



АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

СТРАТЕГИЯ НА 4К26 и 2027 г.



ОТКРОЙТЕ БРОКЕРСКИЙ
СЧЁТ И ПОЛУЧИТЕ 3
МЕСЯЦА АНАЛИТИКИ
БЕСПЛАТНО

[ПОДРОБНЕЕ](#)

Сентябрь 2026 г.

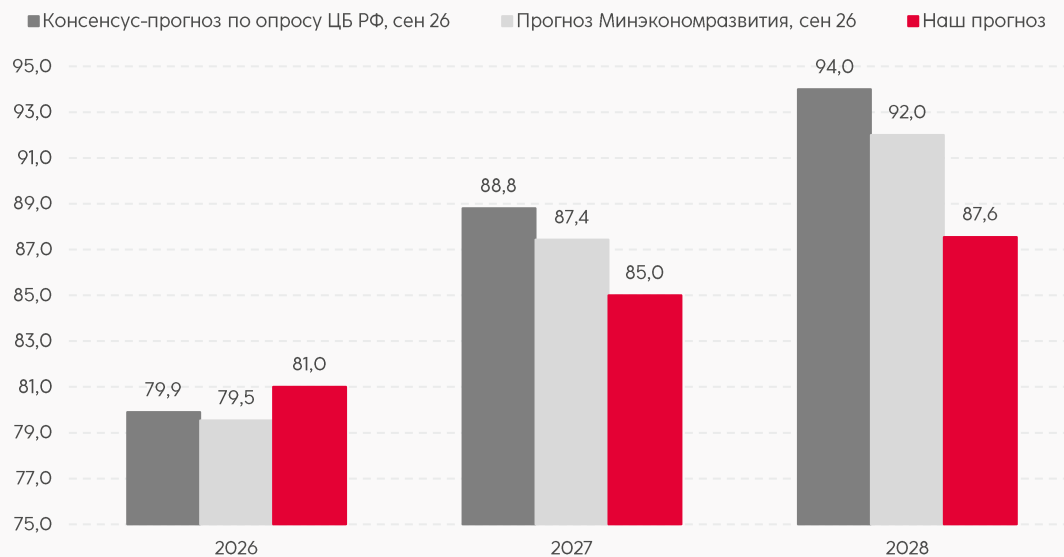


ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Прогноз USD/RUB сохраняем в диапазоне 83–85 при ожидаемой нами цене нефти «Юралс» в \$60–65 за баррель

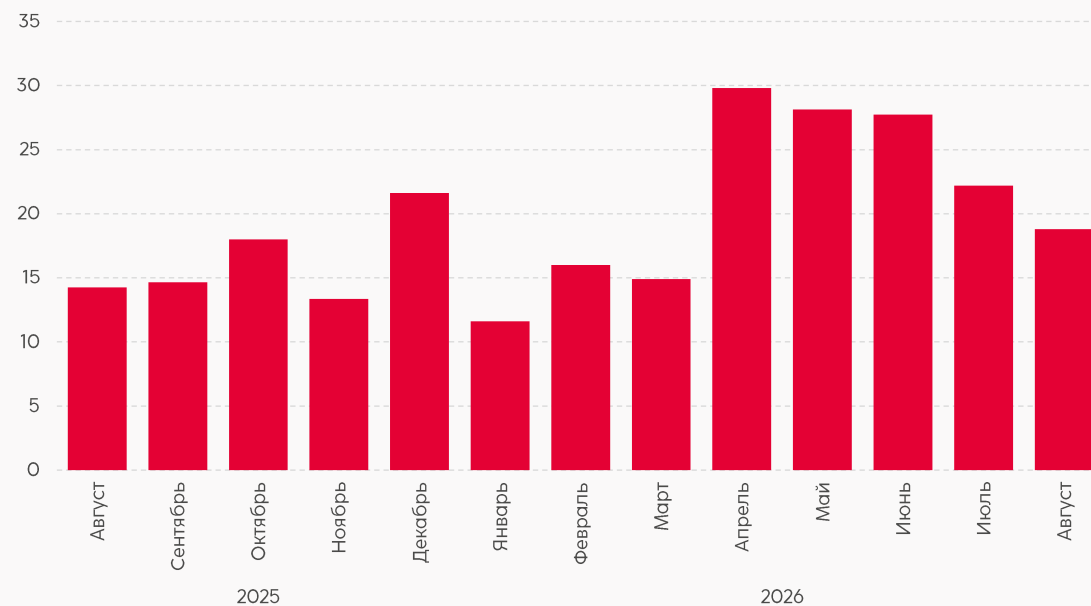
- Несмотря на снижение цен на нефть, чистые продажи валюты в августе остались на высоком уровне – \$18,8 млрд (-15% м/м).
- Покупки валюты Минфином (2,5 млрд руб. в день в сентябре) не оказывают существенного влияния на курс USD/RUB в силу небольшого объема.
- Основной вклад в ослабление рубля оказывает закупка нефтепродуктов (\$1-2 млрд) и сокращение с/х экспорта – считаем эти факторы временными.

КУРС USD/RUB: МЫ ВИДИМ РУБЛЬ БОЛЕЕ СИЛЬНЫМ, ЧЕМ ДРУГИЕ



Источники: Банк России, Московская Биржа

В ИЮЛЕ И АВГУСТЕ ПРОДАЖИ ВАЛЮТЫ СНИЗИЛИСЬ С ВЕСЕННИХ МАКСИМУМОВ*

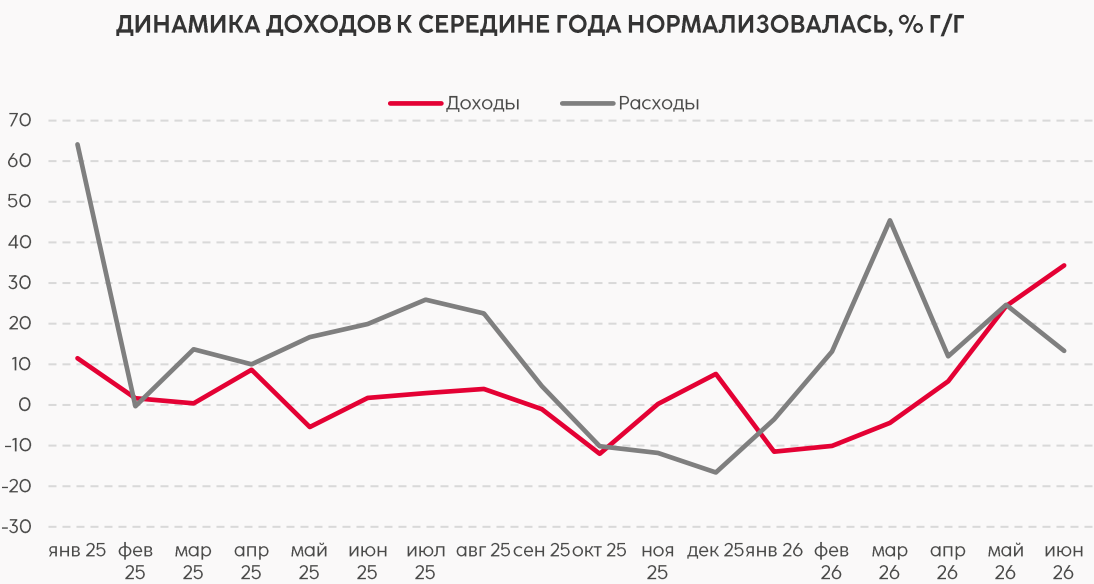


* Чистые продажи валюты нефинансовыми компаниями, \$ млрд

БЮДЖЕТ

За 8М26 дефицит составил 5,8 трлн руб. (2,5% ВВП), за год ожидаем около 7,0 трлн руб. (3,0%)

- Поступления нефтяных налогов только начали увеличиваться на фоне скачка цен, расходы растут сильнее (особенно в части госзакупок).
- Сохраняется значимое отставание от плана в нефтяных налогах, рост нефтегазовых доходов обеспечило повышение НДС в начале года.
- Согласно обновленному официальному прогнозу, в 2026 г. дефицит бюджета составит около 3% ВВП, в 2027 г. — около 2%.
- Ключевые вопросы: как Минфин намерен выполнять долговую программу по типам ОФЗ (ПК, ПД) и какие могут быть новые налоговые изъятия.



Источники: Минфин России, Банк Синара

ЗАЛОЖЕННЫЕ В БЮДЖЕТ ПОКАЗАТЕЛИ СИЛЬНО РАСХОДЯТСЯ С ФАКТОМ, ТРЛН РУБ.

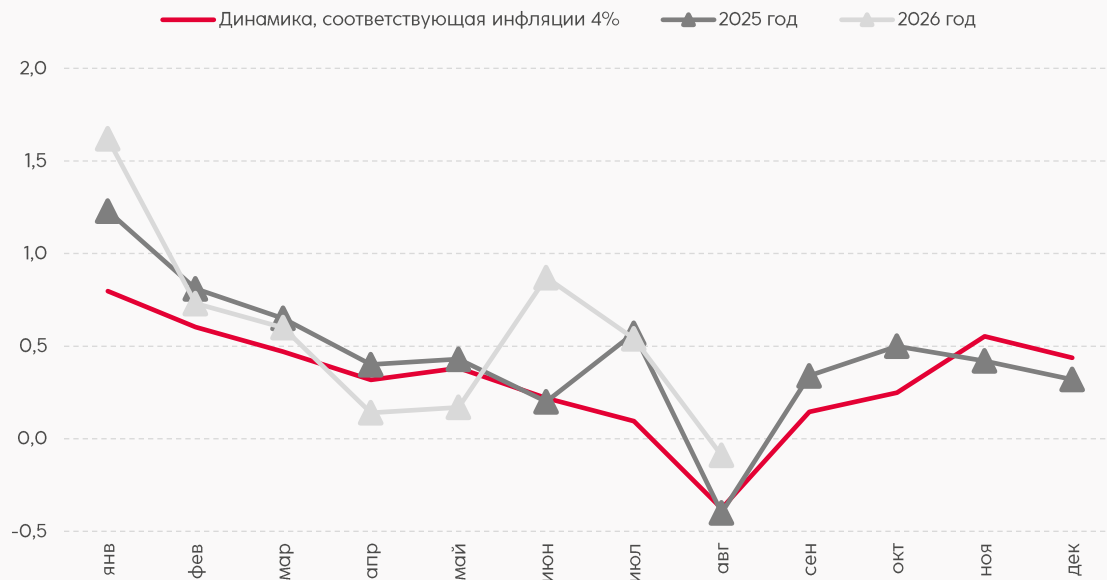
	8М26	г/г	Проект 2026 г.	г/г
Доходы	25,9	9,2%	40,3	8,0%
Нефтегазовые	5,0	-16,7%	8,9	5,0%
Ненефтегазовые	20,9	18,1%	31,4	9,0%
НДС (производство, импорт)	11,3	26,3%	17,5	-
Расходы	31,7	14,7%	44,1	2,8%
госзакупки	9,0	36,2%	10,3	-
Баланс бюджета	-5,8	-	-3,8	-

ИНФЛЯЦИЯ

Ввиду разгона цен в середине года повышаем прогноз до 6,5% в конце года

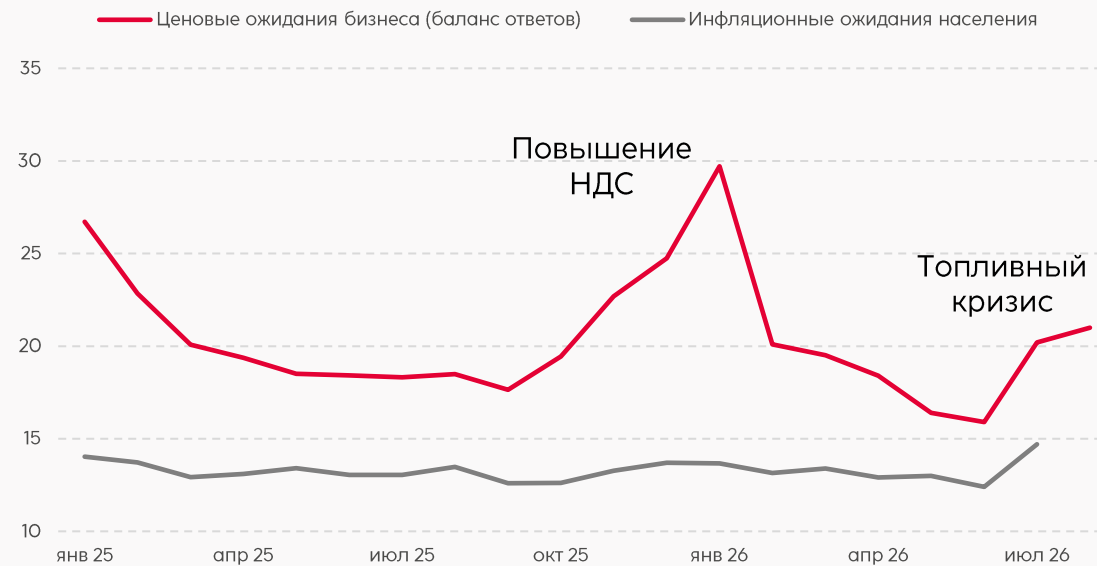
- Влияние повышения НДС на цены быстро прекратилось, сейчас бизнес снова обеспокоен переносом топливных издержек в цены на полках.
- Банк России повысил прогноз по инфляции на конец года до 6–7%, вклад топливного кризиса оценивает в 1,5 п. п.
- Рост ценовых ожиданий бизнеса и населения в середине года ограничивает возможности ЦБ РФ снижать ставку.

ИНФЛЯЦИЯ ЛЕТОМ РЕЗКО УВЕЛИЧИЛАСЬ



Примечание. Сезонность оценена для 2025 г.
Источник: Банк Синара

ЦЕНОВЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ ВНОВЬ РЕЗКО ВЫРОСЛИ

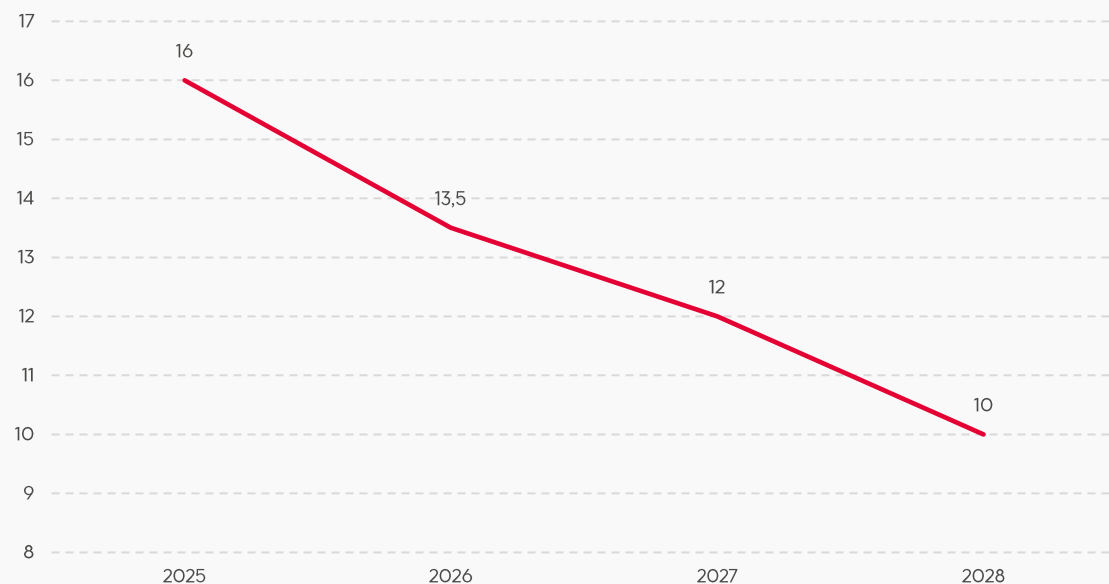


ПРОГНОЗ ПО КЛЮЧЕВОЙ СТАВКЕ

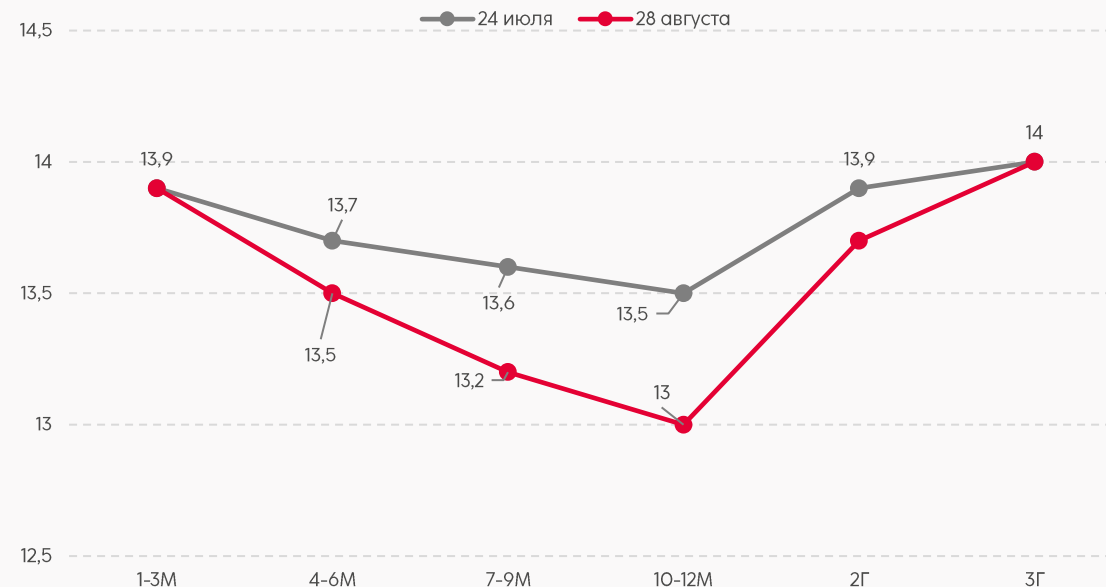
Повышаем до 13,5% на конец 2026 г. и до 12% — на конец 2027 г.

- Учитывая топливный кризис и грядущие бюджетные поправки, Банк России в сентябрьском пресс-релизе по ставке дал тот же сигнал.
- На горизонте от года до трех лет ожидания денежного рынка по ставке повысились до 13–14%.
- Быстрое снижение ставки чрезмерно простимулирует спрос, который предложение удовлетворить не способно.
- Ожидаем снижения ставки до 13,5% в декабре; видим, однако, и риски, что она останется на 14,0%.

НАШ ПРОГНОЗ ПО СТАВКЕ — 13,5% К КОНЦУ 2026 Г.



ОЖИДАНИЯ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА ПО СТАВКЕ ПОВЫСИЛИСЬ



Источники: Банк России, Банк Синара

Примечание. Рассчитано по ставкам процентных свопов IRS RUB против RUB KEYRATE.

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПРОГНОЗЫ

ДОПУЩЕНИЯ В ОТНОШЕНИИ МАКРОЭКОНОМИКИ И ЦЕН НА СЫРЬЕВЫЕ ТОВАРЫ

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ВВП, % г/г	-2.1	4.1	4.3	1.0	0.5	1.5
ИПЦ, % г/г (на конец года)	11.9	7.4	9.5	5.6	6.5	6.0
Ключевая ставка, % (на конец года)	7.5	16.0	21.0	16.0	13.5	12.0
Курс USD/RUB (средний за период)	68.0	85.1	92.7	83.5	81.0	85.0
Нефть «Бrent», \$/барр.	100.8	82.5	80.0	68.0	90,0	80.0
Нефть «Юралс», \$/барр.	77.5	62.8	68.0	57.4	65.0	65.0
Природный газ, \$/тыс. м3 (TTF)	1,402	460	392	416	550	430
Палладий, \$/тр. унц.	2,110	1,340	981	1,138	1,415	1,350
Платина, \$/тр. унц.	964	968	945	1,265	1,840	1,500
Золото, \$/тр. унц.	1,802	1,943	2,388	3,445	4,450	4,000
Никель, \$/т	26,187	21,487	16,915	15,158	17,000	17,000
Медь, \$/т	8,830	8,485	9,135	9,946	13,025	12,000
Алюминий, \$/т	2,707	2,254	2,418	2,629	3,240	3,000
Коксующийся уголь, \$/т	361	296	238	182	227	230
Стальной г/к прокат, \$/т	718	617	524	460	500	550
Карбамид, \$/т (FOB порты Балтики)	569	305	308	423	500	550
ДАФ, \$/т (FOB порты Балтики)	864	545	537	685	800	700

Источник: Банк Синара



ОБЛИГАЦИИ



ОТКРОЙТЕ БРОКЕРСКИЙ
СЧЁТ И ПОЛУЧИТЕ 3
МЕСЯЦА АНАЛИТИКИ
БЕСПЛАТНО

[ПОДРОБНЕЕ](#)



ОБЛИГАЦИИ

ЛОКАЛЬНЫЙ РЫНОК: РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

- ♦ С учетом ряда сдерживающих факторов сильного роста котировок не ожидаем, поэтому предпочтительными считаем «фиксы» с большим купоном, чтобы получать купонный доход.
- ♦ Если денежный поток не в приоритете, можно рассматривать купонно-дисконтные или чисто дисконтные облигации.
- ♦ Флоатеры все так же интересны с точки зрения стабильности, но, вероятно, уступят «фиксам» на длинном горизонте. Как альтернатива — инструменты денежного рынка.

