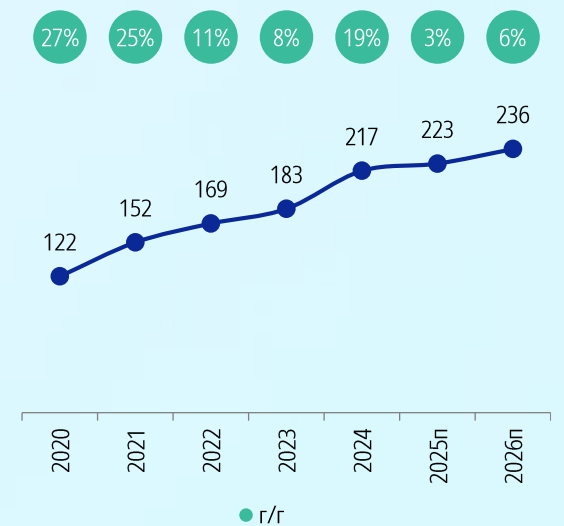
Риски: сохранение высоких ставок в экономике, корректировка программ субсидированной ипотеки, снижение рентабельности.

Акция	Группа Самолет
Прогнозная цена, руб.	1 510
Потенциал роста	66%
Дивидендная доходность 12м	0%
Капитализация, млрд руб.	56
Чистый долг/ЕБИТДА, 2026	2,0x
2026 EV/ЕБИТДА	2,6x
2026 P/E	3,8x

Объем продаж, млн кв. м



Стоимость реализации, тыс. руб./кв. м



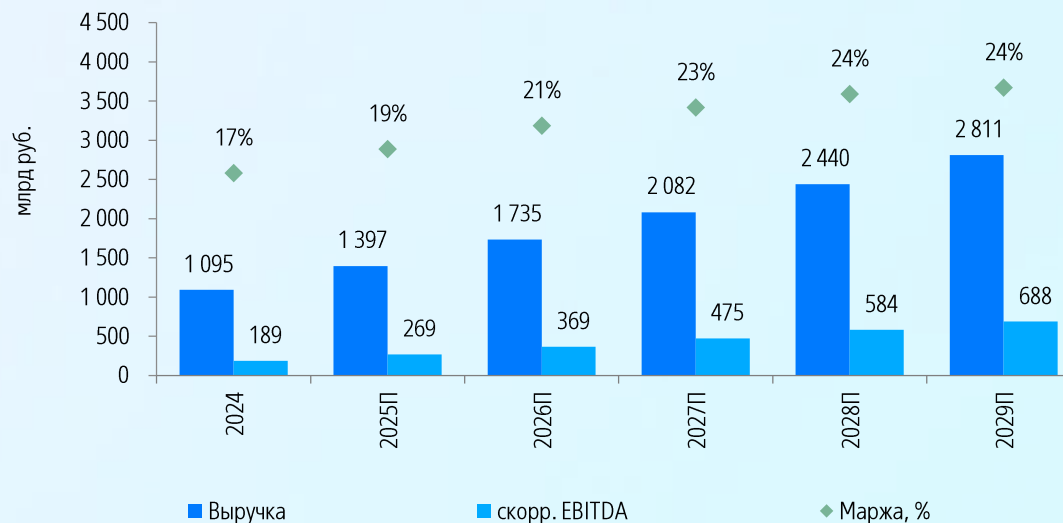
Ведущая российская технологическая компания с привлекательными перспективами роста

- **Устойчивая бизнес-модель.** Масштаб бизнеса Яндекса и сильное позиционирование на ключевых рынках присутствия открывают перед компанией широкие возможности для развития в новых нишах при оптимальном сочетании роста и рентабельности. Для Яндекса характерна низкая долговая нагрузка, что повышает устойчивость бизнеса в условиях роста процентных ставок.
- **Сохранение высоких темпов роста.** По нашим оценкам, в 2024-2029 гг. выручка и скорректированная EBITDA Яндекса будут расти в среднем на 21% и 30% в год соответственно. Высоким темпам роста финансовых показателей будут способствовать сильное позиционирование Яндекса на ключевых рынках присутствия и выход направлений бизнеса, находящихся в активной инвестиционной фазе, на положительную рентабельность.
- **Оценка.** Акции Яндекса торгуются с мультипликатором EV/EBITDA за 2026 г. на уровне 4,3х, что соответствует дисконту к российским компаниям технологического сектора порядка 30%.

Риски: макроэкономика, конкуренция, дефицит ИТ-кадров, регулирование.

Акция обыкновенная	Яндекс
Прогнозная цена, руб.	6 684
Потенциал роста	61%
Дивидендная доходность 12м	4%
Капитализация, млрд руб.	1 563
Чистый долг/EBITDA, 2025	0,5х
2026 P/E	6,8
2026 EV/EBITDA	4,3
Доходность свободного денежного потока, 2026	12%

Прогноз финансовых показателей, млрд руб.



СГТР 2024-29П:

+21 %
выручка

+30 %
EBITDA

Возвращение к высоким темпам роста

- **Привлекательные перспективы рынка кибербезопасности.** Согласно прогнозам Центра стратегических разработок, рынок информационной безопасности (ИБ) в России будет расти в среднем на 20% в год в 2024-2029 гг. В основе такого роста будут лежать увеличение числа кибератак, регуляторные требования по импортозамещению и усилению кибербезопасности в условиях продолжающейся цифровизации, охватывающей все больше сфер и организаций. Такая динамика рынка благоприятна для развития Группы Позитив – ведущего разработчика продуктов ИБ в России.
- **Возвращение к высоким темпам роста.** После слабых результатов за 2024 г. Группа Позитив активно работает над повышением операционной эффективности и сглаживанием сезонности. Так, отгрузки за 9м25 выросли на 31% г/г, а убыток на уровне EBITDAC и NIS снизился в годовом сопоставлении. Менеджмент компании подтвердил ранее поставленные цели по увеличению отгрузок в 2025 г. на 37-58% г/г, до 33-38 млрд руб. В 2026 г. высокие темпы роста компании должны поддержать: удвоение продаж PT NGFW, запуск новых версий флагманских продуктов и продажи новых решений (MaxPatrol EPP, PT Data Security, PT X, PT Maze и др.).
- **Оценка.** Акции компании торгуются с мультипликатором EV/EBITDAC за 2026 г. на уровне 5,9х, что выглядит привлекательно с учетом ожидаемых темпов роста финансовых показателей.

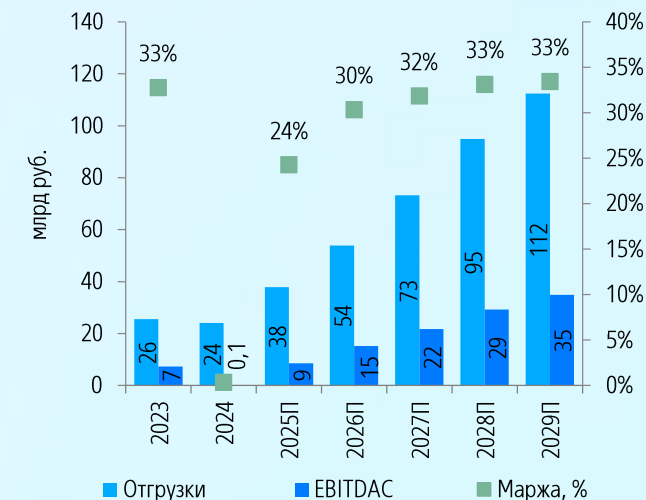
Риски: макроэкономика, конкуренция, сокращение бюджетов на ИБ, дефицит ИТ-кадров, сокращение государственной поддержки.

Акция обыкновенная	Позитив
Прогнозная цена, руб.	2 124
Потенциал роста	87%
Дивидендная доходность 12м	8%
Капитализация, млрд руб.	79
Чистый долг/EBITDA, 2025	1,8х
2026 P/E	6,2
2026 EV/EBITDAC	5,9
Доходность свободного денежного потока, 2026	6%

Рынок информационной безопасности в России, млрд руб.



Прогноз финансовых показателей, млрд руб.