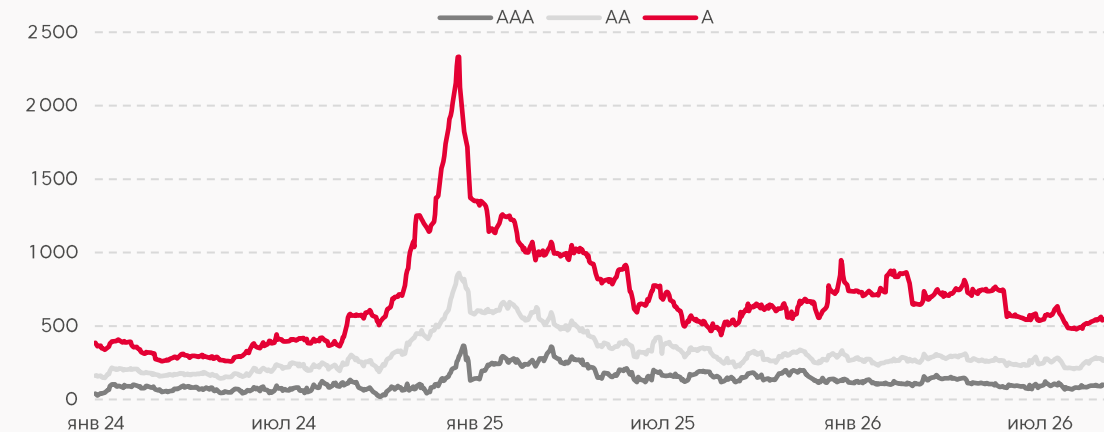
ФАКТОРЫ РИСКА

- ♦ Сохранение высоких ставок на длительное время
- ♦ Рост инфляции и замедление снижения ключевой ставки
- ♦ Низкая ликвидность корпоративных бумаг
- ♦ Увеличение числа дефолтов

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ ОФЗ И КЛЮЧЕВОЙ СТАВКИ



ДИНАМИКА СПРЕДОВ РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ, Б. П.



Источник: Московская Биржа

РУБЛЕВЫЕ БУМАГИ

НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ НА РЫНКЕ ГОСДОЛГА СОХРАНЯЕТСЯ

- ♦ В 2026 г. оптимальным выбором будут выпуски с фиксированным купоном дюрацией 4,5-6,0 лет.
- ♦ В 2027 г. ждем лучшую доходность от бумаг ПД дюрацией от 4 лет, предпочтение отдаем выпускам с высокими купонами.
- ♦ В базовом сценарии ПК превосходят по доходности короткие (до 3 лет) ПД.

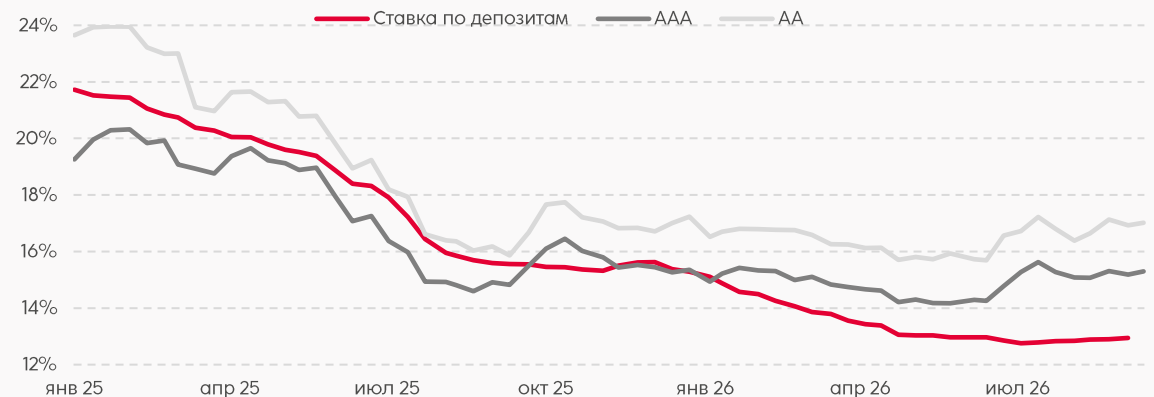
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ РАСТЕТ

- ♦ Ставки по депозитам в топ-10 банках держатся ниже 13%.
- ♦ На горизонте трех лет разница в доходности депозитов и ОФЗ превышает 5%.
- ♦ Рублевые облигации дают более высокую доходность и гораздо более широкий выбор сроков по сравнению с депозитами.

ПОЛНАЯ ДОХОДНОСТЬ ОФЗ ПО СРОКАМ



ДЕПОЗИТЫ В СРАВНЕНИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ



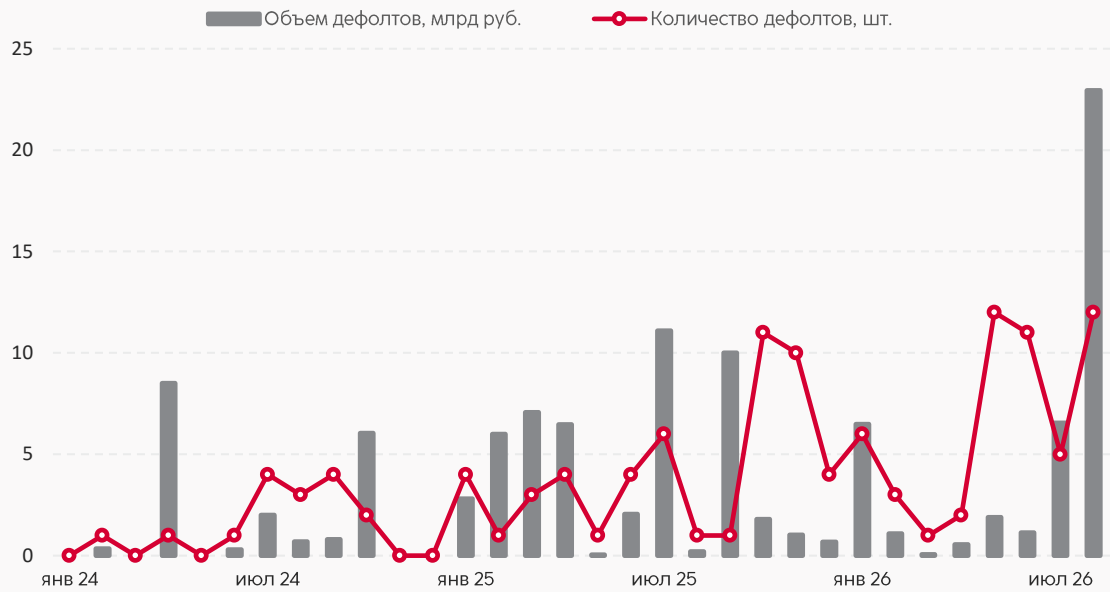
Источники: Банк России, Cbonds, Банк Синара

РУБЛЕВЫЕ БУМАГИ

В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ РАСТУТ РИСКИ

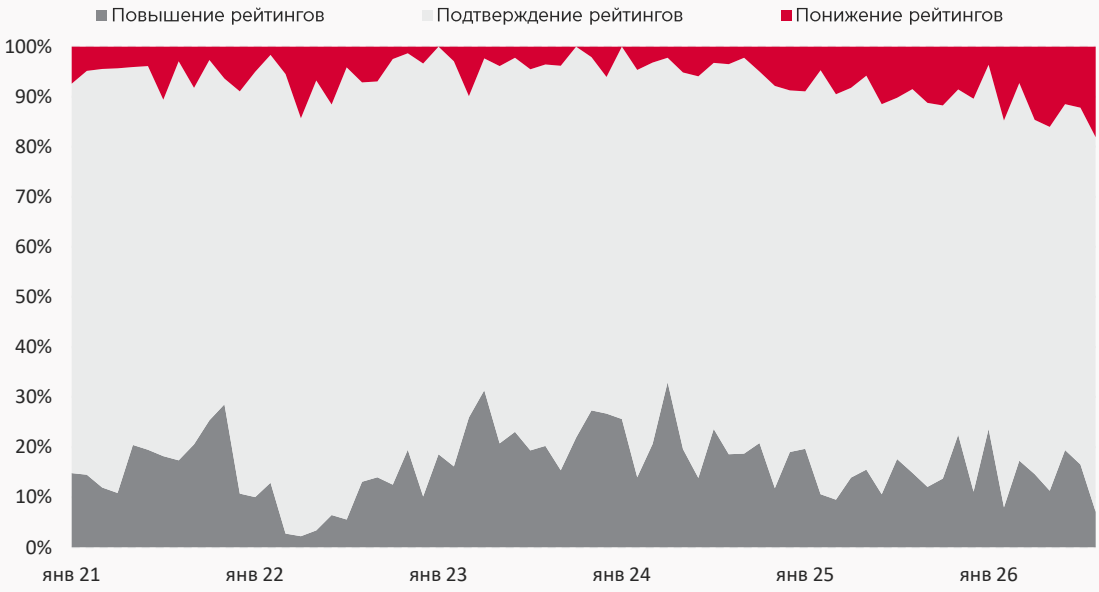
- ♦ Количество дефолтов увеличивается: в августе максимальный объем с начала 2024 г.
- ♦ Кредитные метрики компаний ухудшаются, что выражается в большем количестве негативных действий рейтинговых агентств.
- ♦ На 4K26 приходится значительный объем погашений, которые компании попытаются рефинансировать, что может вызвать расширение спредов.

ДИНАМИКА ОБЪЕМА И КОЛИЧЕСТВА ДЕФОЛТОВ



Источники: Cbonds, Банк Синара

ДЕЙСТВИЯ РЕЙТИНГОВЫХ АГЕНТСТВ



РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ФИКСИРОВАННЫЙ КУПОН — НАШ ВЫБОР

Бумага	Купон, %	Объем выпуска, млрд руб.	Дата oferty	Дата погашения	Цена, % от номинала	Доходность, %	Дюрация, лет	ISIN	Рейтинговая группа
МБЭС, 001P-01	14,5	7	04.10.2027	26.09.2029	99,95	15,08%	1,0	RU000A100VX2	AAA
Газпром капитал, БО-001P-06	10	45	28.02.2028	23.05.2028	94,51	15,07%	1,4	RU000A106AT1	AAA
РЖД, 3O28-1-P	6,598	17,4	-	02.03.2028	88,93	16,01%	1,4	RU000A1089X5	AAA
МТС, 002P-18	13,9	15	04.04.2028	17.02.2036	98,93	15,71%	1,4	RU000A10ESM7	AAA
ИКС 5 ФИНАНС, 003P-18	13,5	11	12.07.2028	29.03.2036	98,68	15,32%	1,6	RU000A10EL70	AAA
РусГидро, БО-002P-07	13,85	50	-	26.07.2028	99,15	15,36%	1,6	RU000A10CC24	AAA
МБЭС, 002P-04	14,65	6	02.08.2028	23.06.2035	99,93	15,72%	1,7	RU000A10CC99	AAA
РЖД, 3O28-3-P	7,45	5,5	-	18.09.2028	86,92	15,90%	1,8	RU000A1089U1	AAA
Банк ПСБ, 004P-02	14,05	40	-	29.03.2029	98,89	15,60%	2,1	RU000A10ETQ6	AAA
РЖД, 001P-52R	14,5	35	09.10.2029	31.03.2036	98,43	16,25%	2,5	RU000A10EN11	AAA
Атомэнергопром, 001P-05	17,3	40	-	11.04.2030	106,07	15,93%	2,7	RU000A10BFG2	AAA
Газпром нефть, 003P-15R	2	120	-	11.04.2030	63,74	16,39%	3,4	RU000A10BK17	AAA
НоваБев Групп, 003P-01	14,5	7	-	06.09.2028	99,04	16,24%	1,5	RU000A10CSQ2	AA
Первая Грузовая Компания, 003P-01	15,75	12	-	14.09.2028	100,52	16,60%	1,7	RU000A10CWF7	AA
Почта России, 003P-03	17,75	8,7	31.01.2029	22.01.2036	101,03	18,64%	2,0	RU000A10EA16	AA-
Первая Грузовая Компания, 003P-02	15,95	23,2	29.03.2029	16.11.2030	100,01	17,17%	2,1	RU000A10DSL1	AA
Авто Финанс Банк, БО-001P-19	14,2	10	-	07.06.2029	97,23	16,60%	2,2	RU000A10FGX6	AA
ВИС ФИНАНС, БО-П01	10	2,5	-	12.10.2027	94,35	16,88%	1,0	RU000A102952	A+
ИНАРКТИКА, 002P-02	19	2	-	03.04.2028	105,12	16,08%	1,3	RU000A10B8R9	A+
Эконива, 001P-01	16,75	9	-	28.02.2029	100,75	17,67%	2,0	RU000A10EJZ8	A+

Источник: Cbonds

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ: ФЛОАТЕРЫ — НАШ ВЫБОР

Бумага	Купон, %	Объем выпуска, млрд руб.	Дата oferty	Дата погашения	Цена, % от номинала	Премия к базовой ставке, б. п.	Срок до погашения, лет	Купонов в год	ISIN	Рейтинговая группа
МТС, 002P-04	RUONIA + 1,4	17	-	23.09.2027	99,87	151	1,02	4	RU000A1083U4	AAA
Газпром капитал, БО-002P-10	RUONIA + 1,25	30	-	04.04.2028	99,66	143	1,56	4	RU000A107084	AAA
Газпром капитал, 07	RUONIA + 1,3	40	-	05.04.2028	99,55	155	1,56	4	RU000A106375	AAA
РусГидро, БО-002P-11	КС + 1,5	30	-	16.04.2028	100,45	123	1,59	12	RU000A10E5X0	AAA
ВЭБ.РФ, ПБО-002P-41	RUONIA + 1,4	65	20.07.2028	13.07.2034	99,75	119	7,83	4	RU000A107XA1	AAA
ВЭБ.РФ, ПБО-002P-53	RUONIA Индекс + 1,75	100	-	25.07.2028	99,38	185	1,86	4	RU000A10C6S0	AAA
РЖД, 001P-49R	RUONIA + 1,7	45	09.09.2028	27.11.2035	99,98	176	1,99	12	RU000A10DJR7	AAA
РусГидро, БО-П12	КС + 1,2	30	-	04.10.2028	99,87	177	2,06	4	RU000A106ZU6	AAA
ВЭБ.РФ, ПБО-002P-31	RUONIA + 1,55	50	-	18.10.2028	99,67	135	2,10	4	RU000A1042W6	AAA
МТС, 002P-02	RUONIA + 1,25	13,5	-	15.11.2028	99,65	173	2,17	4	RU000A1078S8	AAA
Газпром нефть, 005P-02R	КС + 1,5	57	-	10.04.2029	99,13	163	2,57	12	RU000A10DA66	AAA
АЛРОСА, 002P-02	КС + 1,35	30	-	18.05.2029	100,17	143	2,68	12	RU000A10FAN0	AAA
ВЭБ.РФ, ПБО-002P-38	RUONIA + 1,65	40	-	18.07.2029	100,10	131	2,84	4	RU000A106WW9	AAA
Магнит, БО-004P-03	КС + 1,25	30	-	03.02.2028	99,75	173	1,39	4	RU000A105TP1	AA+
Акрон, БО-001P-06	КС + 3,25	11,5	-	27.07.2027	99,89	130	0,87	12	RU000A10AA28	AA
Металлоинвест, 001P-06	КС + 1,2	15	-	23.11.2027	101,18	213	1,19	4	RU000A1079S6	AA
Первая Грузовая Компания, 003P-03	КС + 2,5	8,65	07.12.2027	16.11.2030	99,15	182	1,23	12	RU000A10DSM9	AA
Авто Финанс Банк, БО-001P-17	КС + 2,15	4	-	11.10.2028	100,55	207	2,08	12	RU000A10D9L8	AA
Первая Грузовая Компания, 003P-05	КС + 2,5	2,2	-	14.10.2028	101,28	155	2,08	12	RU000A10EYW4	AA
Металлоинвест, 002P-01	КС + 1,65	55	-	12.07.2028	100,28	239	1,83	12	RU000A10C725	AA
Росагролизинг, 002P-03	КС + 1,7	5	-	24.09.2027	99,38	197	1,03	12	RU000A109DT9	AA-

Источник: Cbonds

ОБЛИГАЦИИ

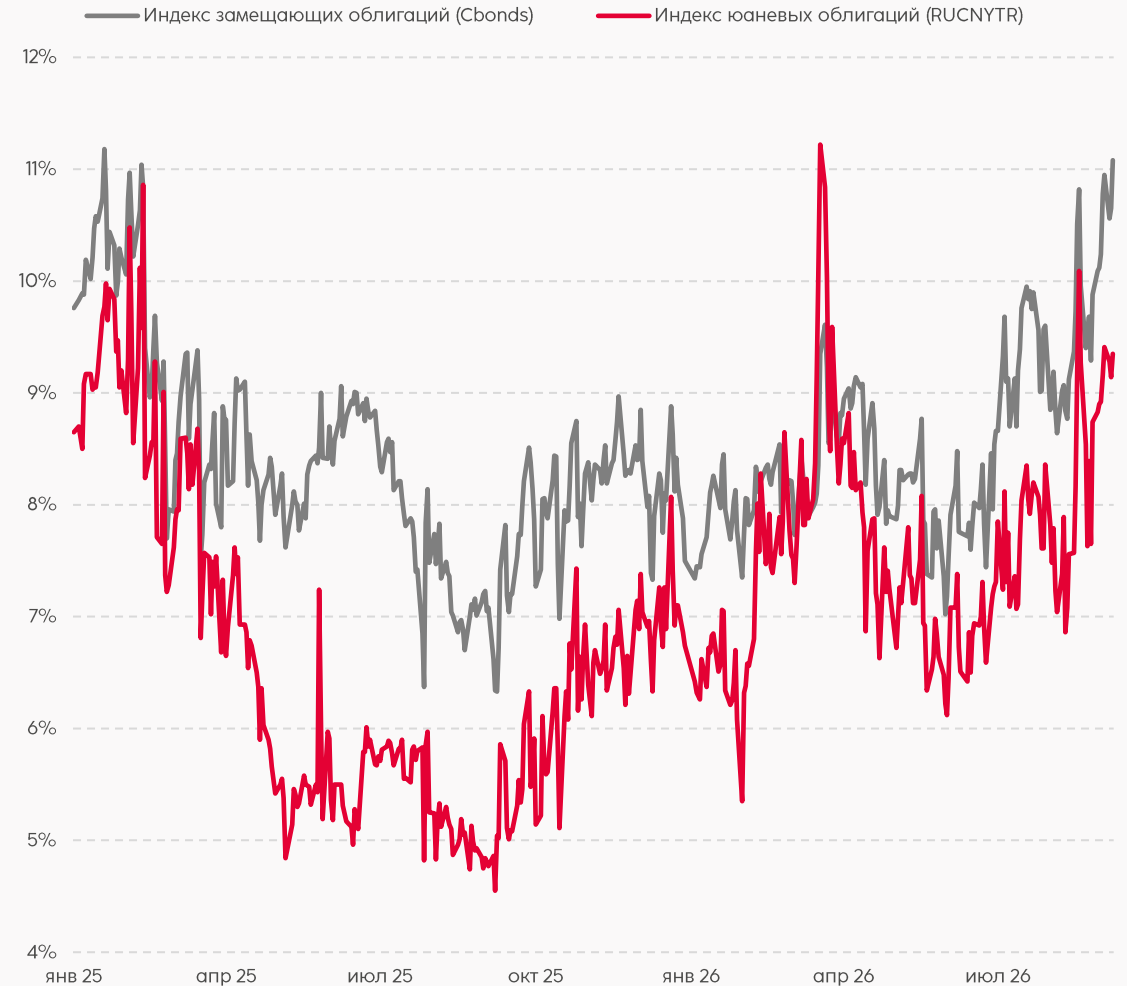
ЛОКАЛЬНЫЙ РЫНОК: ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

- ◆ Доходности валютных облигаций на фоне ослабления рубля превысили 10% годовых в случае компаний с наивысшим кредитным рейтингом.
- ◆ Укрепление рубля целесообразно использовать для входа в валютные инструменты с учетом наших ожиданий по динамике курса.
- ◆ Объем валютных облигаций, вероятно, будет сокращаться по мере погашения, что поддержит спрос на них.