Связь и телекоммуникации: Ростелеком

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.11.2025 г

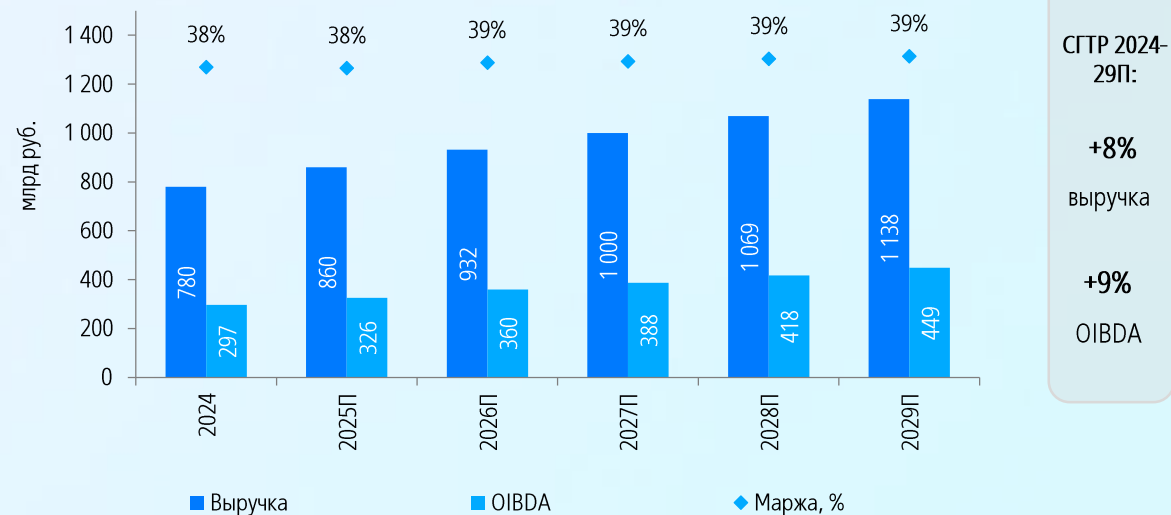
Фокус на цифровых сервисах

- **Рост цифровых направлений.** Ростелеком активно развивает нетелекоммуникационные направления бизнеса: облачные сервисы, кибербезопасность, онлайн-кинотеатр Wink, государственные цифровые сервисы. Ключевые цифровые активы Ростелекома демонстрируют двузначные темпы роста, а по итогам 2024 г. доля выручки от цифровых сервисов выросла до 22% против 14% в 2020 г.
- **Раскрытие стоимостного потенциала.** Потенциальные IPO цифровых активов Ростелекома могут способствовать раскрытию его стоимостного потенциала за счет более высоких по сравнению с традиционными телекоммуникационными компаниями мультипликаторов. Ранее Ростелеком заявлял о планах IPO РТК-ЦОД и Солар, а в сентябре о планах выхода на биржу объявила компания Базис.
- **Высокая чувствительность оценки к ставке и привлекательная оценка.** В силу текущей структуры капитала (рыночная капитализация составляет около 25% текущей EV) оценка Ростелекома обладает высокой чувствительностью к уровню процентных ставок. В этой связи дальнейшее смягчение ДКП должно способствовать переоценке стоимости собственного капитала Ростелекома. Акции компании торгуются на уровне 2,5x EV/OIBDA за 2026 г., что предполагает дисконт к МТС порядка 30%.

Риски: макроэкономика, конкуренция, увеличение долговой нагрузки, неблагоприятные условия для проведения IPO цифровых активов.

Акция обыкновенная	Ростелеком
Прогнозная цена, руб.	101
Потенциал роста	73%
Дивидендная доходность 12м	4%
Капитализация, млрд руб.	196
Чистый долг/EBITDA, 2025	2,1x
2026 P/E	5,6
2026 EV/OIBDA	2,5
Доходность свободного денежного потока, 2026	23%

Прогноз финансовых показателей, млрд руб.



Электроэнергетика: Интер РАО

Источники: данные компаний, оценки и расчеты аналитиков
Расчеты на 25.11.2025 г

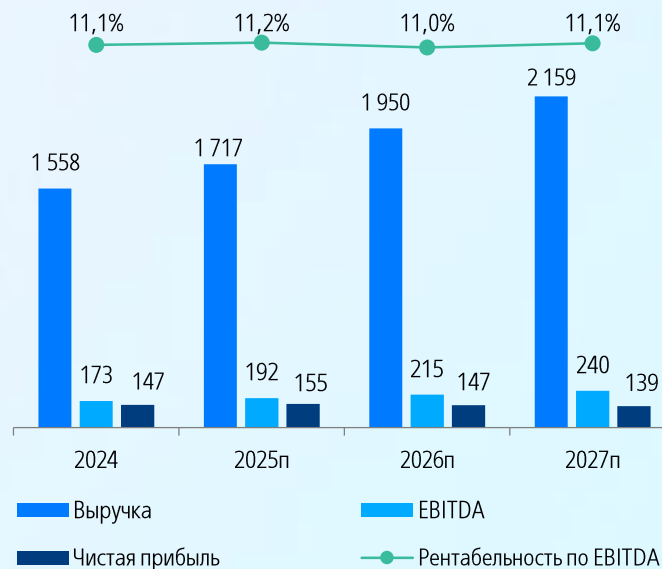
Дивидендная скала во время шторма капитальных затрат

- **Потенциал роста EBITDA в 2,9 раза к 2030 г.** Компания активно участвует в проектах модернизации и нового строительства электростанций в рамках господдержки. После запуска проектов возврат инвестиций будет обеспечиваться за счет ежемесячной оплаты мощности в объеме капитальных затрат с базовой нормой доходности 14%, проиндексированной на разницу между фактической доходностью 10-летних ОФЗ и базовым уровнем доходности в 8,5%. Отсюда следует, что в периоды высокой ключевой ставки применяемая при расчетах норма доходности повышается.
- **Доходность свободного денежного потока в 2030 г. выше 100%.** По нашим прогнозам, FCF до 2027 г. будет отрицательным из-за активной фазы инвестиционной программы, однако после выхода из цикла, уже в 2029-2030 гг., доходность FCF поднимется выше 100% (при текущей капитализации). Чистый долг на протяжении всего прогнозного периода будет отрицательным, так что сразу после выхода из цикла капитальных затрат компания сможет улучшить дивидендную политику.
- **Энергомашиностроение** станет новым источником высокомаржинальных доходов компании уже в среднесрочной перспективе.
- **Дивидендная политика.** Средняя доходность 12% в 2025-2027 гг. Компания стабильно выплачивает дивиденды в объеме 25% от чистой прибыли по МСФО. На 2030 г. мы прогнозируем дивидендную доходность более 25% даже при текущей политике.

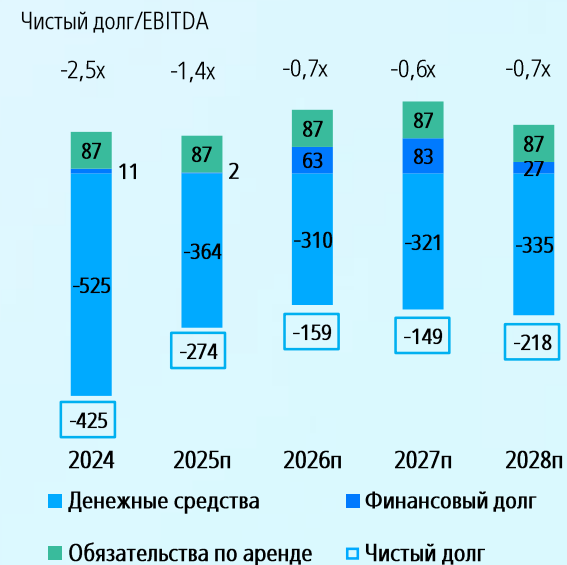
Риски: Рост цен на оборудование, сервисные услуги и топливо, зависимость финансовых результатов от мер господдержки и государственной стратегии в области технологического суверенитета.

Акция привилегированная	Интер РАО
Прогнозная цена, руб.	8,43
Потенциал роста	183%
Дивидендная доходность 12м	13%
Капитализация, млрд руб.	301
Чистый долг/EBITDA, 2025	-0,7x
2026 EV/EBITDA	0,7x
2026 P/E	2,1x
Доходность свободного денежного потока, 2026	-38,7%

Финансовые показатели, млрд руб.



Долг и денежные средства, млрд руб.