ПРЕИМУЩЕСТВА ВАЛЮТНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

- ◆ Экспозиция портфеля на валюту (доллар США, юань, евро)
- ◆ Широкий выбор инструментов по кредитному качеству и срокам
- ◆ Отсутствие инфраструктурных рисков

ДИНАМИКА ДОХОДНОСТЕЙ ИНДЕКСОВ ЮАНЕВЫХ И ЗАМЕЩАЮЩИХ ОБЛИГАЦИЙ



Источник: Cbonds

ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ — НАШ ВЫБОР

Бумага	ISIN	Валюта	Купон, %	Погашение	Объем выпуска, млн	Цена, %	Доходность, %	Рейтинг
Атомэнергопром, 001P-06	RU000A10C3M0	USD	7,20%	13.07.2029	600	94,95	9,58%	AAA
НОВАТЭК, 001P-05	RU000A10C9Y2	USD	7,00%	11.01.2030	750	94,02	9,48%	AAA
Совкомфлот, 3O-2028	RU000A105A87	USD	3,85%	26.04.2028	383	91,29	10,12%	AAA
Газпром капитал, 3O29-1-Д	RU000A105KU0	USD	2,95%	27.01.2029	1172	86,07	9,95%	AAA
ГТЛК, 3O28-Д	RU000A107CX7	USD	4,80%	26.02.2028	167	90,00	13,05%	AA-
ГТЛК, 3O29-Д	RU000A107D58	USD	4,35%	27.02.2029	141	83,38	12,87%	AA-
Южуралзолото Группа Компаний, 001P-05	RU000A10D4P0	USD	9,00%	10.10.2027	40	98,93	10,56%	AA
Газпром капитал, БО-001P-12	RU000A10BBW8	EUR	7,75%	29.04.2028	350	97,85	9,60%	AAA
ГМК Норильский никель, БО-001P-17-CNY	RU000A10FC62	CNY	7,60%	26.05.2030	3000	97,12	8,86%	AAA
ЭН+ ГИДРО, 001PC-10	RU000A10FHH7	CNY	8,50%	13.06.2028	1400	99,05	9,49%	AA-

Источник: Cbonds



АКЦИИ КОМПАНИЙ РФ



ОТКРОЙТЕ БРОКЕРСКИЙ
СЧЁТ И ПОЛУЧИТЕ 3
МЕСЯЦА АНАЛИТИКИ
БЕСПЛАТНО
[ПОДРОБНЕЕ](#)



СТРАТЕГИЯ

В НАШЕМ БАЗОВОМ СЦЕНАРИИ ЦЕЛЕВОЙ УРОВЕНЬ ИНДЕКСА МОСБИРЖИ НА КОНЕЦ 2027 Г. — 3150 П.

- ◆ Базовые предположения, использованные в наших расчетах: средний курс доллара США к рублю в 2027 г. — 85, безрисковая ставка (средняя доходность длинных ОФЗ за предыдущий квартал) — 16%, цена «Юралс» в 2027 г. — 65 долларов США за баррель. При таких вводных целевой уровень по индексу на конец 2027 г. — 3150 пунктов.
- ◆ Средневзвешенное значение мультипликатора P/E по индексу на год вперед на основе консенсус-прогноза сейчас 3,4 — вдвое ниже, чем на пике в 2021 г., и близко к минимальным за 10 лет значениям.
- ◆ Отношение капитализации рынка акций к ВВП — одно из самых низких среди крупных экономик и находится на уровне начала 2000-х или кризиса 2008 г. Целевые показатели в соответствии с указом президента предполагают рост более чем втрое к 2030 г.
- ◆ Ключевые риски — навес заблокированных акций, повреждения инфраструктуры, новые санкции, укрепление рубля, падение цен на нефть, рост налоговой нагрузки, геополитическая эскалация.

ЗНАЧЕНИЕ P/E ПО ИНДЕКСУ МОСБИРЖИ НА ГОД ВПЕРЕД НА БАЗЕ КОНСЕНСУС-ПРОГНОЗА



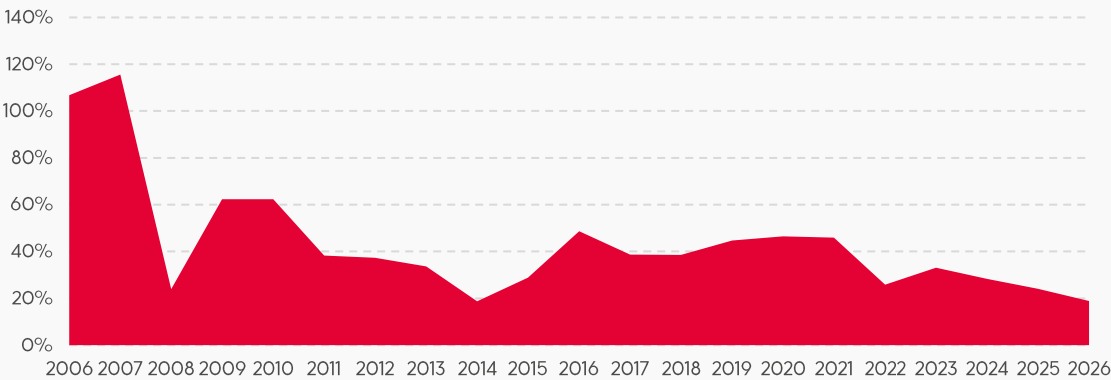
Источники: Bloomberg, СПБМТСБ, Банк Синара

ДОХОДНОСТИ РЫНКОВ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ



Источники: Cbonds, Банк Синара

КАПИТАЛИЗАЦИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ ПО ОТНОШЕНИЮ К ВВП



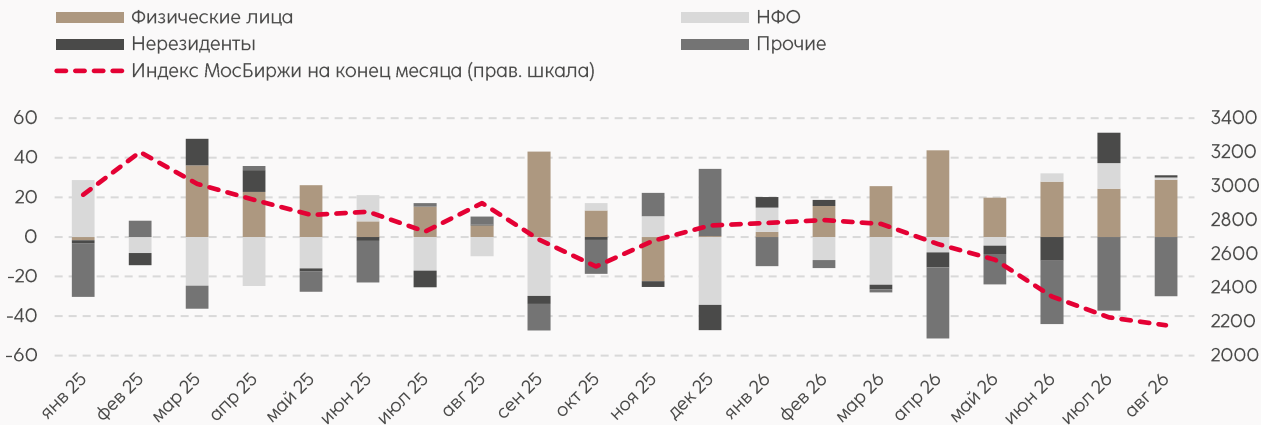
Источники: World Bank, Банк Синара

СТРАТЕГИЯ

РАСПРОДАЖА ВО МНОГОМ БЫЛА СВЯЗАНА С ПАНИКОЙ И ТЕХНИЧЕСКИМИ ФАКТОРАМИ

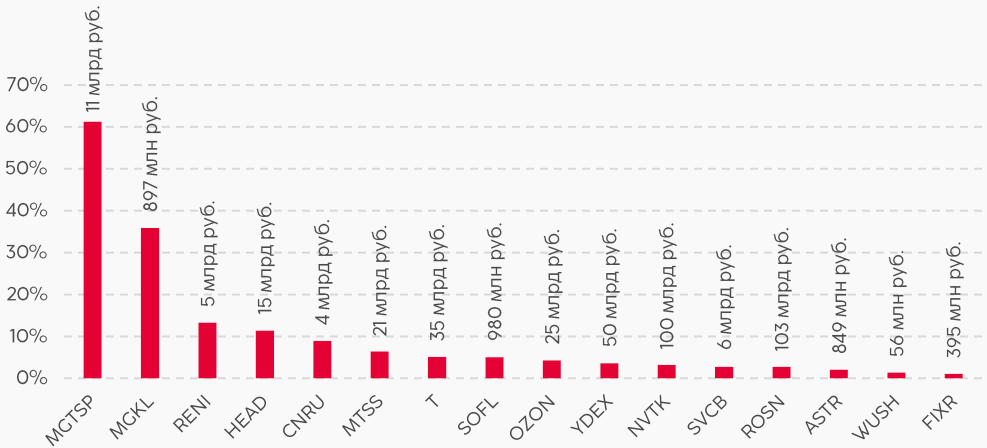
- ♦ Ни удвоившиеся с начала года цены на нефть и газ, ни накопленное за этот период снижение ключевой ставки на 200 б. п. не нашли пока полного отражения в рынке акций, индекс МосБиржи даже после отскока все еще на 15% ниже уровня конца прошлого года.
- ♦ Текущий уровень цен отражает опасения устойчивого уменьшения прогноза денежного потока и скачка банковских резервов, что не нашло подтверждения в отчетности за 2K26, которая у эмитентов с совокупным весом 68% в индексе МосБиржи оказалась лучше ожиданий.
- ♦ Рекордное количество объявленных байбэков – еще один признак перепроданности акций.
- ♦ Одной из основных причин снижения рынка, на наш взгляд, выступают нетто-продажи крупных банков на фоне распродажи ОФЗ и необходимости оптимизировать риск-метрики портфеля, реализация ранее заблокированных бумаг, а также отток средств из ПИФов перед ростом налогов.
- ♦ Физлица по-прежнему выступают крупнейшими нетто-покупателями (более 180 млрд руб. с начала года). Оттоки из УК и, как следствие, нетто-продажи ДУ уступают прямым покупкам физлиц, что указывает на тенденцию перехода инвесторов к самостоятельной торговле.

НЕТТО-ПОКУПКИ (ПРОДАЖИ) АКЦИЙ ПО КАТЕГОРИЯМ



Источники: Банк России, Московская Биржа, Банк Синара

ОБЪЯВЛЕННЫЙ ВЫКУП АКЦИЙ, РАЗМЕР И % ОТ КАПИТАЛИЗАЦИИ



СПРЕД МЕЖДУ КЛЮЧЕВОЙ СТАВКОЙ ЦБ И ДОХОДНОСТЯМИ ОФЗ



Источник: Банк Синара

СТРАТЕГИЯ

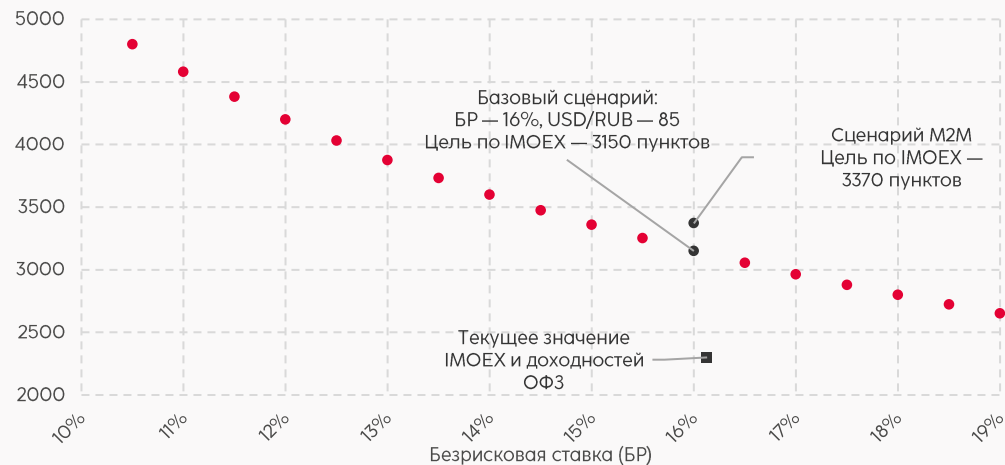
СМЯГЧЕНИЕ ДКП И ПОДОРОЖАВШАЯ НЕФТЬ УВЕЛИЧАТ ПОТЕНЦИАЛ РОСТА РЫНКА АКЦИЙ

- ♦ Анализ чувствительности оценок эмитентов показал, что даже в очень консервативном сценарии с «Юралс» на уровне 50 долларов США за баррель в сочетании с доходностями ОФЗ около 17% индекс недооценен примерно на 25% (от справедливого в этом случае уровня ~2800 пунктов на конец 2027 г.) без учета дивидендов.
- ♦ Снижение ключевой ставки (плюс ожидания дальнейшего смягчения ДКП) и сужение премии за риск после публикации параметров бюджета создают предпосылки к уменьшению доходностей длинных ОФЗ до 15% и ниже на горизонте нескольких месяцев. Вкупе с уже случившимся ослаблением рубля до 85 это даст справедливое значение индикатора в 3360 пунктов для умеренно оптимистичного сценария на конец 2027 г. даже без расчета на дорогую нефть.
- ♦ Сценарий со спотовыми ценами на сырьевые товары предполагает справедливый уровень IMOEX 3370 пунктов.
- ♦ Премия за риск инвестирования в акции, по нашим расчетам, даже после отскока рынка составляет 13–14% и все еще существенно выше среднего показателя в 8%, используемого для оценки акций.

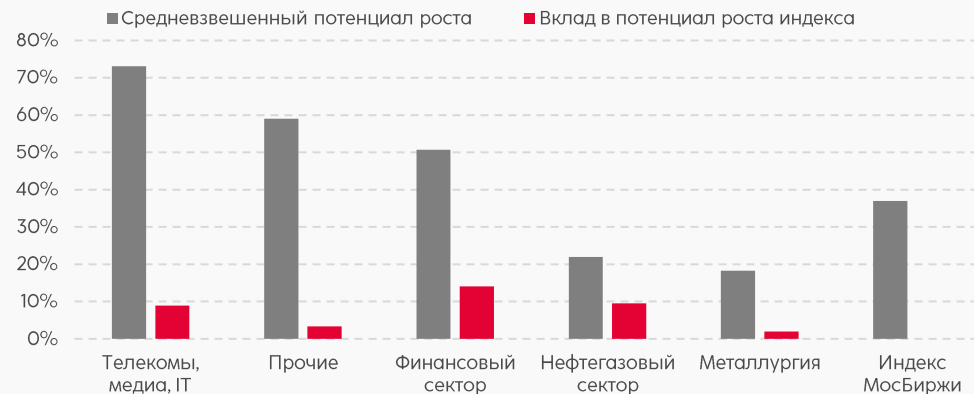
РАССЧИТАННАЯ ПРЕМИЯ ЗА РИСК ИНВЕСТИРОВАНИЯ В АКЦИИ



ЧУВСТВИТЕЛЬНОСТЬ ЦЕЛЕВОГО ЗНАЧЕНИЯ ИНДЕКСА МОСБИРЖИ К ИЗМЕНЕНИЮ БЕЗРИСКОВОЙ СТАВКИ И КУРСА РУБЛЯ



ПОТЕНЦИАЛ РОСТА СЕКТОРОВ В СОСТАВЕ IMOEX ДО КОНЦА 2027 г.



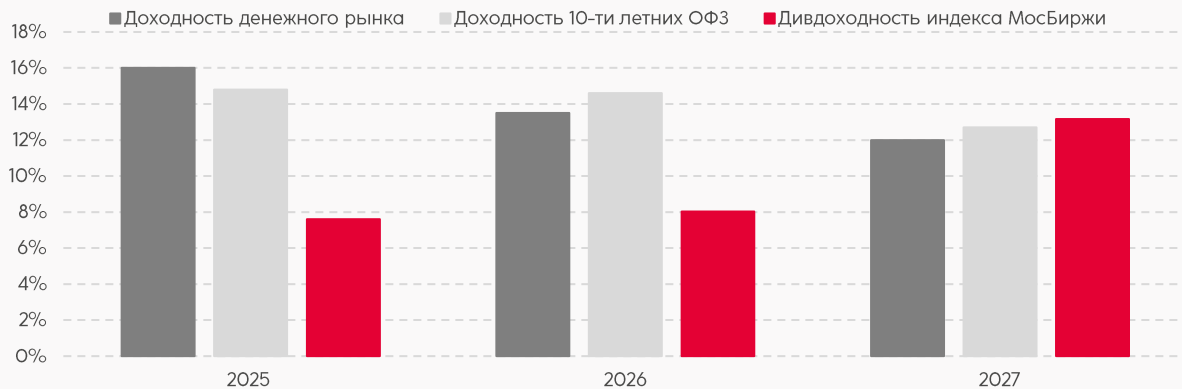
Источник: Банк Синара

СТРАТЕГИЯ

ЧЕМ НИЖЕ СТАВКИ — ТЕМ БОЛЬШЕ ВНИМАНИЯ ДИВИДЕНДАМ

- Исходя из собственных расчетов и рекомендаций эмитентов, до конца 2026 г. ожидаем выплаты 520 млрд руб. в виде дивидендов. Самыми большими суммами поделятся, как мы полагаем, Газпром нефть, НОВАТЭК, Татнефть. Дивиденды ЛУКОЙЛа ожидаем в январе 2027 г.
- В нашем базовом сценарии эмитенты в 2027 г. выплатят акционерам 4,7 трлн руб. (+40% г/г), что соответствует средневзвешенной дивдоходности по индексу МосБиржи в 13% и превысит ожидаемую доходность денежного рынка, стимулируя переток средств.
- Прибавку в объеме выплат по сравнению с 2026 г. обеспечат, по нашим прогнозам, в основном Газпром, ЛУКОЙЛ, Роснефть, ГМК Норильский никель и Сбербанк.
- По 15 наиболее доходным бумагам средний показатель сейчас составляет 18% (!) на горизонте 12 месяцев. В дивидендную корзину относим акции Газпрома, ИКС 5, Фикс Прайса, МТС, Транснефти, ЛУКОЙЛа, Сбербанка, ДОМ.РФ и Россетей МР.
- В отличие от депозитов и купонов, дивиденды будут расти за счет увеличения прибылей и денежных потоков в номинальном выражении.