6

Взгляд на рынки капитала

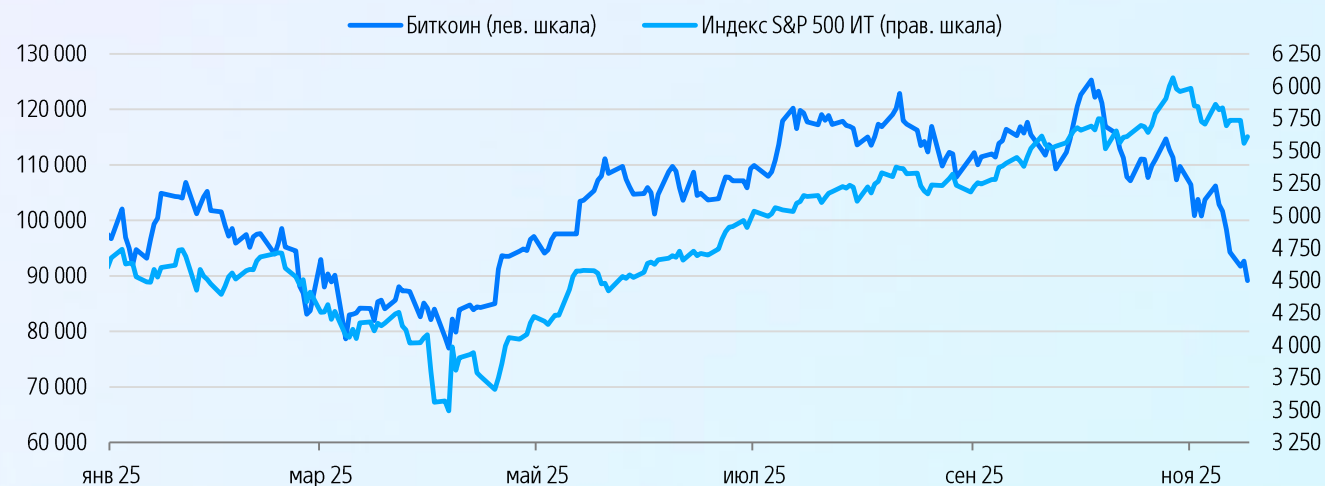
Альтернативные инвестиции

Биткоин

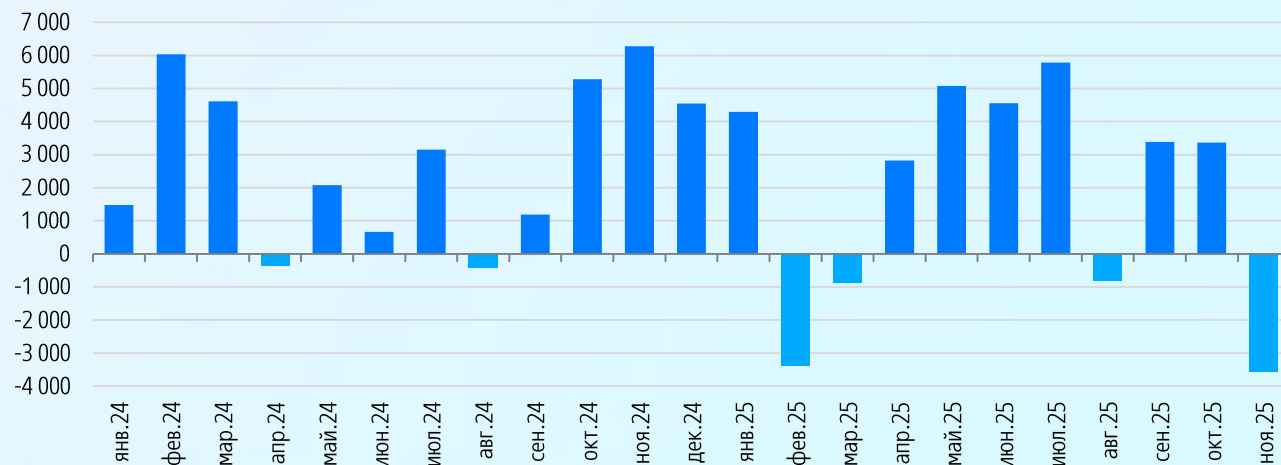
Ждем притоки в биткоин в 2026 г. после коррекции – стимулирующие меры в США и Китае поднимут цену к 150 тыс. долл.

- В 4к25 цена биткоина опустилась ниже 90 тыс. долл. на фоне ухода инвесторов от риска на глобальных рынках – усилились опасения перегрева американских акций (инвестирующих в ИИ), ушли ожидания снижения ставки ФРС до конца 2025 г., в том числе на фоне недостатка статистики из-за приостановки работы правительства в США.
- В 2026 г. ждем возобновления снижения ставки в США. Нельзя исключать более мягкого подхода к политике после смены главы ФРС (в мае истекают полномочия Джерома Пауэлла). Вместе с подвижками в законодательстве США по криптоактивам смягчение монетарной политики может усилить притоки в ETF-фонды на биткоин в 2026 г.
- Ожидаемый запуск Китаем стейблкоинов, обеспеченных юанем, вероятно, приведет к расширению использования криптовалют в мире, в том числе биткоина.
- В 2026 г. власти Китая, вероятно, продолжат проводить политику, направленную на поддержку экономического роста. Нельзя исключать нового повышения пошлин США и, соответственно, принятия Китаем новых мер фискального стимулирования.
- Продолжающийся рост глобальной денежной массы в США и Азии стимулирует переток капитала в альтернативные активы, включая биткоин.
- Ждем рост цены биткоина на горизонте 12 месяцев до 150 тыс. долл. за счет регуляторных улучшений в отношении криптоактивов, монетарных и фискальных стимулов в США и Китае.

Динамика акций американских ИТ-компаний и биткоина



Притоки в ETF-фонды на биткоин в США*, млн долл./мес.



Коммерческая недвижимость

Офисы пошли на обгон

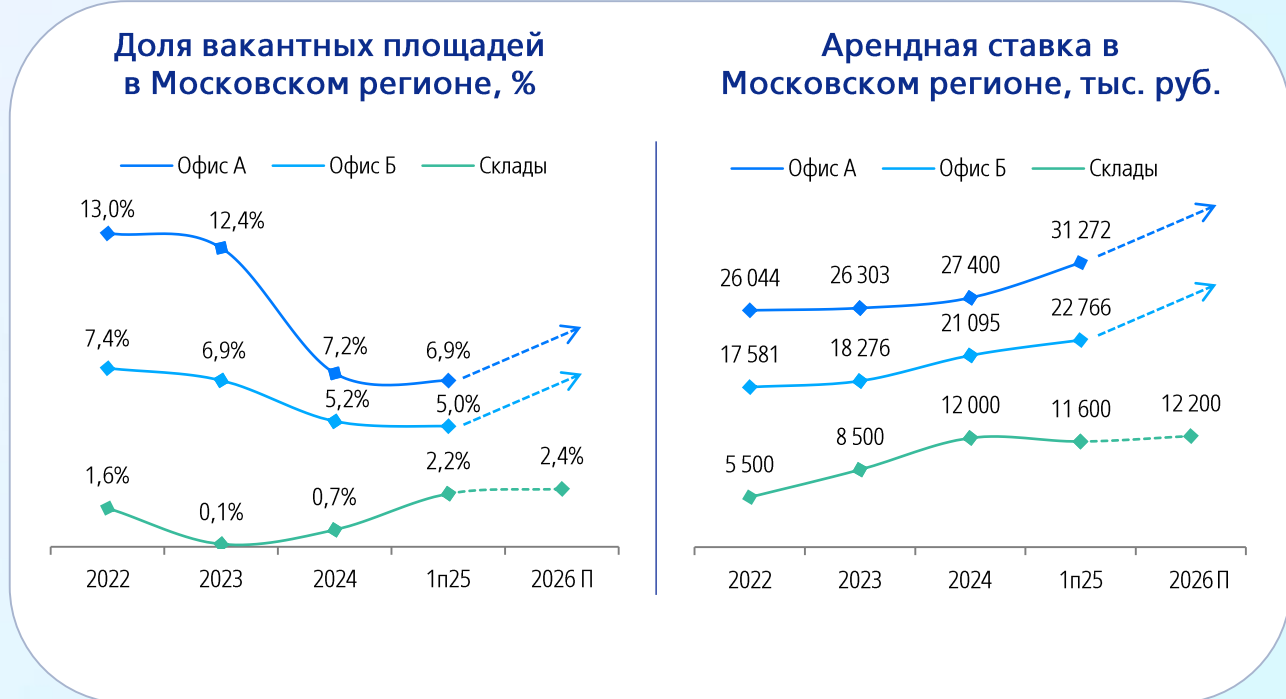
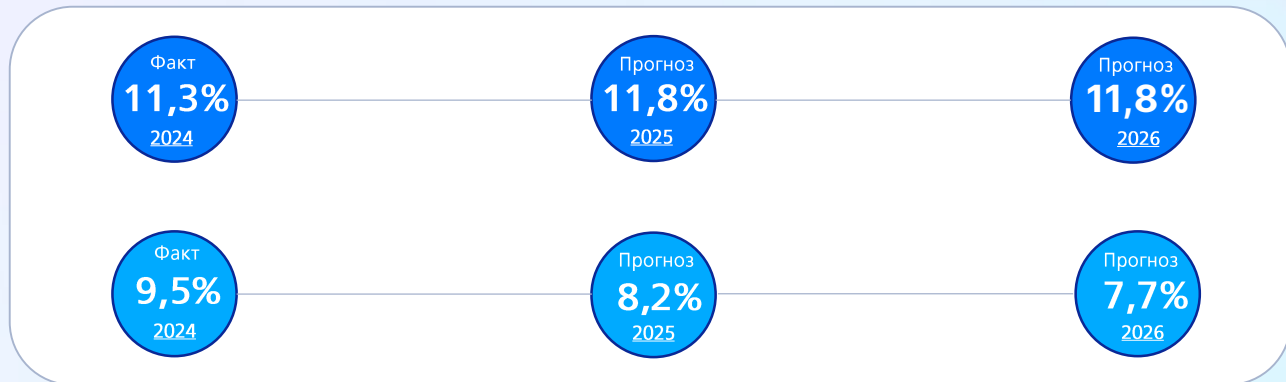
- Текущая доходность фондов коммерческой недвижимости выше дивидендной доходности рынка акций.
- Рынок складской недвижимости стабилизируется после двукратного роста арендных ставок в 2022–2024 гг. и роста вакантных площадей.
- Рост ставок аренды офисов ускорился на фоне снижения вакансий и ввода новых площадей. Опережает инфляцию.