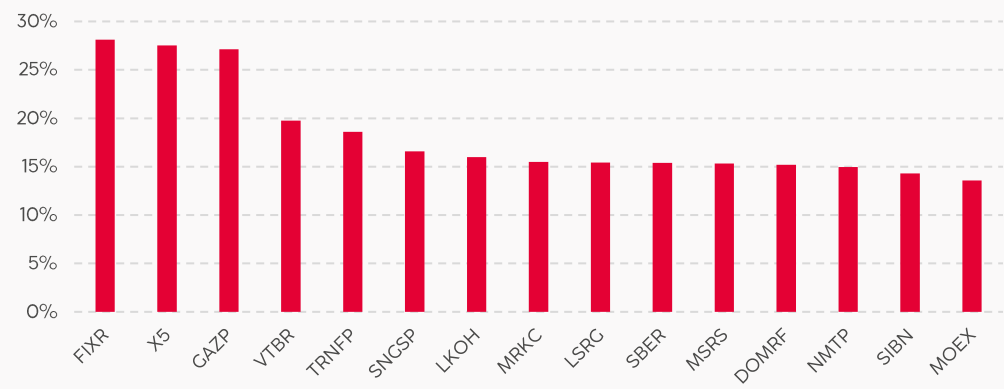
ДИВДОХОДНОСТЬ ИНДЕКСА МОСБИРЖИ В 2027 Г. ВЫШЕ ДОХОДНОСТИ ОФЗ



ПОЛНАЯ ДОХОДНОСТЬ АКЦИЙ АНАЛИЗИРУЕМЫХ НАМИ КОМПАНИЙ



ТОП-15 БУМАГ ПО ДИВИДЕНДНОЙ ДОХОДНОСТИ НА 12 МЕСЯЦЕВ ВПЕРЕД



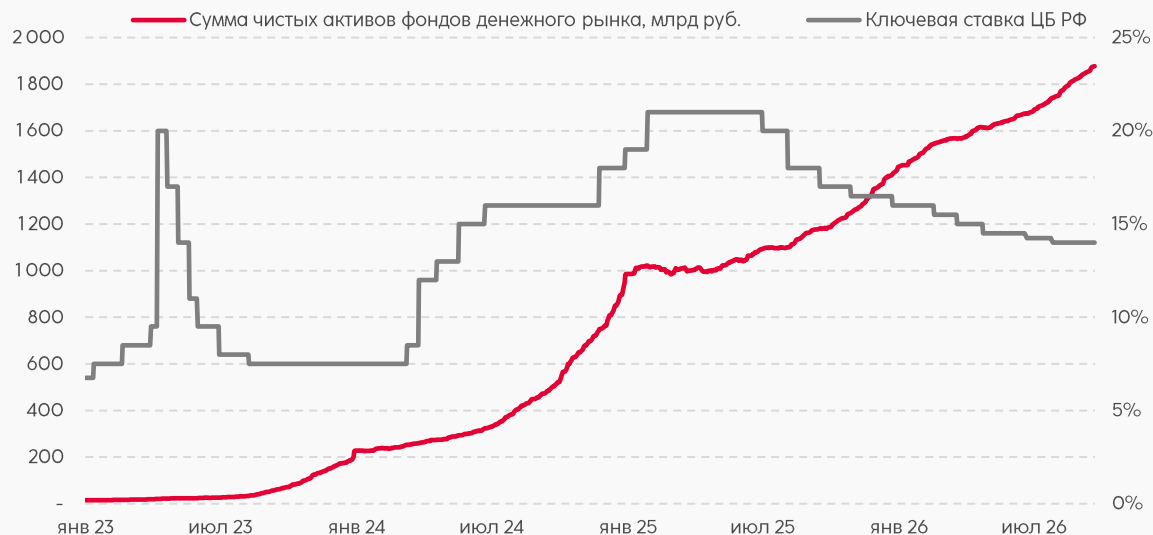
Источник: Банк Синара

СТРАТЕГИЯ

ПЕРЕТОК ИЗ ДЕПОЗИТОВ И ФОНДОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА — ТОПЛИВО ДЛЯ РОСТА

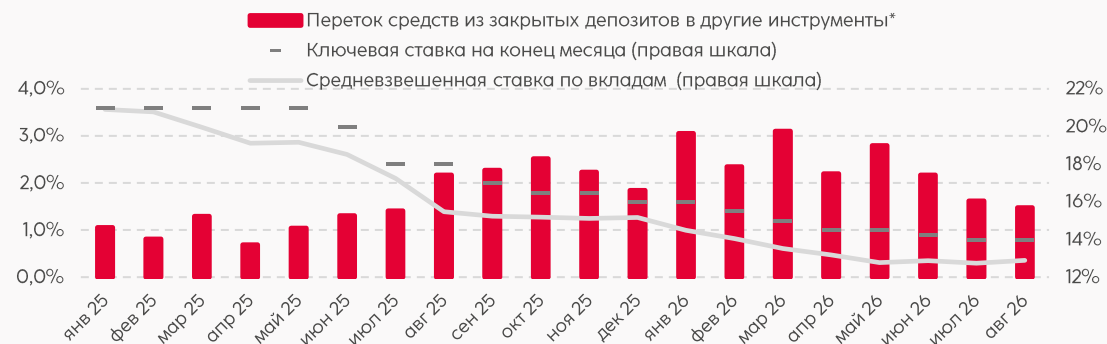
- ◆ Полагаем, что плавное смягчение ДКП, опасения относительно стабильности банковской системы и ослабления рубля, рост дивидендных выплат простимулируют отток средств с банковских счетов физлиц (~70 трлн руб.) и из фондов денежного рынка (~1,8 трлн руб. под управлением), в том числе на рынки акций и облигаций.
- ◆ По нашим расчетам, уже за 2П26—2027 нетто-отток превысит 3 трлн руб. Совокупный потенциальный приток средств в акции оцениваем примерно в 10 дневных объемов торгов ими. По данным сервиса «Финуслуги», переток уже начался, и мы ожидаем, что он станет интенсивнее по мере стабилизации рыночных настроений.

АКТИВЫ ПОД УПРАВЛЕНИЕМ ФОНДОВ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА И КЛЮЧЕВАЯ СТАВКА



Источники: Cbonds, Банк Синара

ДОЛЯ ПРИТОКА СРЕДСТВ НА ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК С ДЕПОЗИТОВ И ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ



* Отношение средств, реинvestированных в другие инструменты, которые доступны на платформе «Финуслуги» Московской Биржи, к закрытым в указанном месяце депозитам.
Источники: Финуслуги, Банк России, Банк Синара

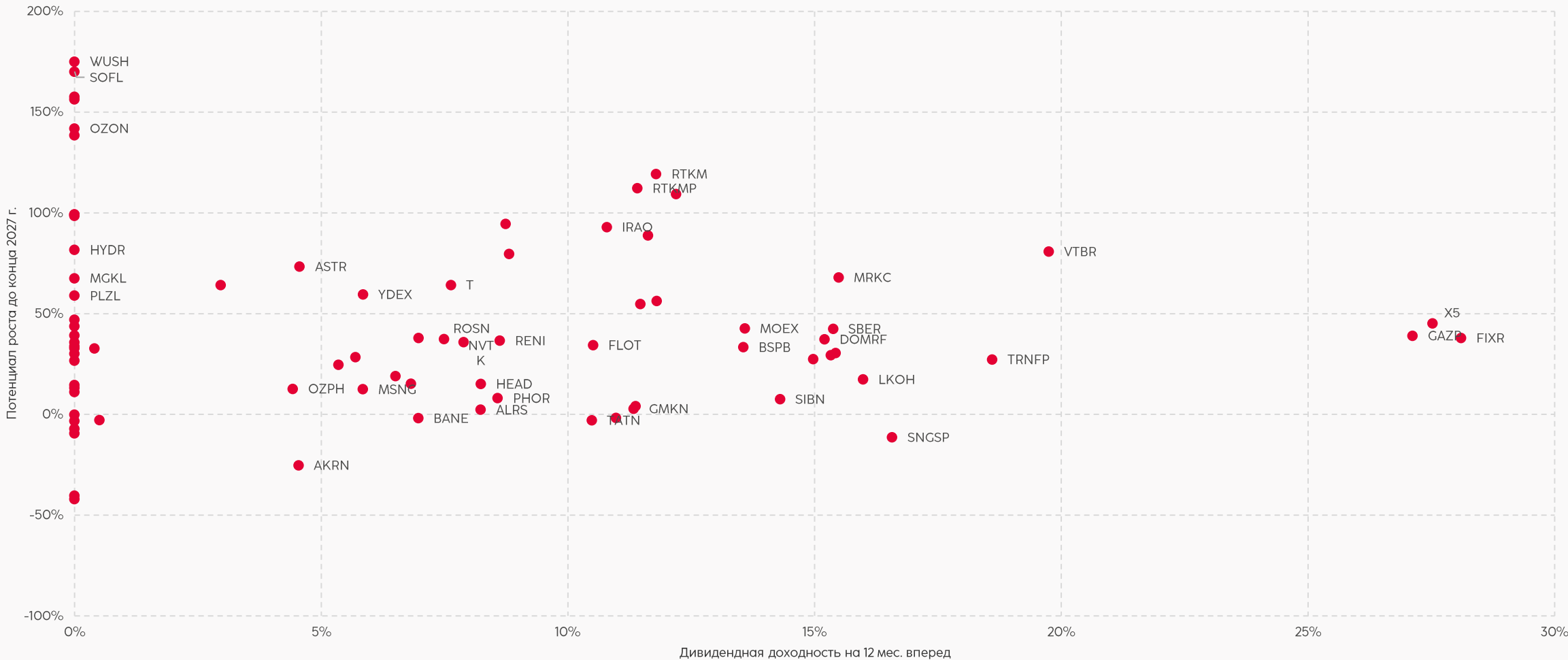
РОЗНИЧНЫЕ СЧЕТА В БАНКАХ



Источники: Банк России, Банк Синара

СТРАТЕГИЯ

СООТНОШЕНИЕ ПОТЕНЦИАЛА РОСТА И ОЖИДАЕМОЙ НА ГОРИЗОНТЕ 12 МЕСЯЦЕВ ДИВИДЕНДНОЙ ДОХОДНОСТИ ПО АНАЛИЗИРУЕМЫМ КОМПАНИЯМ



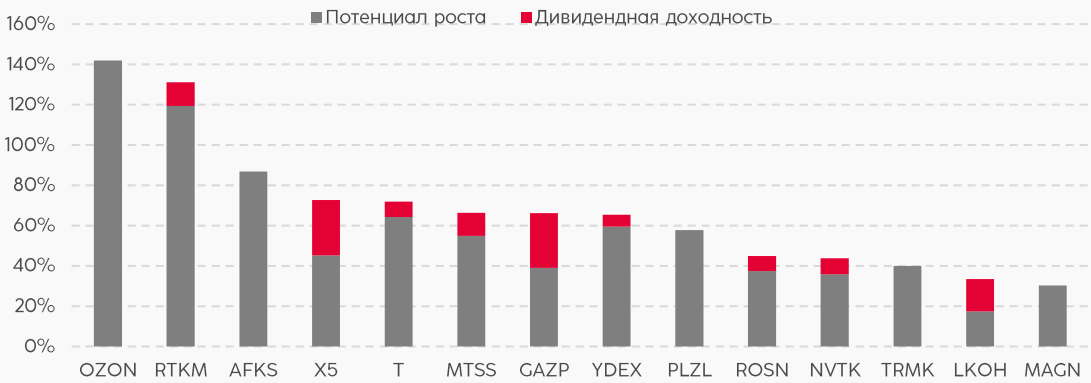
Источник: Банк Синара

СТРАТЕГИЯ

ПОЛНАЯ РАСЧЕТНАЯ ДОХОДНОСТЬ НАШЕГО МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ ДО КОНЦА 2027 Г. ПРЕВЫШАЕТ 65%

- ◆ Наш модельный портфель сейчас сконцентрирован на несправедливо перепроданных акциях экспортеров и эмитентов, чувствительных к снижению «ключа».
- ◆ В модельный портфель входят только акции с рейтингом «Покупать» и весом больше индексного. На данный момент список наших фаворитов состоит из перепроданных акций экспортеров и наиболее чувствительных к снижению ставки бумаг, где видим оптимальное соотношение риска и ожидаемой доходности.
- ◆ Расчетный потенциал роста нашего модельного портфеля до конца 2027 г. — 52%, а дивидендная доходность на 12 месяцев вперед — 12%. На горизонте до конца 2027 г. совокупная ожидаемая доходность по портфелю превосходит индексную.

ПРОГНОЗНАЯ ДОХОДНОСТЬ ПО БУМАГАМ ИЗ МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ



СРАВНЕНИЕ ДИНАМИКИ МОДЕЛЬНОГО ПОРТФЕЛЯ И ИНДЕКСА МОСБИРЖИ



Источник: Банк Синара

СОСТАВ ПОРТФЕЛЯ АКЦИЙ

Бумага	Целевая цена на конец 2027г.,	Потенциал роста	Цена на закрытие 22.09.2026,	Рыночная капитализация,	Дивидендная доходность (12 месяцев)	P/E		EV/EBITDA*		Чистый долг / EBITDA	Вес в портфеле
	руб/акцию		руб/акцию	\$ млрд		2026	2027	2026	2027	2026	
Газпром	140	39%	101	28.1	27%	1.8	1.8	2.6	2.7	1.7	16%
ЛУКОЙЛ	6,150	17%	5,237	42.7	16%	5.5	5.6	2.5	2.6	отриц.	16%
Роснефть	495	37%	360	45.0	7%	6.7	5.4	4.0	3.7	1.2	8%
Яндекс	6,000	60%	3,761	16.7	6%	10.2	7.4	4.0	3.2	0.7	8%
НОВАТЭК	1,450	36%	1,067	38.2	8%	6.3	5.7	3.5	3.2	отриц.	8%
Т-Технологии	424	64%	258	8.3	8%	3.4	2.7	0.8*	0.7*		7%
Полюс	1,506	58%	955	10.7	0%	5.1	3.8	2.5	2.6	0.9	7%
КЦ ИКС 5	2,700	45%	1,860	5.3	28%	4.7	3.4	2.7	2.2	1.3	7%
Озон	6,800	142%	2,811	7.2	0%	67.8	6.5	4.0	3.1	1.8	6%
ТМК	84.0	40%	60.0	0.8	0%	отриц.	7.3	13.6	4.6	11.5	4%
ММК	29.0	30%	22.3	2.9	0%	7.5	5.3	1.8	1.5	отриц.	4%
АФК Система	13.7	87%	7.33	0.8	0%						4%
МТС	270	55%	174	3.9	11%	5.1	7.4	2.7	2.4	0.4	3%
Ростелеком	87.5	119%	39.9	1.5	12%	4.3	3.1	2.3	2.2		2%
Средневзвешенное значение		52%			12%	4.1	3.8	2.9**	2.9**		

* P/BV. ** Исключая банки
Источник: ИБ Синара

НЕФТЕГАЗОВЫЙ СЕКТОР: КОНФЛИКТ ПОДДЕРЖИВАЕТ ЦЕНЫ

- ♦ Экспорт нефти из стран Персидского залива не вернется к уровню начала 2026 г., пока США и Иран находятся в состоянии конфликта – возможно, до рубежа 2026 и 2027 гг.
- ♦ Оценки потерь добычи в регионе, накопленных с начала конфликта и до конца года, находятся в широком диапазоне, за весь год предполагаем 6–7 мбс выпадающей добычи.
- ♦ Широкие спреды между нефтепродуктами и нефтью, вероятно, сохранятся до конца года.
- ♦ На цену на газ на TTF позитивно влияет конкуренция между потребителями в ЕС и Азии за ограниченные объемы в отсутствие резервного поставщика.
- ♦ Однако нельзя забывать о реакции со стороны спроса, которая ограничивает взлет цен.

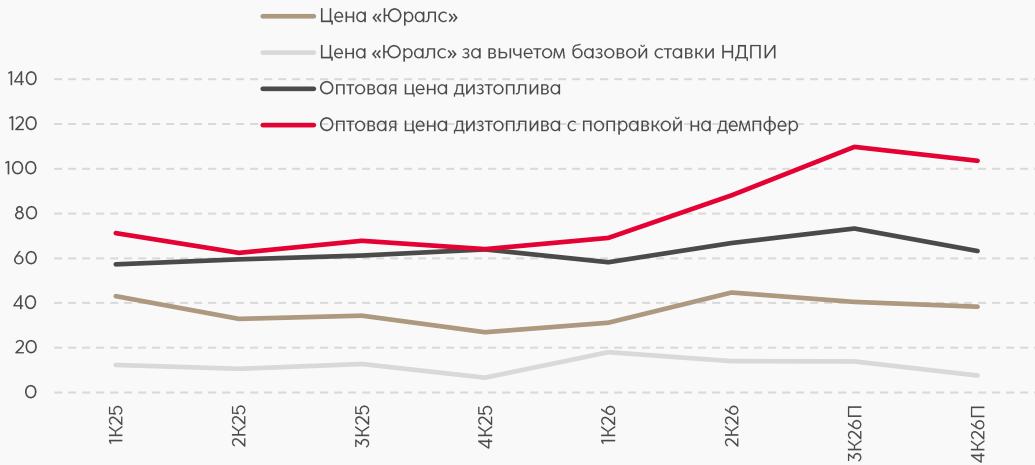
Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Полная доходность до конца 2027 г.	Дивидендная доходность до конца 2027 г.	P/E		EV/EBITDA		ЧД/EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
Роснефть	Покупать	495	45%	7%	6,7	5,4	4,0	3,7	1,2
ЛУКОЙЛ	Покупать	6150	39%	22%	5,5	5,6	2,5	2,6	Отр.
Газпром нефть	Держать	585	30%	22%	5,3	4,9	3,5	3,4	1,3
Татнефть	Держать	615	12%	15%	4,8	5,4	2,7	3,1	Отр.
Татнефть (ап)	Держать	595	14%	16%	4,8	5,4	2,7	3,1	Отр.
Сургутнефтегаз	Покупать	20	34%	6%	1,2	1,1	Отр.	Отр.	Отр.
Сургутнефтегаз (ап)	Держать	36	5%	17%	1,2	1,1	Отр.	Отр.	Отр.
Транснефть	Покупать	1300	46%	19%	2,7	2,9	0,9	0,9	Отр.
Башнефть	Держать	1200	5%	7%	3,4	2,5	1,3	1,1	Отр.
Башнефть (ап)	Держать	780	16%	11%	3,4	2,5	1,3	1,1	Отр.
РуссНефть	Держать	85	0%	0%	1,1	1,0	3,0	2,3	2,1
НКНХ	Держать	60	33%	0,4%	121	6,2	4,4	3,9	3,4
НКНХ (ап)	Держать	35	-2%	0,5%	121	6,2	4,4	3,9	3,4

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ «ЮРАЛС» И ПРИРОДНЫЙ ГАЗ



Источники: Argus Media, Cbonds, Банк Синара

КЛЮЧЕВЫЕ ЦЕНЫ РОССИЙСКОГО РЫНКА, ТЫС. РУБ/Т



Источники: ФАС России, Банк Синара

НЕФТЯНОЙ СЕГМЕНТ: ТРИ ФАВОРИТА

ЛУКОЙЛ

- ♦ В 1П26 СДП вырос на 11% г/г, несмотря на исключение зарубежных активов из периметра. Показатель EBITDA прибавил 45% г/г на сравнимой основе.
- ♦ Ориентируемся на 50–60% от скорректированного СДП для промежуточных дивидендов (410–500 руб/акцию). Учитываем снижение оборотного капитала и отставание налогов от цен в 1П26.
- ♦ На горизонте 12 месяцев — лучшая дивидендная доходность по обыкновенным акциям в секторе.
- ♦ Снова появляются новости по продаже зарубежных активов (оцениваем сделку в \$10 млрд).

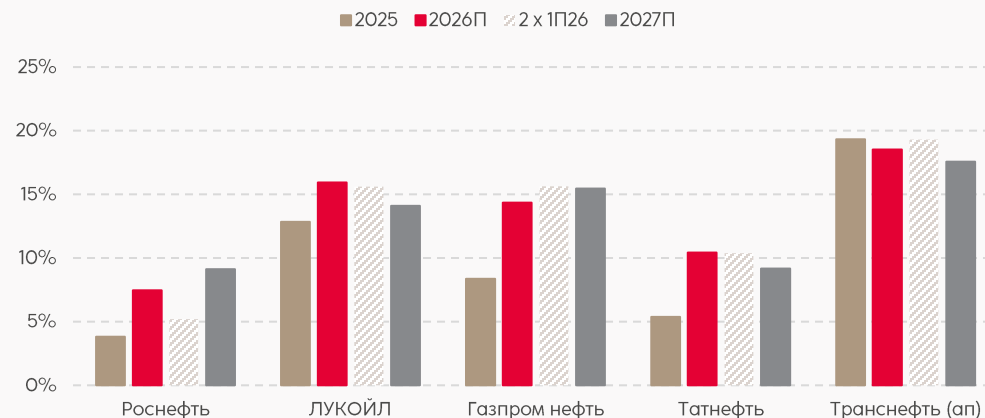
ТРАНСНЕФТЬ

- ♦ Рост прокачки нефти в премиальных направлениях в 2026 г. может компенсировать снижение добычи, перекачки нефтепродуктов.
- ♦ В 2027 г. вероятны рост добычи нефти в РФ, восстановление производства нефтепродуктов.
- ♦ Вклад 1П26 в расчетные дивиденды — около 100 руб/акцию при прогнозе 190 руб/акцию.
- ♦ Чистая денежная позиция 285 млрд руб. — 39% к рыночной капитализации.

РОСНЕФТЬ

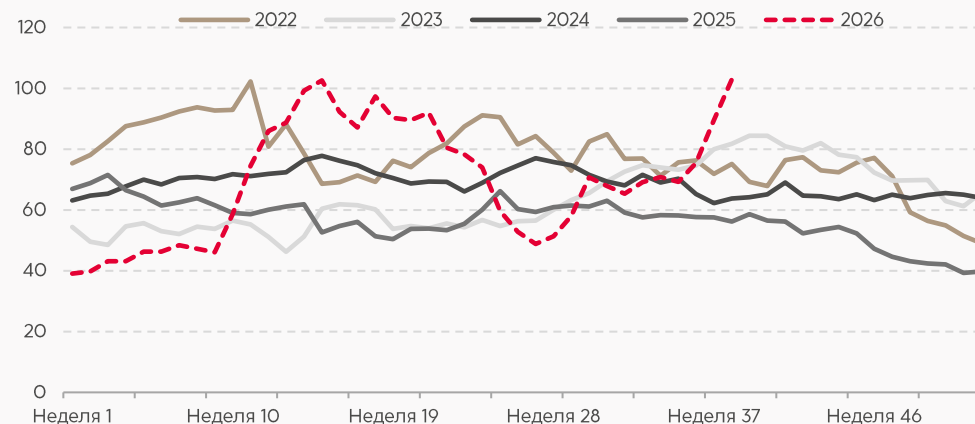
- ♦ Начались отгрузки нефти на терминале «Бухта Север» проекта «Восток Ойл» — ключевая инфраструктура создана.
- ♦ Реализация проекта «Восток Ойл» может ускориться благодаря ослаблению ограничений ОПЕК+ и урокам кризиса на Ближнем Востоке.
- ♦ «Восток Ойл» уже дает Роснефти налоговые преимущества.
- ♦ Компания имеет максимальный, в процентах от добычи, доступ к премиальным и стабильным каналам сбыта через ВСТО и порт Козьмино.