Средняя дивидендная доходность ЗПИФ* (склады и офисы)

Дивидендная доходность** (акции)

Рынок коммерческой недвижимости

Источники: NF Group, оценки и расчеты аналитиков
 *Средняя дивидендная доходность ЗПИФ, рассчитана на базе информации по фондам: ВИМ Сбережения – РД и РД 2, СФН – Современный 7 и 8, СФН – Современный арендный бизнес, Альфа-Капитал – Складская коллекция
 **Доходность к цене на 25.11.2025 г.



Ограничение ответственности

Банк ВТБ (ПАО) (Банк ВТБ). Генеральная лицензия Банка России № 1000. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 040–06492–100000 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 040-06497-000100 выданы 25.03.2003 Банком России. Банк ВТБ внесен в единый реестр инвестиционных советников 24.12.2018. Банк ВТБ является членом саморегулируемой организации " "Национальная ассоциация участников фондового рынка".

1. Настоящий документ и содержащиеся в нем сведения предназначены исключительно для информационных целей. Документ не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение Банка ВТБ о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу, не является офертой, публичной офертой по какому бы то ни было действующему законодательству. Предоставляемая информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений.

Никакие положения информации или материалов, представленных в документе, не являются и не должны рассматриваться как индивидуальные инвестиционные рекомендации и/или намерение Банка ВТБ предоставить услуги инвестиционного советника, кроме как на основании соответствующего договора, заключаемого между Банком ВТБ и клиентом. Банк ВТБ не может гарантировать, что финансовые инструменты, продукты и услуги, описанные в настоящем документе, подходят всем лицам, которые ознакомились с такими материалами, в том числе в соответствии с их инвестиционным профилем. Финансовые инструменты, продукты и услуги, упоминаемые в информационных материалах, могут быть ограничены в обороте и не предназначены для широкого круга инвесторов. Банк ВТБ не несет ответственности за финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия Вами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в информационных материалах.

2. Прежде чем воспользоваться какой-либо услугой или приобретением финансового инструмента или инвестиционного продукта, Вы должны предварительно ознакомиться с документами, содержащими все условия заключаемого договора и/или совершаемой сделки, и самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от услуги и/или продукта, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки при пользовании конкретной услугой, или перед приобретением конкретного финансового инструмента или инвестиционного продукта, свою готовность и возможность принять такие риски. При принятии инвестиционных решений Вы не должны полагаться на мнения, изложенные в настоящих материалах, но должны провести собственный анализ финансового положения эмитента и всех рисков, связанных с инвестированием в финансовые инструменты.

Ни прошлый опыт, ни финансовый успех других лиц не гарантируют и не определяют получение таких же результатов в будущем. Стоимость или доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящем материале могут изменяться и/или испытывать воздействие изменений общей рыночной конъюнктуры, в том числе процентных ставок, инвестор может потерять первоначальную инвестиционную сумму.

Банк ВТБ не гарантирует доходность инвестиций, инвестиционной деятельности или финансовых инструментов. До осуществления инвестиций необходимо внимательно ознакомиться с условиями и/или документами, которые регулируют порядок их осуществления. До приобретения финансовых инструментов необходимо внимательно ознакомиться с условиями их обращения.

3. Никакие финансовые инструменты, продукты или услуги, упомянутые в материале, не предлагаются к продаже и не продаются в какой-либо юрисдикции, где такая деятельность противоречила бы законодательству о ценных бумагах или другим местным законам и нормативно-правовым актам, или обязывала бы Банк ВТБ выполнить требование о регистрации в такой юрисдикции. Банк ВТБ предлагает Вам убедиться в том, что Вы имеете право инвестировать средства в упомянутые в настоящих информационных материалах финансовые инструменты, продукты или услуги. Таким образом, Банк ВТБ не может быть ни в какой форме привлечен к ответственности в случае нарушения Вами применимых к Вам в какой-либо юрисдикции запретов.

4. Банк ВТБ прилагает разумные усилия для получения информации из надежных, по его мнению, источников. Вместе с тем, Банк ВТБ не делает каких-либо заверений в отношении того, что информация или оценки, содержащиеся в представленном информационном материале, являются достоверными, точными или полными. Любые выражения мнений, оценок и прогнозов являются мнениями авторов на дату написания материала. Любая информация, представленная в настоящих информационных материалах, может быть изменена в любое время без предварительного уведомления. Любая приведенная информация и оценки не являются условиями какой-либо сделки, в том числе потенциальной.

Многие факторы могут стать причиной того, что фактические результаты будут существенно отличаться от предполагаемых результатов, содержащихся в заявлениях прогнозного характера, включая, среди прочего, такие факторы, как общие условия экономической деятельности,

конкурентная среда, изменения рыночной конъюнктуры, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, а также другие риски, связанные с деятельностью Банка ВТБ.

5. На финансовые инструменты, описанные в настоящих материалах могут распространяться требования Закона от 7 мая 2013 года N 79-ФЗ "О запрете отдельным категориям лиц открывать и иметь счета (вклады), хранить наличные денежные средства и ценности в иностранных банках, расположенных за пределами территории Российской Федерации, владеть и (или) пользоваться иностранными финансовыми инструментами". Инвестору необходимо самостоятельно оценить возможность заключения сделки с иностранными финансовыми инструментами.

6. Банк ВТБ обращает внимание инвесторов, являющихся физическими лицами, на то, что на денежные средства, переданные Банку ВТБ в рамках брокерского обслуживания, не распространяется действие Федерального закона от 23.12.2003. № 177-ФЗ "О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации" и оказываемые на основании договора о брокерском обслуживании финансовые услуги не являются услугами по открытию банковских счетов и приему вкладов.

7. Банк ВТБ настоящим информирует Вас о возможном наличии конфликта интересов при предложении рассматриваемых в документе финансовых инструментов, продуктов и услуг, который может возникнуть в силу широкой диверсификации видов профессиональной деятельности Банка ВТБ и группы ВТБ на финансовых рынках, в том числе по оказании услуг по размещению и/или организации размещения таких финансовых инструментов. При урегулировании возникающих конфликтов интересов Банк ВТБ руководствуется интересами своих клиентов.

8. Любые логотипы, иные чем логотипы Банка ВТБ если таковые приведены в отчете, используются исключительно в информационных целях, не имеют целью введение клиентов в заблуждение о характере и специфике услуг, оказываемых Банком ВТБ, или получение дополнительного преимущества за счет использования таких логотипов, равно как продвижение товаров или услуг правообладателей таких логотипов, или нанесение ущерба их деловой репутации.

9. Термины и положения, приведенные в настоящих материалах, должны толковаться исключительно в контексте соответствующих сделок и операций и/или ценных бумаг и/или финансовых инструментов и могут полностью не соответствовать значениям, определенным законодательством РФ или иным применимым законодательством.

10. Настоящие материалы предназначены для распространения только на территории Российской Федерации и не предназначены для распространения в других странах, в том числе Великобритании, странах Европейского Союза, США и Сингапуре, а также, хотя и на территории Российской Федерации, гражданам и резидентам указанных стран. Банк ВТБ не предлагает финансовые услуги и финансовые продукты гражданам и резидентам стран Европейского Союза.

11. Вся информация об условиях предоставления продуктов Банка ВТБ, в том числе о финансовых услугах, оказываемых на основании договора о брокерском обслуживании, и дополнительных услугах брокера, в том числе оказываемых за дополнительную плату, о порядке получения финансовой услуги, в том числе документах, которые должны быть предоставлены получателем финансовых услуг для ее получения, о способах и порядке изменения условий договора о брокерском обслуживании, в том числе в результате внесения брокером изменений во внутренние документы, ссылка на которые содержится в договоре о брокерском обслуживании, о тарифах, иных возможных расходах, связанных с приобретением владением и продажей финансовых инструментов, и порядке их формирования, порядке возврата денежных средств (имущества) и о структуре связанных с этим издержек, о рисках инвестирования в финансовые инструменты, о способах и адресах направления обращений (жалоб) брокеру, в саморегулируемую организацию, в орган, осуществляющий полномочия по контролю и надзору за деятельностью брокера; о способах защиты прав получателя финансовых услуг, включая информацию о наличии возможности и способах досудебного или внесудебного урегулирования спора, в том числе о претензионном порядке урегулирования спора, Вы можете получить на официальном сайте vtb.ru, а также в филиалах и дополнительных офисах Банка ВТБ. С декларацией о рисках, связанных с осуществлением операций на финансовых рынках Вы можете ознакомиться на странице официального сайта www.vtb.ru/personal/investicii/documents/ Информация актуальна на дату размещения на сайте.

Все права на представленную информацию принадлежат Банку ВТБ. Данная информация не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения Банка ВТБ.

Адрес местонахождения: 191144, г. Санкт-Петербург, Дегтярный переулок, д. 11, литер А., адреса офисов брокера можно найти по ссылке, контактный телефон: +7 (495) 739-77-99, адрес электронной почты: info@vtb.ru, адрес официального сайта в сети Интернет: vtb.ru