ДОХОДНОСТЬ ПРОГНОЗНЫХ ДИВИДЕНДОВ



Источники: данные компаний, Банк Синара

СРЕДНИЕ ЦЕНЫ НЕФТИ, ЭКСПОРТИРУЕМОЙ ИЗ ПОРТОВ РФ, \$/БАРР.



Источники: Bloomberg, Банк Синара

ГАЗОВЫЙ СЕГМЕНТ: СОХРАНЯЕМ РЕЙТИНГИ «ПОКУПАТЬ»

ГАЗПРОМ

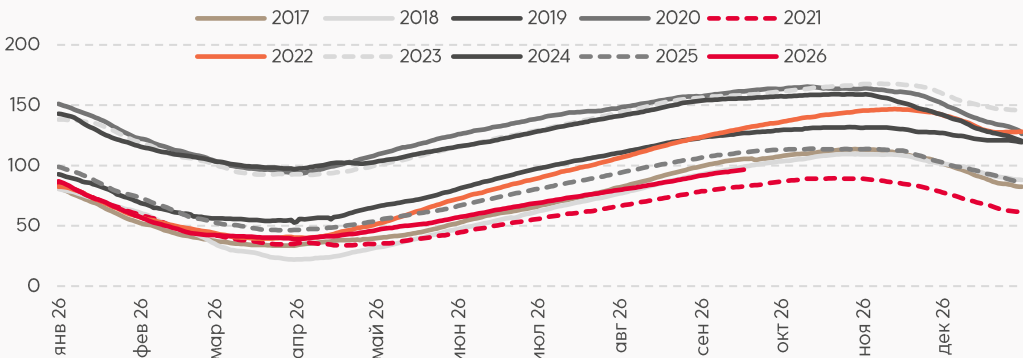
- ♦ Сильные результаты за 2К26: рост EBITDA на 42% г/г и, несмотря на сезонность, на 2% к/к. Однако на СДП негативно повлиял рост оборотного капитала.
- ♦ Считаем вероятным снижение капзатрат группы в 2026 г. на 15% г/г. В 1П26 – около 20% при учете капитализированных процентов и погашения обязательств по строительству.
- ♦ К ценам TTF «привязаны» контракты в ЕС и Турцию; цены для азиатских клиентов (Сахалин-2) выигрывают от конкуренции с ЕС за объемы. Улучшение кратко- и среднесрочных ценовых перспектив не отражено в цене акций.
- ♦ Несмотря на отсутствие «прорывов», переговоры по «Силе Сибири — 2» продолжаются, финальный контракт – потенциальный катализатор.

НОВАТЭК

- ♦ Сегмент жидких УВ выигрывает от роста цен на нефть и нефтепродукты, продажи «Ямал СПГ» в основном также индексируются к нефти.
- ♦ «Арктик СПГ 2» продолжает поставки в Китай, с начала года, по данным СМИ – около 3 млн т.
- ♦ К концу 2026 г. у проекта может быть в распоряжении 4 газовоза (сейчас уже 3) — достаточно для загрузки 60% двух построенных очередей. Китай расширяет мощности приема СПГ из России.
- ♦ Добыча газа и ЖУВ (помимо СПГ-проектов) обеспечена подготовленной ресурсной базой.
- ♦ Дивиденды за 1П26 (35,5 руб./акция) близки к нашим ожиданиям, на уровне 1П25.

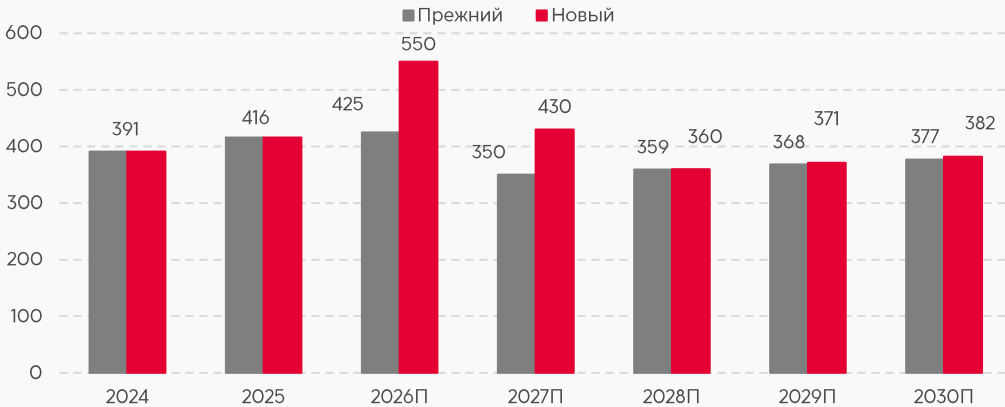
Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Полная доходность до конца 2027 г.	Дивидендная доходность до конца 2027 г.	P/E		EV/EBITDA		ЧД/EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
Газпром	Покупать	140	66%	27%	1,8	1,8	2,6	2,7	1,7
НОВАТЭК	Покупать	1450	47%	11%	6,3	5,7	3,5	3,2	Отр.

ЗАПОЛНЕННОСТЬ ПХГ ЕС В ДНЯХ МАКСИМАЛЬНОГО ОТБОРА ПОСЛЕДНЕГО ОТОПИТЕЛЬНОГО СЕЗОНА



Использовано среднее значение за 30 дней максимального отбора за пять месяцев, начиная с ноября предыдущего года.
Источники: GIE, Банк Синара

ПРОГНОЗ ЦЕН НА ГАЗ TTF, \$/ТЫС. М3



Источник: Банк Синара

СЕКТОР МЕТАЛЛУРГИИ: НАЛОГОВЫЙ СЮРПРИЗ

- ♦ Сектор в минусе с начала года из-за негативных трендов в экономике, укрепления рубля, ожидания и объявления налогов на сверхдоходы ряда компаний. Мы снизили целевые цены и рейтинги по многим компаниям после публикации ими отчетности по МСФО за 1П26, повышения премий за риск инвестирования в акции РФ и предложенных Минфином новых налогов.
- ♦ Полюс стал главным аутсайдером в этом году из-за приостановки выплаты дивидендов и публикации крайне урезанной отчетности, что породило страхи относительно крупных налогов или даже делистинга. АЛРОСА в аутсайдерах из-за медленного восстановления рынка алмазов и намерений правительства ввести экспортную пошлину в размере 8%.
- ♦ Предложенный Минфином новый налог на сверхдоходы будет исчисляться на разницу выручки (20% для золотодобытчиков, 30% для производителей цветных металлов и удобрений) и будет распространен на три года. Оцениваем, что новый налог составит 6-11% от прогнозной EBITDA Норникеля, Полюса и Фосагро в 2026 или 2027 гг., что не является критичным уровнем.
- ♦ В плане Полюса сумма налогов по данному расчету (чуть более 30 млрд руб.) существенно ниже наших и среднерыночных ожиданий (около 100 млрд руб.). Отметим, однако, что налог может иметь серьезное значение для БТС-Золото (ЮГК), которая наращивает добычу: в её случае налог может достигать 15-17% от EBITDA в 2026 или 2027 гг.

РЕЙТИНГИ И МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

Бумага	Рейтинг	Целевая цена, руб/акц.	Потенциал роста	P/E		EV/EBITDA	
				2026	2027	2026	2027
Норникель	Держать	132	10%	5,5	8,0	4,1	4,2
ОК РУСАЛ	Держать	28	17%	2,6	3,9	2,4	3,2
Северсталь	Держать	741	14%	18,0	6,9	5,6	3,5
ММК	Покупать	29	36%	7,5	5,3	1,8	1,5
НЛМК	Продавать	70	-2%	10,8	6,7	3,2	2,3
ТМК	Покупать	84	42%	-1,0	7,3	13,6	4,6
Мечел	Покупать	56	47%	-0,6	1,9	22,1	5,3
Распадская	Продавать	124	-6%	-6,7	н.д.	10,1	3,9
Полюс	Покупать	1506	48%	2,6	2,8	2,5	2,6
БТС-Золото	Держать	0,74	3%	5,1	8,9	3,5	4,0
Селигдар	Продавать	33	-11%	2,0	3,5	3,6	4,0
АЛРОСА	Держать	20	0%	-12,2	7,8	7,2	4,5
ФосАгро	Держать	5500	7%	8,5	5,9	5,5	4,3
Акрон	Продавать	13 000	-27%	10,4	6,7	7,7	5,9

ЭФФЕКТ НАЛОГА НА СВЕРХДОХОДЫ В 2027 ГОДУ



Источники:, оценки Банка Синара

МЕТАЛЛУРГИЯ: РЫНОК ЗОЛОТА

ЗОЛОТО: ОЖИДАЕМ ПОСТЕПЕННОЙ КОРРЕКЦИИ

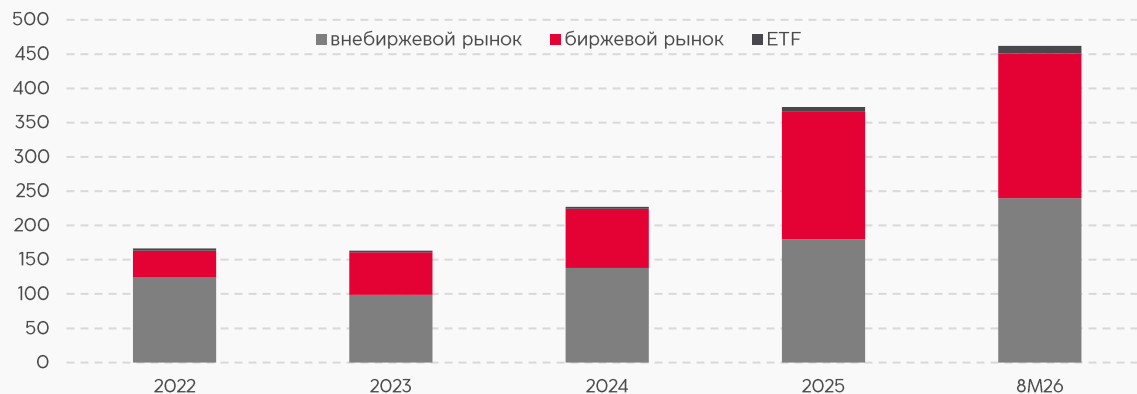
- ♦ Мы прогнозируем сохранение котировок золота на высоких уровнях, но оставляем неизменными наши ожидания по их коррекции до \$4000/унц. в 2027 г. и \$3500/унц. в 2028 г. Многолетняя устойчивая обратная корреляция цен на золото с реальными процентными ставками в США дала сбой в начале 2020-х гг., однако зависимость от курса доллара сохраняется. Мы полагаем, что после стабилизации котировок в августе-сентябре золото имеет шансы постепенно вернуться к обратной корреляции с реальными ставками в США. Консенсус предполагает их небольшой рост, что будет давить на котировки. Уход Д. Трампа с поста президента также должен принести больше стабильности политике США и это тоже минус для золота.
- ♦ Золото остается финансовым инструментом с многомиллиардной ликвидностью, поэтому мы полагаем, что покупки центробанков или ETF не могут непосредственно влиять на котировки желтого металла. Приобретения центробанками являются, скорее, частью нарратива о дедолларизации, что добавляет популярности золоту как «тихой гавани» для хеджирования рисков.

ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО И ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ США: СМЕНА ОТРИЦАТЕЛЬНОЙ КОРРЕЛЯЦИИ НА ПОЛОЖИТЕЛЬНУЮ



Источники: Yahoo Finance, Банк Синара

СТРУКТУРА ЛИКВИДНОСТИ МИРОВОГО РЫНКА ЗОЛОТА В ДИНАМИКЕ, ДНЕВНЫЕ ОБОРОТЫ В \$ МЛРД



Источники: Всемирный совет по золоту, Банк Синара

ДИНАМИКА ЦЕНЫ НА ЗОЛОТО И ПОКУПОК ЗОЛОТА МИРОВЫМИ ЦЕНТРОБАНКАМИ



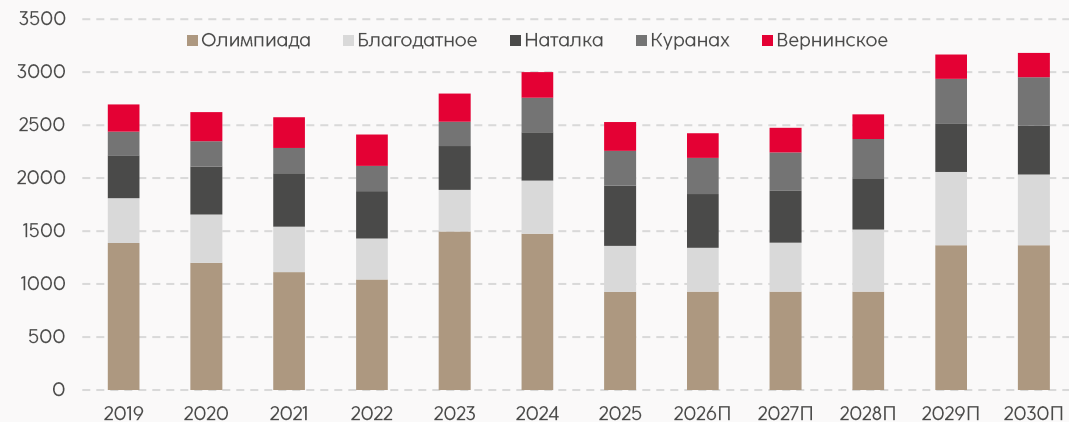
Источники: Всемирный совет по золоту, Банк Синара

МЕТАЛЛУРГИЯ: РЫНОК ЗОЛОТА

ЗОЛОТОДОБЫТЧИКИ: В ПОЛЮСЕ РИСКОВ БОЛЬШЕ, ЧЕМ В БТС (ЮГК), НО И ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЙ ПОТЕНЦИАЛ НАМНОГО ВЫШЕ

- ◆ Полюс в моменте самая рискованная бумага в секторе, но мы считаем, что «дно» уже найдено, а фундаментальный потенциал по-прежнему велик. В нашу новую модель мы заложили довольно высокие прогнозы по «прочим расходам» (\$1,5 млрд в год в 2026–2027 гг.). Кроме того, мы применили дополнительную корпоративную премию за риск в размере 5% при расчете собственного капитала компании. Но и с этими предпосылками низкозатратные активы Полюса с длительным сроком отработки и перспективами роста добычи предполагают существенный потенциал.
- ◆ Каковы негативные сценарии? Если контролирующие акционеры решат выкупить акции с рынка, то наверняка предложат премию к текущим уровням. В случае же сохранения текущей ситуации вероятен кейс НЛМК: бумаги торгуются с заниженным мультипликатором, но реагируют и на фундаментальные факторы. Характерно, что сейчас EV/EBITDA на 2027 г. почти идентичны у Полюса и НЛМК на уровне 2,3-2,6. Позитивный сценарий с возвращением полного раскрытия гарантирует значительный рост акций.
- ◆ Раскрытые параметры т. н. налога на сверхприбыль — позитивный фактор для бумаг Полюса: мы и рынок в среднем ожидали подобных выплат в размере около 100 млрд руб., а по факту будет исчислено, возможно, около 30 млрд руб. в 2027 г. С другой стороны, новые налоги негативно отражаются на компании БТС-Золото (бывшая ЮГК): оцениваем их в 15–17% от EBITDA в 2026 или 2027 гг.
- ◆ С фундаментальной точки зрения БТС-Золото остается привлекательной историей роста (прогнозируем увеличение производства на 48% к 2030 г.), но в ближайшее время драйверами для акций останутся корпоративные новости. Мы бы приветствовали презентацию стратегии от нового собственника или проведение Дня инвестора, чтобы рынок поверил в серьезность намерений Р. Байсарова относительно развития публичной истории БТС. До тех пор мы продолжаем считать бумаги компании довольно рискованной инвестицией.
- ◆ Возобновляем покрытие Полюса с рейтингом «Покупать», целевая цена — 1506 руб./акцию с потенциалом роста 48%. БТС присваиваем рейтинг «Держать», целевая цена — 0,74 руб./акцию.

ПОЛЮС: РОСТ ПРОИЗВОДСТВА В 2026–30 ГГ. БУДЕТ ОБЕСПЕЧЕН ОЛИМПИАДОЙ, БЛАГОДАТНЫМ И КУРАНАХОМ, ТЫС. УНЦ.



Источники: данные компании, Банк Синара

БТС-ЗОЛОТО: СИБИРСКИЙ ХАБ — ДРАЙВЕР РОСТА ДОБЫЧИ, ТЫС. УНЦ.



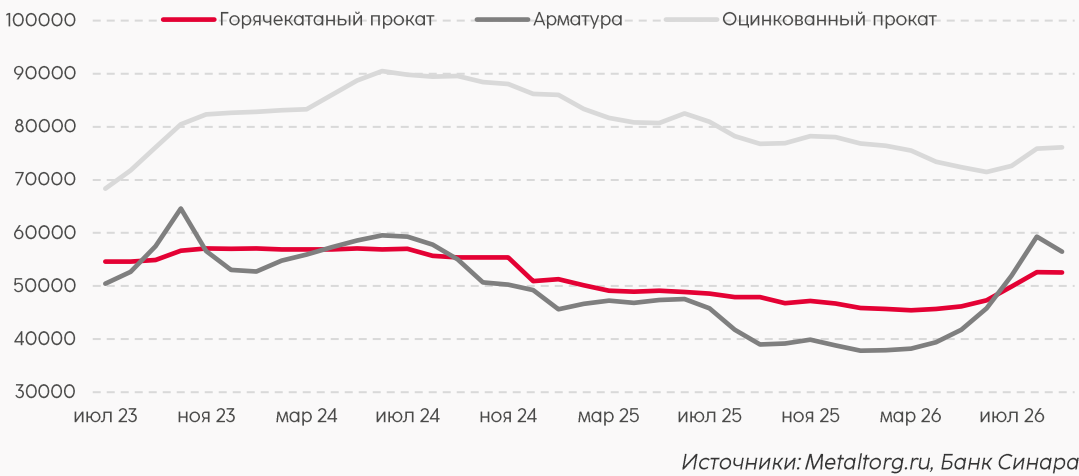
Источники: данные компании, Банк Синара

МЕТАЛЛУРГИЯ: РЫНОК СТАЛИ

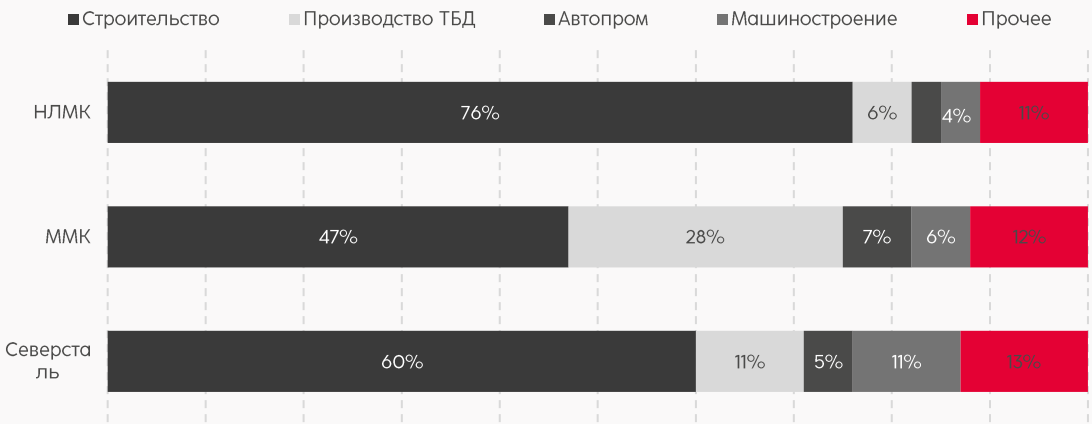
НАШ ФАВОРИТ — ММК, НО СЕВЕРСТАЛЬ МОЖЕТ БЫСТРЕЕ ВЕРНУТЬСЯ К ДИВИДЕНДАМ

- Мы ранее ожидали сокращения потребления стали в РФ на 6% в 2026 г. до минимума с 2009 г. из-за снижения в строительстве и машиностроении на 7% и нулевой динамики в нефтегазовых трубах. Реалии сентября показывают, что наши ожидания по трубам оказались верны, но несколько консервативны по двум другим секторам. Машиностроение демонстрирует лучшую динамику благодаря динамичному восстановлению автопрома. Спрос в строительстве оказывается лучше прогнозов вследствие инфраструктурных проектов (ВСМ), возведении защитных сооружений и завершении ранее начатых проектов многоквартирных домов. Полагаем, что снижение спроса в 2026 г. окажется на уровне 2-3%, но и отскок в 2027 г. будет ниже, чем мы ранее прогнозировали (+10% г/г).
- Более высокий, чем ожидалось, рост спроса оказал позитивное влияние на цены на сталь на внутреннем рынке. Сильнее всего это проявилось в длинном прокате на фоне дефицита работающих мощностей и частичной переориентации производителей на экспорт полуфабрикатов на внешние рынки, где выросли цены из-за конфликта на Ближнем Востоке. В плоском прокате движение долгое время было либо отрицательным с начала года, либо слабо положительным, а планомерное движение вверх началось с июля.
- В этих условиях видим у ММК больше шансов, чтобы показать лучшую динамику финансовых результатов:
 - при падении рынка компания сильнее сокращает производство, чем Северсталь и НЛМК, а значит, и отрастать будет динамичнее;
 - компания мало экспортирует, в связи с чем, в отличие от НЛМК, не зависит от сложностей с отгрузкой продукции через порты Черного моря;
 - акции ММК торгуются с низкими мультипликаторами (EV/EBITDA 2026П — 1,8, EV/EBITDA 2027П — 1,5).
- Сохраняем рейтинг «Покупать», целевая цена — 29 руб./акцию с потенциалом роста 36%.

ДИНАМИКА ЦЕН НА СТАЛЬ В РОССИИ, РУБ./Т



ПОРТФЕЛЬ ЗАКАЗОВ ММК НАИБОЛЕЕ ДИВЕРСИФИЦИРОВАН*



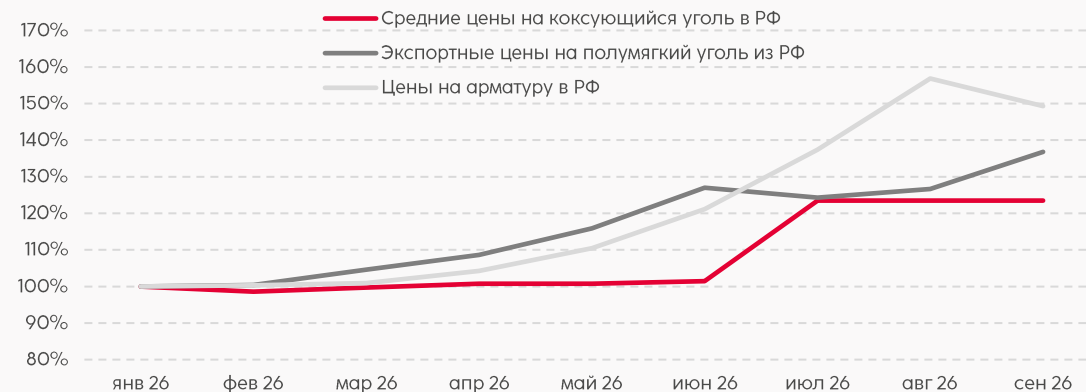
* Данные по ж/д перевозкам плоского проката
Источники: базы РЖД, Банк Синара

МЕТАЛЛУРГИЯ: РЫНОК УГЛЯ И ТРУБ

МЕЧЕЛ И ТМК: ДОЛГ ВЕЛИК, НО 2П26 ПРИНЕСЕТ ОБЛЕГЧЕНИЕ

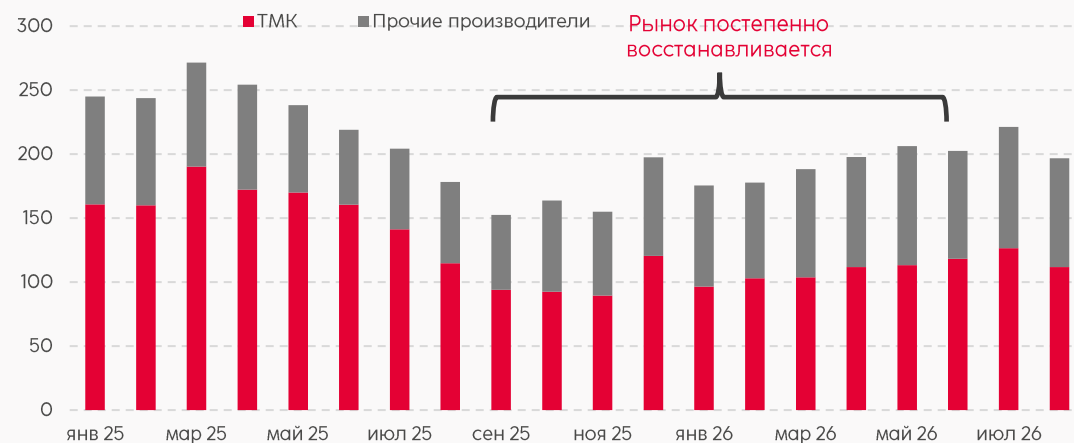
- ◆ Помимо ММК, мы видим потенциал в двух других компаниях черной металлургии, однако отягощенных крупным долгом — Мечеле и ТМК. Несмотря на более медленное, чем ожидалось рынком ранее, снижение ключевой ставки ЦБ, планомерное уменьшение все же имеет место, что позитивно отражается на обслуживании долга. К тому рынок продукции этих компаний либо уже существенно улучшился в текущем году, либо находится в фазе восстановления.
- ◆ Текущий год складывается весьма удачно для Мечела как в угле, так и в стали. Цены на арматуру и длинный прокат в целом устремились вверх с марта на фоне более высокого, чем ожидалось, спроса со стороны строительного и инфраструктурного секторов. Котировки на арматуру в итоге взлетели на 57% к концу лета. В свою очередь, мировые котировки коксующегося угля также существенно увеличились из-за аварий и приостановок добычи в Китае, что повлекло за собой рост сначала экспортных, а затем и внутренних цен на коксующийся уголь в России. На этом фоне Мечел намерен восстанавливать добычу в 2П26. Рост объемов и цен должны существенно улучшить финансовые показатели компании в 2П26.
- ◆ ТМК серьезно пострадала от сокращения закупок труб нефтегазового сортамента (ОСТГ) ввиду программ экономии потребителями и использованием ими ранее сформированных запасов труб. Закупки достигли минимума в 4К25-1К26, но с 2К26 наблюдается планомерное восстановление: поставки ТМК, по статистике агентства MMI, в июле-августе выросли на 11% относительно средних значений в 1П26 и на 18% относительно 4К25. В трубах большого диаметра (ТБД) перспективы восстановления не столь очевидны ввиду неопределенности вокруг трубопровода «Сила Байкала». Однако ТМК полагает, что и без данного проекта спрос на ТБД в 2027 г. увеличится вследствие отложенных ранее плановых ремонтов и небольших новых проектов.
- ◆ Сохраняем рейтинг «Покупать» по ТМК с целевой ценой 84 руб/акцию с потенциалом роста 42%; по Мечелу – 56 руб/акцию с потенциалом роста 47%.

ДИНАМИКА ЦЕН НА КЛЮЧЕВЫЕ ПРОДУКТЫ МЕЧЕЛА



Источники: Metaltorg.ru, MMI, Банк Синара

ПОСТАВКИ ТРУБ НЕФТЕГАЗОВОГО СОРТАМЕНТА (ОСТГ) НА РЫНОК РФ



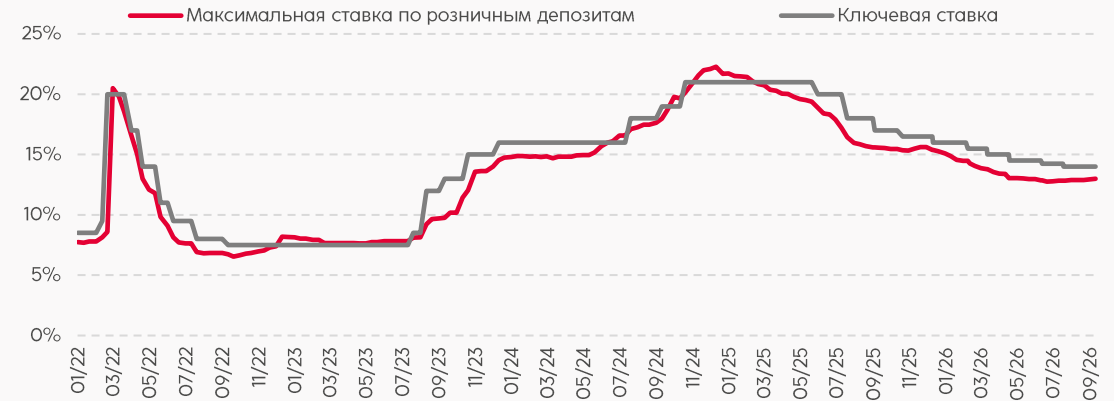
Источники: MMI, Банк Синара

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

БАНКИ

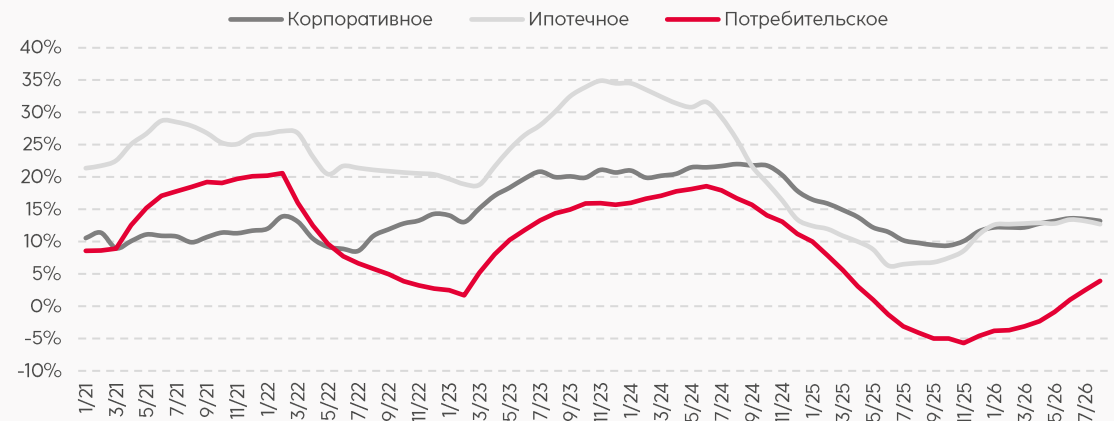
- ◆ Прибыль банков за 8М26 – 3,3 трлн руб., 23% ROE.
- ◆ Кредитование показало признаки возобновления роста в 2П25, но ускорение приостановилось – темпы роста остаются умеренными.
- ◆ Банки восстановили маржинальность при смягчении ДКП.
- ◆ Новые розничные кредиты выданы по более жестким стандартам, пик стоимости риска в рознице пройден.
- ◆ В корпоративном портфеле растет доля рискованных реструктуризаций, но резервы создаются постепенно, стоимость риска останется примерно на текущих уровнях
- ◆ Ожидаем увеличения прибыли в 2026 г. за счет повышения объемов бизнеса и смягчения давления рисков в рознице.
- ◆ Повышение требований к достаточности капитала будет сдерживать кредитный рост и ограничит потенциал снижения маржи.
- ◆ Считаем акции компаний сектора недооцененными.
- ◆ Сильные игроки с гибкими бизнес-моделями сумеют показать лучший результат за счет эффективного принятия решений.
- ◆ Запас капитала остается важным преимуществом.

СПРЕД ДЕПОЗИТНЫХ СТАВОК К КЛЮЧУ НЕМНОГО СУЗИЛСЯ



Источники: ЦБ РФ, Банк Синара

ТЕМП РОСТА КРЕДИТОВАНИЯ – УМЕРЕННЫЙ



Источники: ЦБ РФ, Банк Синара

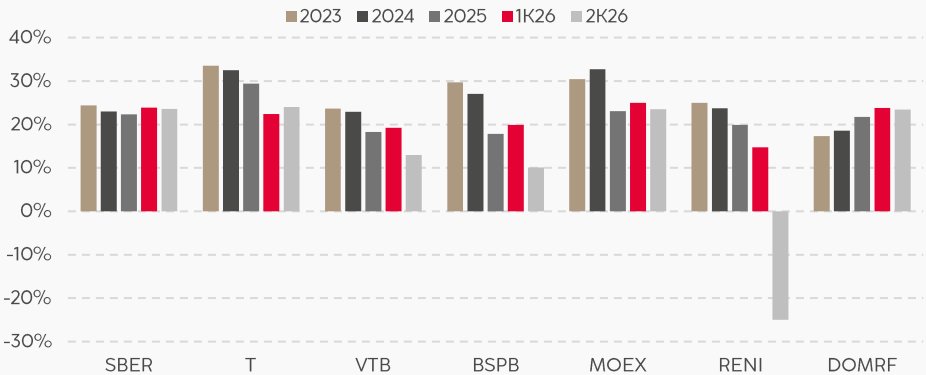
ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

КОМПАНИИ СЕКТОРА

- ♦ Сбербанк — крупнейшая компания в секторе с ROE выше 20%. Одна из наиболее устойчивых в плане рентабельности. Масштаб создает условия для эффективных вложений в ИТ и ИИ. 50% прибыли направляет на дивиденды.
- ♦ Т-Технологии — компания с наибольшим среднесрочным потенциалом роста прибыли (21% СГТР в 2026–2028 гг.). Гибкая бизнес-модель и продвинутые ИТ-решения позволяют максимизировать прижизненную ценность клиентов. Рентабельность капитала около 30%.
- ♦ БСПБ — прибыль в 2026 г. под давлением расходов на риски и снижения ставок, начнет восстанавливаться в 2027 г. Запас относительно нормативов достаточности капитала обеспечивает хороший дивидендный потенциал и делает возможным обратный выкуп.
- ♦ Банк ВТБ — самая дешевая бумага из торгуемых банков. Высокая волатильность прибыли и стратегическая неопределенность в связи с партнерством с WB. Для его реализации планирует крупное SPO в 2026 г.
- ♦ ДОМ.РФ — имеет возможность расти быстрее рынка в банковских услугах и ряд эксклюзивных потоков доходов. Ожидаем среднего роста прибыли на акцию в 2026–2028 гг. на 18% при ROE в 22–23%. Направляет на дивиденды 50% прибыли.
- ♦ МосБиржа — имеет диверсифицированный поток выручки, выигрывает от высоких ставок. Ожидаем возобновления роста прибыли уже в 2026 г. с увеличением доли управляемых комиссионных доходов. Направляет на дивиденды 75% прибыли.
- ♦ Группа Ренессанс Страхование — высокая волатильность прибыли на фоне зависимости от рынков капитала. Ожидаем восстановления ROE до 22% при улучшении страхового результата и операционной эффективности. Действует обратный выкуп с последующим погашением до 10% УК.

	Цена	Целевая цена	Потенциал роста	Дивидендность (12 месяцев)	Дивидендность (2027 г.)	P/E 2026	P/E 2027	P/BV 2026	P/BV 2027
SBER	281	400	42,5%	15,4%	15,4%	3,3	3,0	0,7	0,6
MOEX	151	215	42,7%	13,6%	13,6%	5,5	5,0	1,2	1,1
T	258	424	64,2%	7,6%	9,8%	3,3	2,8	0,8	0,7
BSPB	255	340	33,4%	13,6%	20,9%	3,7	3,1	0,5	0,4
VTBR	51	93	80,9%	19,7%	19,7%	1,3	1,2	0,3	0,2
CARM	0,70	1,0	47,0%	0,0%	8,0%	8,5	3,2	0,4	0,4
RENI	69	94	36,7%	8,6%	16,1%	5,8	2,7	0,6	0,6
DOMRF	2 134	2 930	37,3%	15,2%	15,2%	3,3	2,9	0,7	0,6

ДИНАМИКА РЕНТАБЕЛЬНОСТИ КАПИТАЛА



Источники: данные компаний, Банк Синара

ROE VS P/BV 2026П



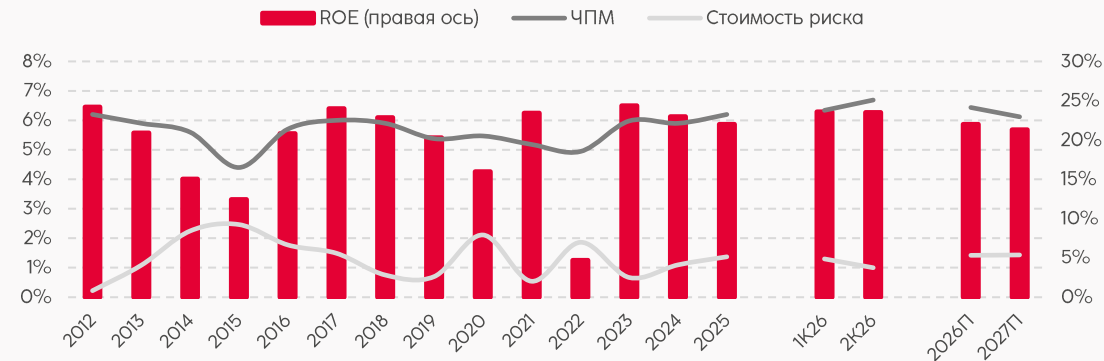
Источники: Московская Биржа, Банк Синара

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

ИСТОРИЯ В РАЗВИТИИ: СБЕР

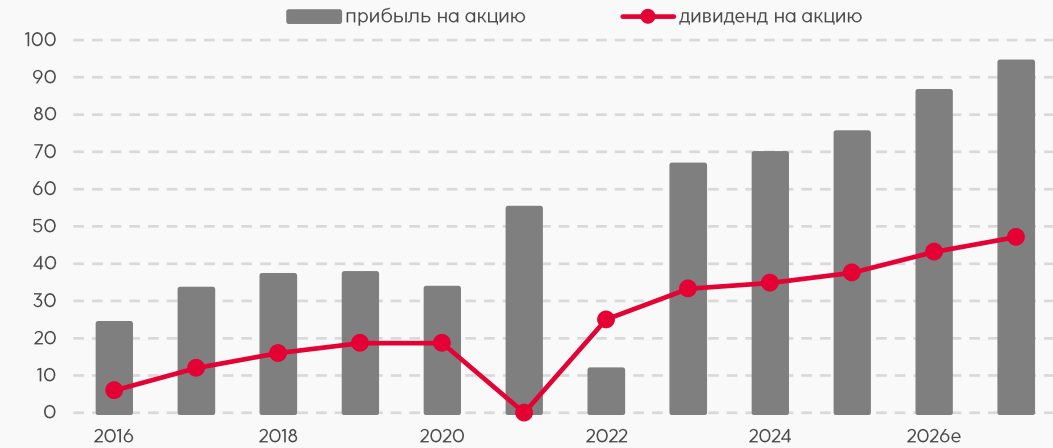
- ◆ Сбербанк — один из наиболее устойчивых в плане рентабельности капитала. В 2023–2K26 ROE в диапазоне 22,7–24%.
- ◆ Стратегическая цель – ROE свыше 22%, сохранение роста прибыли; ожидаем среднего темпа увеличения прибыли в 8%.
- ◆ Распределяет на дивиденды 50% прибыли, ожидаем 43 руб. на акцию за 2026 г.
- ◆ Построение человекоцентричной модели бизнеса, основанной на углублении и упрочении взаимоотношений с клиентами благодаря инвестициям в ИТ и ИИ.
- ◆ Стратегическое преимущество дешевых пассивов сохраняется – ЧПМ останется высокой в условиях повышенных ставок.
- ◆ Поддержание достаточности капитала выше регуляторных минимумов (H20.0 не ниже 13,3%) создает конкурентные преимущества на рынке кредитования.
- ◆ Стоимость риска, вероятно, преодолела пик.
- ◆ Сбербанк торгуется по P/B 2026П в 0,7, P/E в 3,3.

УСТОЙЧИВО ВЫСОКАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ



Источники: данные компании, Банк Синара

РАСТУЩИЙ ДИВИДЕНДНЫЙ ДОХОД



Источники: данные компании, Банк Синара

ФИНАНСОВЫЙ СЕКТОР

ИСТОРИЯ В РАЗВИТИИ: Т-ТЕХНОЛОГИИ

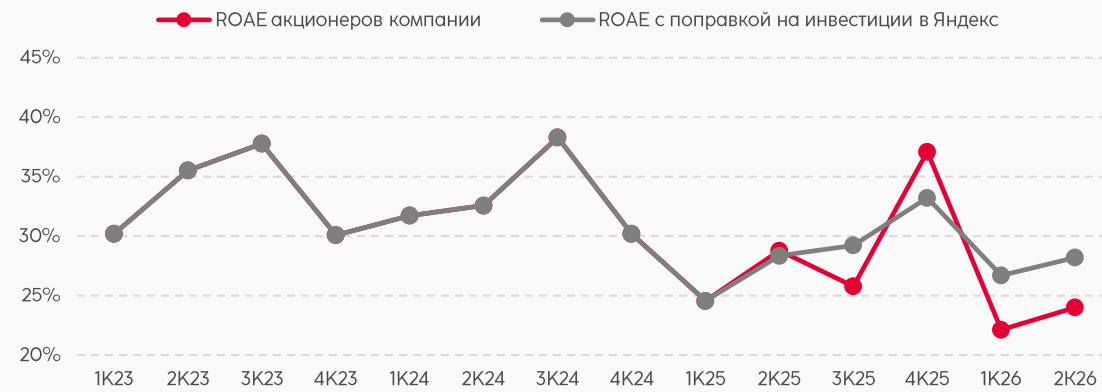
- ♦ Т-Технологии — большая гибкость; ROE — 32,5– 33,5% в 2023-2024 гг.; 27% в среднем в 1K25–2K26.
- ♦ Продолжает нацеливаться на ROE в 30%. Ожидаем среднегодовой темп роста чистой прибыли (CAGR) в 2026–2028 гг. на уровне 21%.
- ♦ Возросшая клиентская база — источник монетизации; растет вовлеченность, количество продуктов на клиента.
- ♦ Активность на рынке слияний и поглощений может быть чревата рисками корпоративного управления.
- ♦ Ежеквартальные дивиденды — до 30% прибыли по МСФО; 23% по итогам 2025 г. — намерение увеличить долю выплат.
- ♦ Текущие котировки предполагают оценку P/BV 2026П на уровне 0,8.

МОНЕТИЗИРУЕТ ВОЗРОСШУЮ КЛИЕНТСКУЮ БАЗУ



Источники: данные компании, Банк Синара

ВЫСОКАЯ ОПЕРАЦИОННАЯ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ НА ВОЗРОСШЕМ КАПИТАЛЕ



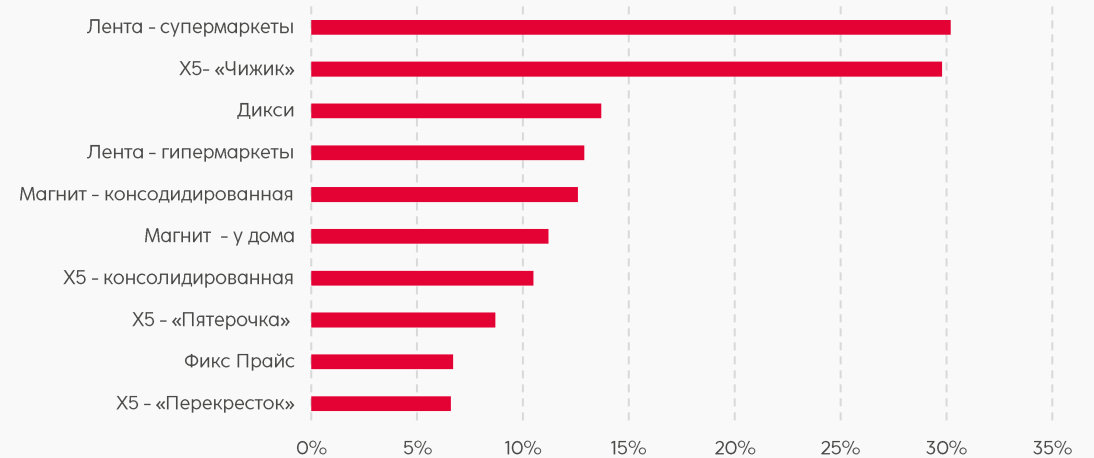
Источники: данные компании, Банк Синара

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ

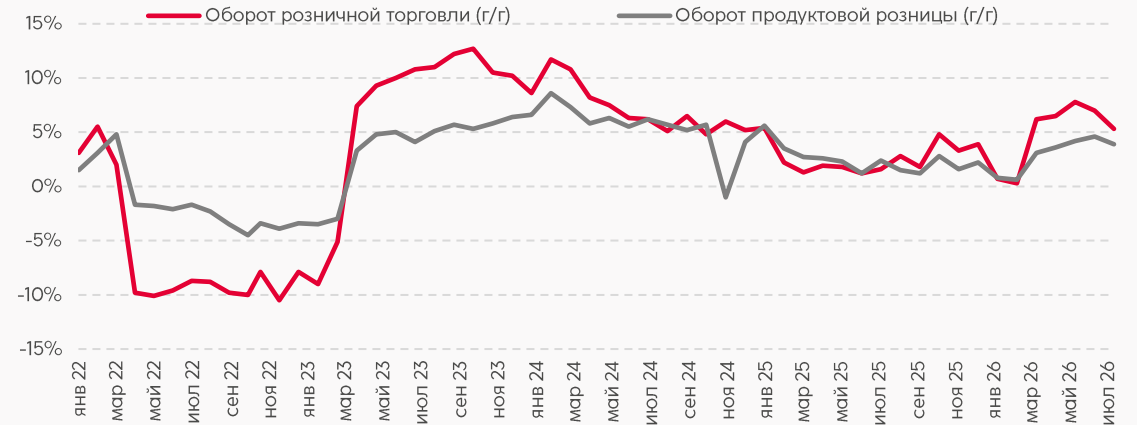
ОБЗОР СЕКТОРА

- ♦ Рост выручки в 1П26 замедляется на фоне слабого спроса и снижения продовольственной инфляции.
- ♦ Консолидация в секторе продолжается.
- ♦ Лидирующие игроки продовольственной розницы демонстрируют рост в основных форматах лучше рынка.
- ♦ Потребительский спрос остается слабым на фоне высоких ставок и замедления экономического роста.
- ♦ Потребители придерживаются осторожной модели поведения.
- ♦ Дефицит персонала сохраняется, создавая риски для рентабельности.
- ♦ Сегмент гипермаркетов больше подвержен рискам изменения потребительского поведения.
- ♦ В непродовольственном сегменте риски выше из-за чувствительности финансовых показателей к курсу рубля, динамике спроса и конкуренции с онлайн-торговлей.

РОСТ ВЫРУЧКИ В 1П26 (Г/Г)



ОБОРОТ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ (Г/Г)



Источники: Росстат, Банк Синара

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ

ОБЗОР СЕКТОРА

- ♦ Лучшую динамику показывают лидеры нижнего ценового сегмента продовольственного рынка, такие как Корпоративный центр ИКС 5, Лента и, в меньшей степени, Магнит.
- ♦ ИКС 5 сохраняет лидерство и много инвестирует в развитие.
- ♦ Лента поддерживает высокие темпы роста (как органически, так и за счет приобретений) при хорошей рентабельности.
- ♦ Рентабельность Магнита слабее основных конкурентов, долг высокий, а к стандартам корпоративного управления есть вопросы.
- ♦ Высокая долговая нагрузка М.видео создает риски в нынешних условиях, несмотря на докапитализацию. Успех трансформации бизнес-модели неочевиден.
- ♦ Фикс Прайс выглядит как привлекательная среднесрочная история, с высокой по меркам сектора рентабельностью, но рост выручки в последние кварталы не впечатляет.

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Потенциал роста	Дивидендность на 12 мес.	P/E		EV/EBITDA		ЧД/EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
Магнит	Держать	1,700	9%	0%	242.7	2.6	3.2	2.5	2.4
КЦ ИКС 5	Покупать	2,700	45%	28%	4.7	3.4	2.7	2.2	1.3
Лента	Покупать	2,260	34%	0%	7.7	4.4	3.8	2.9	0.8
Хэндерсон Фэшн Групп	Покупать	510	80%	9%	6.2	4.5	2.7	2.2	0.6
М.видео	Продавать	25.3	-42%	0%	Отр.	Отр.	Отр.	14.4	Отр..
Фикс Прайс	Покупать	0.54	38%	28%	3.4	2.5	2.1	1.5	Отр.
НоваБев Групп	Покупать	490	95%	9%	5.5	2.8	2.7	2.2	1.7
ВИ.ру	Покупать	130	89%	12%	7.0	4.3	2.1	1.9	Отр..

Источник: Банк Синара

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ

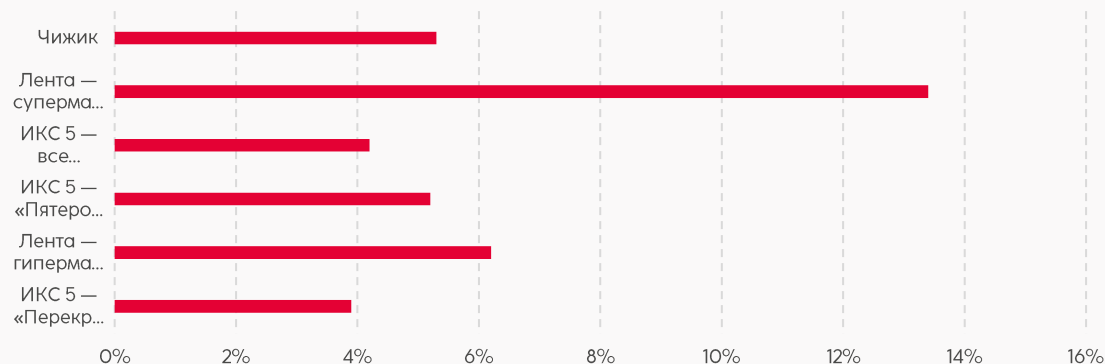
ИНТЕРЕСНЫМ СЧИТАЕМ КОРПОРАТИВНЫЙ ЦЕНТР ИКС 5

- ◆ ИКС 5 — наш фаворит ввиду лидерства на рынке, сильной операционной динамики и устойчивого финансового положения.
- ◆ Дивидендная политика предполагает возможность выплат дивидендов дважды в год.
- ◆ Большие капзатраты и высокую промоактивность считаем стратегически оправданными.
- ◆ Компания раньше других начала развивать перспективный формат «жестких дискаунтеров» и интернет-торговлю.
- ◆ Сильный баланс (на конец 2K26 отношение чистого долга к EBITDA за 12 месяцев — 1,1).

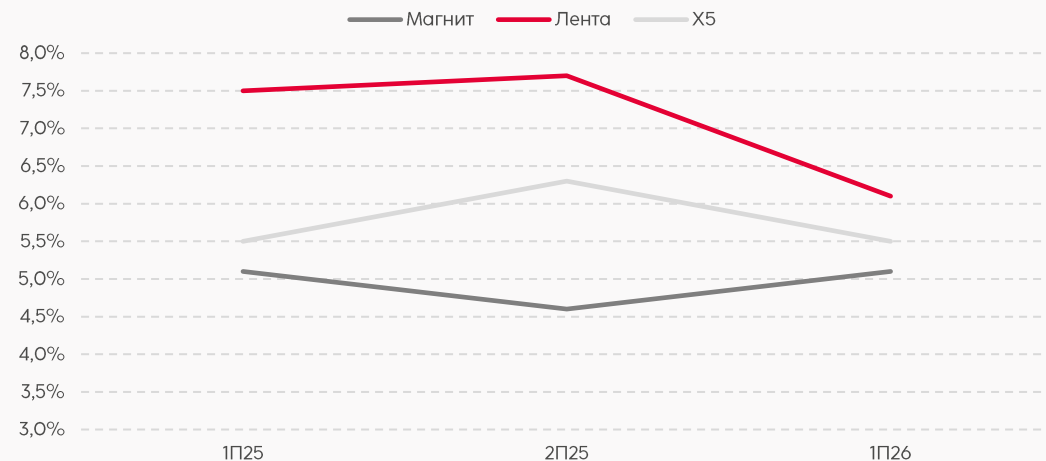
НАШ ФАВОРИТ — ЛЕНТА

- ◆ Компания показывает лучшую динамику роста за счет органических факторов и сделок слияний и поглощений.
- ◆ При этом рентабельность остается устойчивой к давлению со стороны роста расходов на персонал в сравнении с конкурентами.
- ◆ Компания лидирует в сегменте гипермаркетов и активно расширяет присутствие в других форматах.
- ◆ Новая стратегия выглядит амбициозно: рост выручки до 2,2 трлн руб. — среднегодовой темп роста (CAGR) не ниже 20% — и рентабельность по EBITDA на уровне 8% к 2028 г.
- ◆ Сильный баланс, несмотря на активную политику слияний и поглощений, отношение ЧД/EBITDA всего 1,4 в конце 2K26.
- ◆ В перспективе возможно начало выплаты дивидендов, но пока рост в приоритете.

ДИНАМИКА LFL-ПРОДАЖ, 2K26



РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПО EBITDA (ДО МСФО-16)



Источники: данные компаний, Банк Синара

РОЗНИЧНАЯ ТОРГОВЛЯ

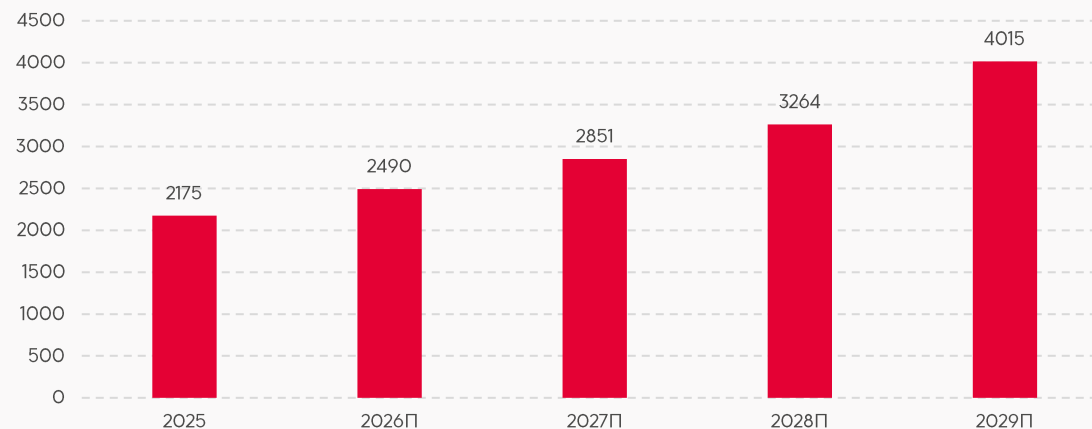
ИНТЕРЕСНОЙ СЧИТАЕМ НОВАБЕВ ГРУПП

- ♦ Один из лидеров российского рынка крепкого алкоголя.
- ♦ Вертикальная интеграция — от производства этилового спирта до реализации в розницу — помогает НоваБев Групп контролировать затраты и качество.
- ♦ В 1П26 показатель EBITDA прибавил 9% г/г; в 2П26 ожидаем более сильных результатов благодаря восстановлению трафика «ВинЛаб» и сезонному росту спроса.
- ♦ Прогнозируем почти двукратное увеличение числа магазинов «ВинЛаб» к 2029 г.
- ♦ Потенциальное IPO сети «ВинЛаб» может стать краткосрочным катализатором для переоценки акций и более полного раскрытия стоимости розничного сегмента.

ВСЕИНСТРУМЕНТЫ.РУ — ХОРОШАЯ ВОЗМОЖНОСТЬ

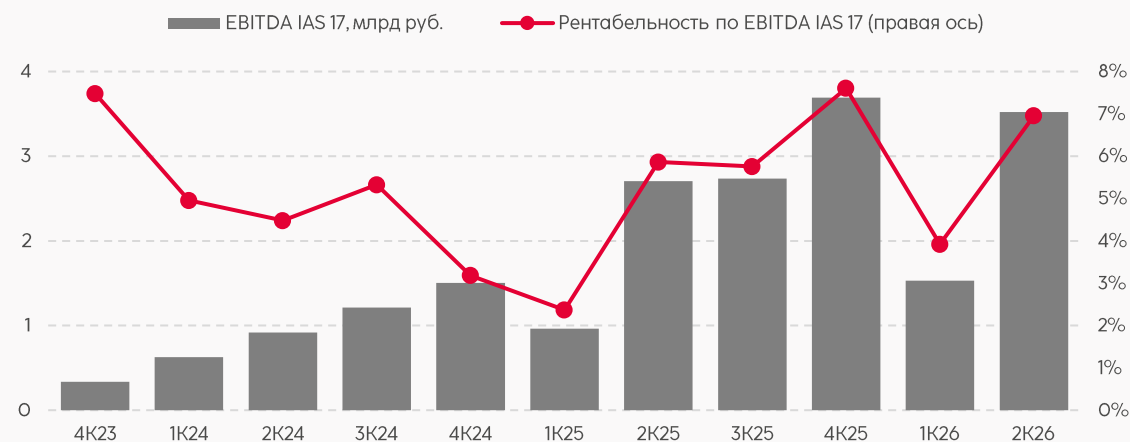
- ♦ Один из лидеров российского рынка товаров для ремонта и строительства с сильными позициями в B2B, широким ассортиментом и развитой логистикой.
- ♦ Рост доли B2B-сегмента поддерживает устойчивость бизнеса и снижает зависимость от потребительского спроса.
- ♦ Развитие собственных торговых марок поддерживает рост продаж и рентабельности.
- ♦ В 1П26 показатель EBITDA вырос на 38% г/г благодаря повышению операционной эффективности и несмотря на слабый рост выручки.
- ♦ Сильная генерация денежного потока и чистая денежная позиция обеспечивают потенциал для дивидендных выплат.

ПРОГНОЗ КОЛИЧЕСТВА МАГАЗИНОВ СЕТИ «ВИНЛАБ»



Источники: данные компании, Банк Синара

ДИНАМИКА EBITDA



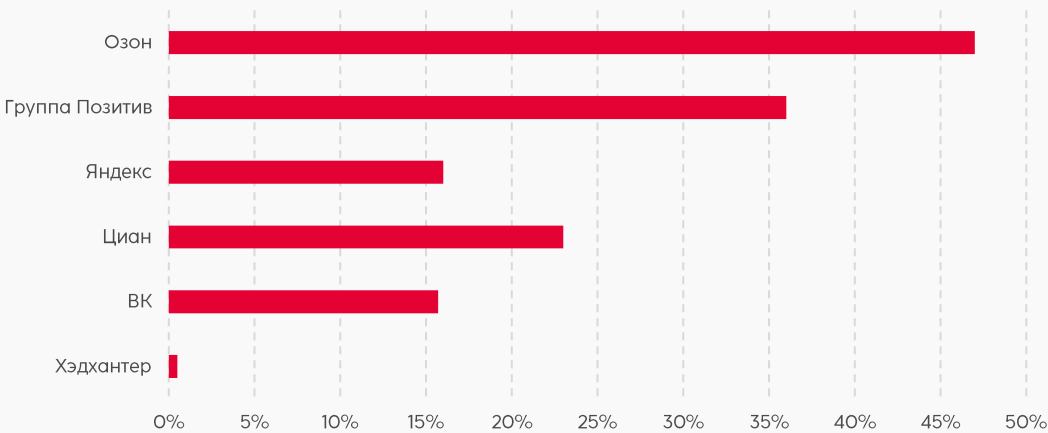
Источники: данные компании, Банк Синара

ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

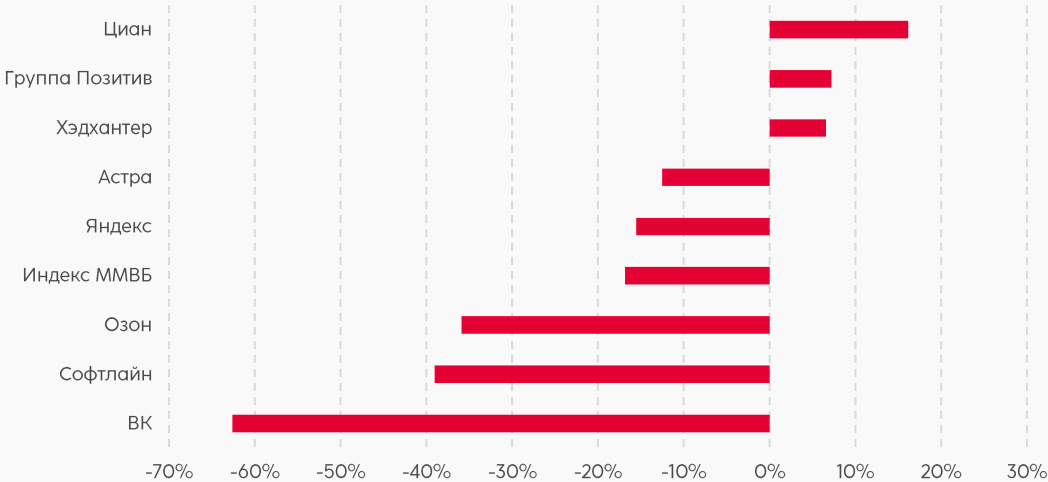
ОБЗОР СЕКТОРА

- ♦ Результаты ведущих компаний в последних кварталах оставались сильными, в ИТ-компаниях второго эшелона видно некоторое восстановление роста.
- ♦ Господдержка сектора уменьшается с учетом роста налоговой нагрузки
- ♦ Высокие ставки негативно влияют на бизнес-активность клиентов и спрос в ряде сегментов.
- ♦ Основными трендами в отрасли остаются цифровизация и импортозамещение.
- ♦ Большие инвестиции в новые продукты и сервисы негативно влияют на прибыли в краткосрочной перспективе.
- ♦ Амбиции многих неспециализированных компаний относительно инвестиций в цифровые рынки существенно уменьшились.
- ♦ Проблемы с ИТ-персоналом не являются критическими.

РОСТ ВЫРУЧКИ В 2К26 (Г/Г)



СОВОКУПНАЯ ДОХОДНОСТЬ С НАЧАЛА ГОДА



ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

ОБЗОР СЕКТОРА

- ♦ Динамика акций в этом году сильно отличалась по эмитентам, но ряд бумаг хуже рынка, что не всегда оправдано результатами бизнеса.
- ♦ Яндекс остается самой фундаментально сильной компанией.
- ♦ Озон показывает улучшение рентабельности, замедление роста пока слабо выражено; сильные результаты демонстрирует финтех; в центре внимания риски, связанные с логистической инфраструктурой.
- ♦ ВК улучшает прибыльность на уровне EBITDA и снижает долг. Поддержать акции в среднесрочной перспективе может размещение «дочки» ВК Технологии.
- ♦ Группа Позитив показала, что постепенно возвращается к высоким темпам роста.
- ♦ Хэдхантер и Циан демонстрируют отличную рентабельность, но зависят от общей деловой активности и макроэкономических условий.

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Потенциал роста	Дивдоходность на 12 мес.	P/E		EV/EBITDA		ЧД/EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
Яндекс	Покупать	6,000	60%	6%	10.2	7.4	4.0	3.2	0.7
Озон	Покупать	6,800	142%	0%	67.8	6.5	4.0	3.1	1.8
ВК	Покупать	290	158%	0%	Отр.	Отр.	5.8	2.9	3.1
Хэдхантер	Покупать	3,300	15%	8%	9.1	8.3	6.3	5.7	Отр.
Циан	Покупать	1,020	56%	12%	15.1	11.8	7.7	6.2	Отр.
Группа Позитив	Держать	1,200	15%	7%	6.0	4.1	4.3	3.5	1.0
Софтлайн	Покупать	130	170%	0%	15.3	12.9	5.1	4.4	1.1
Группа Астра	Покупать	380	73%	5%	5.2	4.8	4.3	4.0	Отр.

Источник: Банк Синара

ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

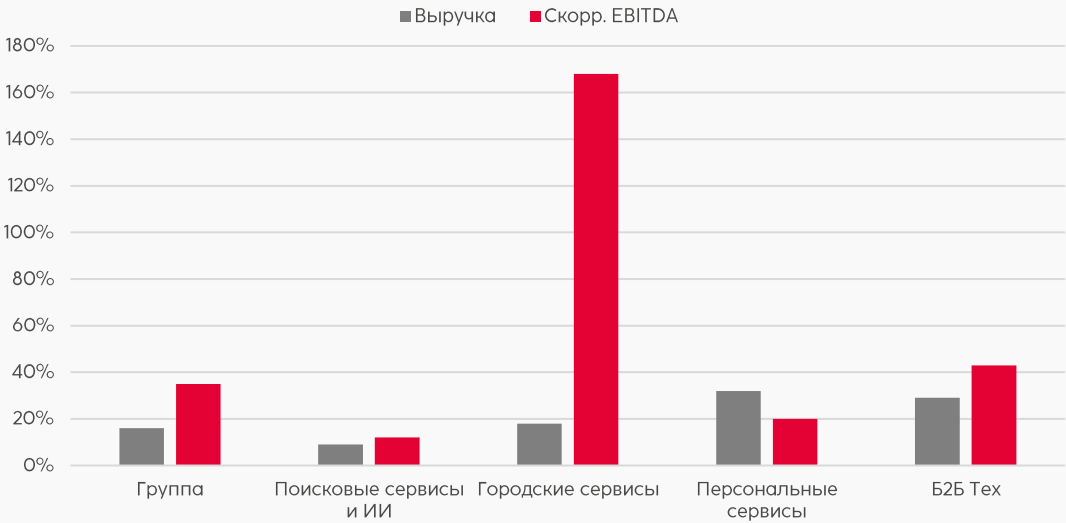
НАШ ФАВОРИТ — ЯНДЕКС

- ♦ Лидер российского технологического рынка.
- ♦ Лидерство на рынке поиска гарантирует высокие денежные потоки от доходов от онлайн-рекламы.
- ♦ Сегмент «городские сервисы» показывает рост выручки и EBITDA.
- ♦ Зрелые бизнес-сегменты позволяют финансировать перспективные направления на рынках, где компания также может занять лидирующие позиции благодаря технологической экспертизе (например, производство роботов, автономное вождение и т. д.).
- ♦ Лидер в технологиях ИИ в России.
- ♦ По итогам 2026 г. менеджмент ожидает роста выручки приблизительно на 20% и EBITDA — около 350 млрд руб.

НАШ ФАВОРИТ — ЦИАН

- ♦ Лидирующая платформа на рынке объявлений о продаже недвижимости.
- ♦ Нижняя точка на рынке недвижимости пройдена.
- ♦ Высокоэффективная и масштабируемая бизнес-модель с низким уровнем капзатрат.
- ♦ Компания ожидает роста выручки до 50 млрд руб. к 2030 г. при достижении рентабельности по EBITDA около 50%.
- ♦ Программа выкупа акций поддерживает котировки.
- ♦ Редомициляция в РФ позволила вернуться к выплате дивидендов.

РОСТ ВЫРУЧКИ И СКОРР. EBITDA ЯНДЕКСА В 2К26 (Г/Г)



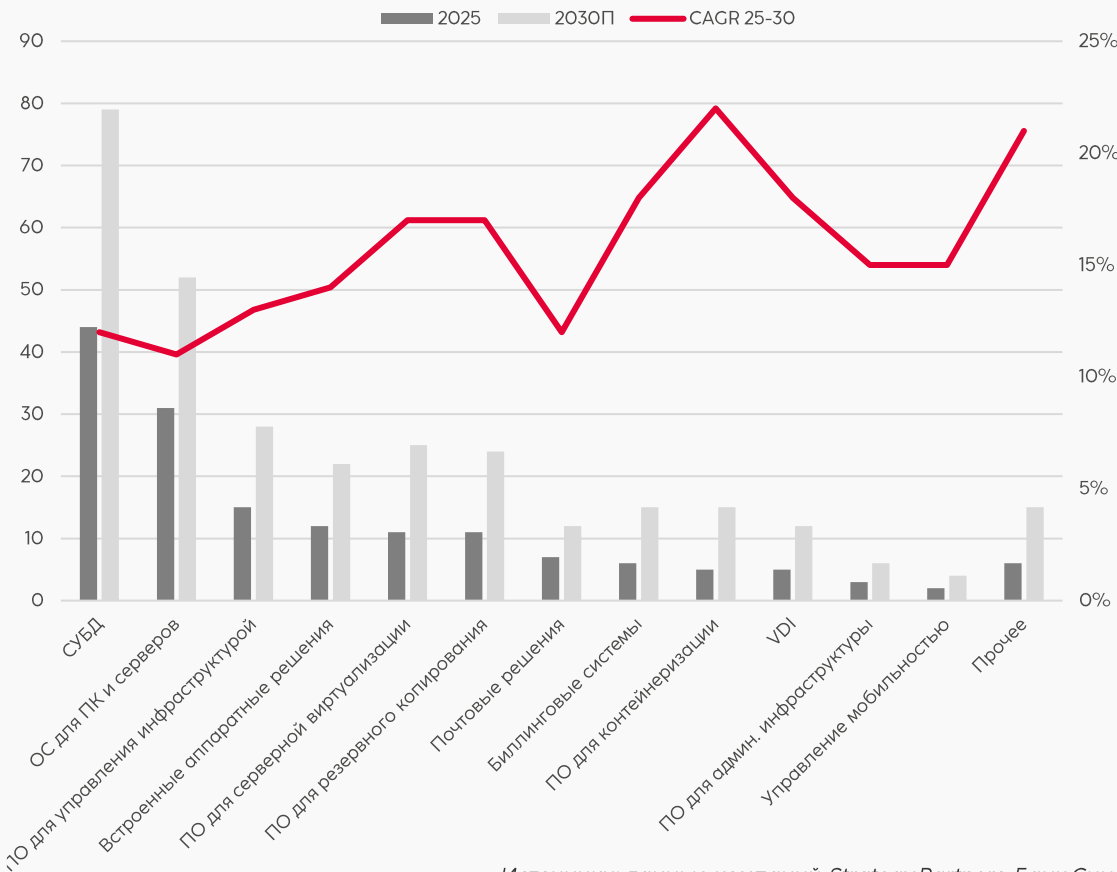
РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫРУЧКИ ЦИАН В 1П26



Источники: данные компаний, Strategy Partners, Банк Синара

ТЕХНОЛОГИЧЕСКИЙ СЕКТОР

ДИНАМИКА И ПРОГНОЗЫ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОГО РЫНКА ИНФРАСТРУКТУРНОГО ПО



Источники: данные компаний, Strategy Partners, Банк Синара

НАШ ФАВОРИТ — ГРУППА АСТРА

- ♦ Рынок отечественного инфраструктурного ПО может вырасти среднегодовым темпом (CAGR) 14% в 2025—2030 гг.
- ♦ Лидер на рынке отечественных ОС с долей около 76%.
- ♦ Рост продаж экосистемных продуктов и услуг поддержит развитие бизнеса.
- ♦ Акцент на корпоративных клиентах и продажах государственным учреждениям (B2G).
- ♦ Регуляторная среда стимулирует переход на отечественные решения.
- ♦ Результаты 2K26 показали ускорение роста отгрузок и выручки.
- ♦ Программа выкупа акций может поддержать котировки.
- ♦ Компания уже показывает неплохую рентабельность.
- ♦ Введение НДС на отечественное ПО пока отложено, но это фактор риска в долгосрочной перспективе.

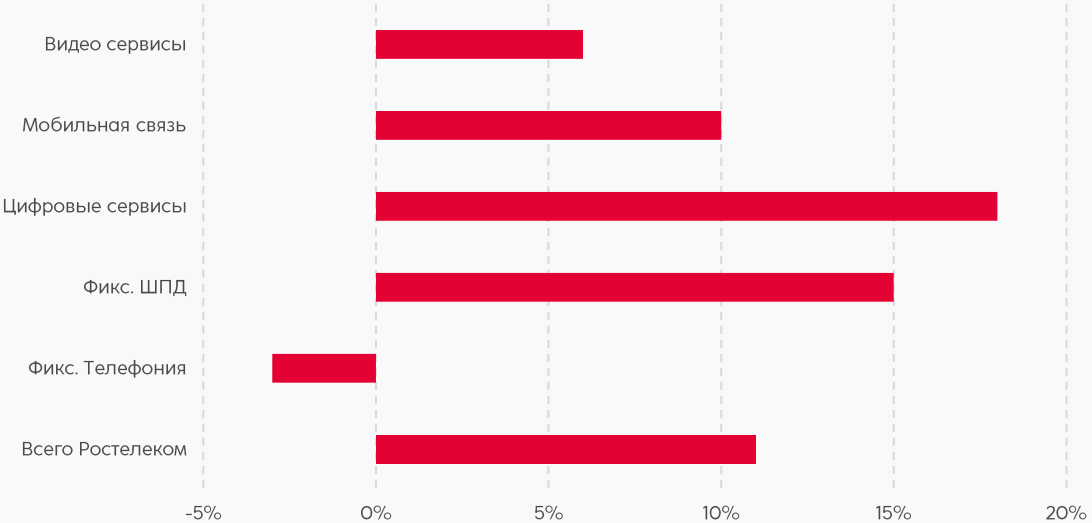
НАШ ФАВОРИТ — ВК

- ♦ В 2025 г. компания вернулась к прибыли на уровне EBITDA, а значит, активные инвестиции 2022-2024 гг. начинают приносить отдачу.
- ♦ Прогноз менеджмента по 2026 г. подтвержден, но выглядит консервативным на фоне сильных результатов второго квартала
- ♦ Дополнительным драйвером может стать первичное размещение сегмента VK Tech.
- ♦ Государство активно лоббирует использование национального мессенджера на основе платформы Max.
- ♦ Влияние роста страховых взносов на EBITDA за 2026 г. будет заметным, т. к. рентабельность еще не восстановилась полностью.
- ♦ Санкции ЕС и удаление приложений ВК из App Store и Google Play краткосрочно негативно

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027г., руб/акцию	Потенциал роста	Дивдоходность на 12 мес.	P/E		EV/EBITDA		ЧД/ EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
МТС	Покупать	270	55%	11%	5.1	7.4	2.7	2.4	0.4
Ростелеком	Покупать	87.5	119%	12%	4.3	3.1	2.3	2.2	1.6
Ростелеком (ап)	Покупать	87.5	112%	11%					

РОСТ ВЫРУЧКИ РОСТЕЛЕКОМА ПО СЕГМЕНТАМ В 2К26 (Г/Г)



Источники: данные компании, Банк Синара

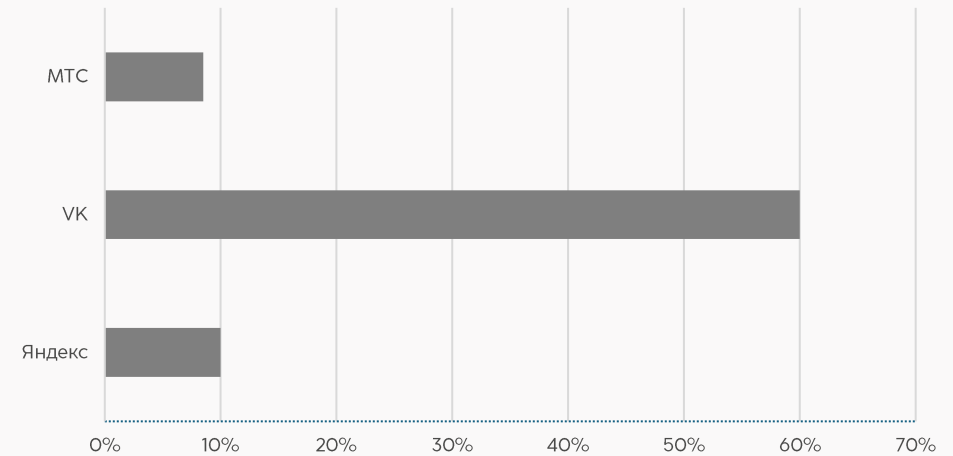
ОБЗОР СЕКТОРА

- «Телекомы» остаются защитным активом благодаря устойчивости их основного бизнеса к макроэкономическим потрясениям.
- Мы позитивно смотрим на обычные и привилегированные акции Ростелекома.
- Традиционные сегменты бизнеса показывают невысокие темпы роста, но генерируют приличную рентабельность и денежный поток.
- Всплеск спроса на голосовую мобильную связь в конце 2025 г. — начале 2026 гг. на фоне ограничений использования зарубежных мессенджеров считаем временным.
- Новая дивидендная политика МТС предполагает сохранение высокого уровня возврата средств акционерам, но 30% будет распределяться через обратный выкуп акций.
- Новые направления (экосистема, цифровые сервисы) обладают перспективами роста, но требуют инвестиций.
- Вывод на биржу быстрорастущих дочерних компаний способен повысить оценку материнских Ростелекома и МТС, но пока конъюнктура этому не способствует.
- Сложности с поставками телекоммуникационного оборудования способны замедлить рост сетей, но в среднесрочной перспективе решаемы.

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

- ♦ Правительство представило инициативы по изменению налогообложения ЗПИФ
- ♦ Структуры ЗПИФ могут использоваться акционерами для владения долями в некоторых публичных компаниях на рынке РФ
- ♦ Повышение налогообложения может вызвать рост волатильности котировок в таких бумагах

ОЦЕНКА ДОЛИ АКЦИЙ, ВЛАДЕНИЕ КОТОРЫМИ МОЖЕТ
ОСУЩЕСТВЛЯТЬСЯ ЧЕРЕЗ ЗПИФ



Источник: Банк Синара

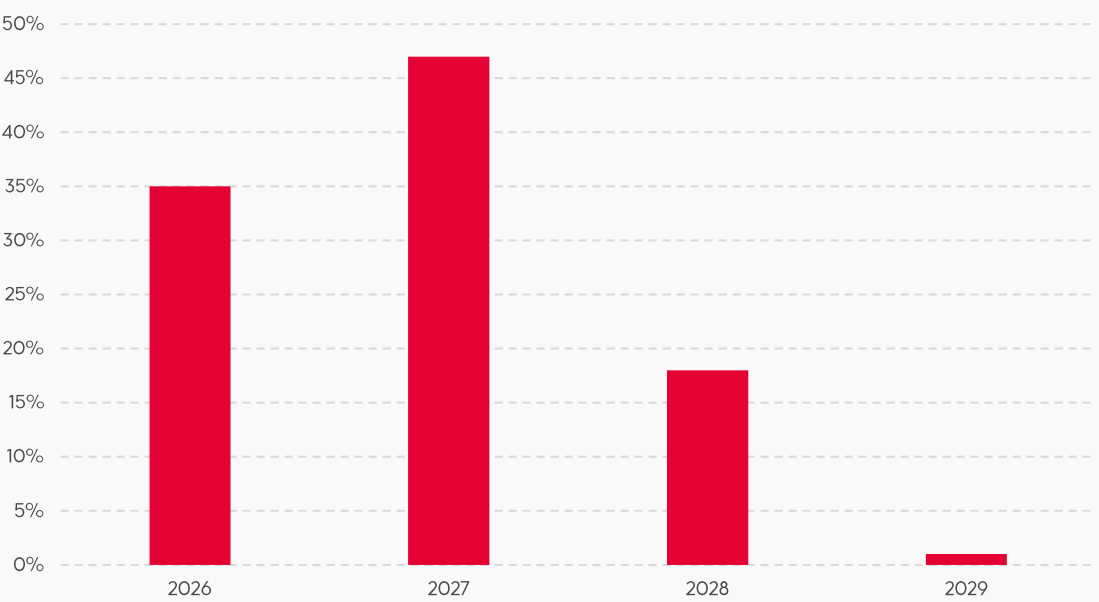
ХОЛДИНГИ

ОБЗОР СЕКТОРА

- ♦ Акции АФК Система недооценены относительно стоимости ее портфельных активов.
- ♦ МТС — достаточно надежный источник денежных средств для АФК Система.
- ♦ Чистый долг корпоративного центра составлял 331 млрд руб., что делает АФК Система чувствительной к изменениям процентных ставок.
- ♦ Недавно компания заключила сделку по привлечению капитала с участием Банка ВТБ, но ее параметры рынку неясны.
- ♦ В портфеле АФК Система три-четыре актива готовы к выходу на биржу при подходящей конъюнктуре.
- ♦ ЭсЭфАй продала основной актив.
- ♦ Дальнейшая стратегия холдинга как публичной компании неясна.

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Потенциал роста	Дивидендность на 12 мес
АФК Система	Покупать	13,7	87%	0%
ЭсЭфАй	Держать	730	33%	0%

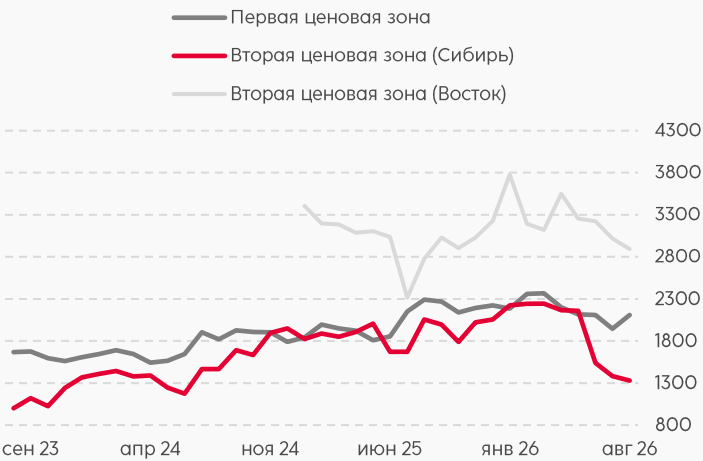
ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ ДОЛГА КЦ АФК СИСТЕМА



Примечание. По состоянию на 30.06.2026.
Источники: данные компании, Банк Синара

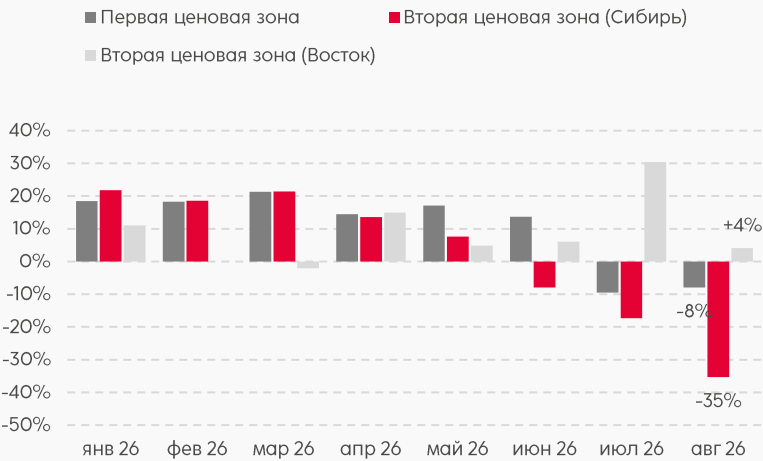
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА: ЦЕНЫ НА РСВ ПЕРЕШЛИ С ПЛАТО К СНИЖЕНИЮ

ЦЕНЫ НА ЭЛЕКТРОЭНЕРГИЮ ВЕРНУЛИСЬ К УРОВНЯМ СЕРЕДИНЫ 2025 Г., РУБ/МВТ*Ч (СРЕДНЕМЕСЯЧНЫЕ)



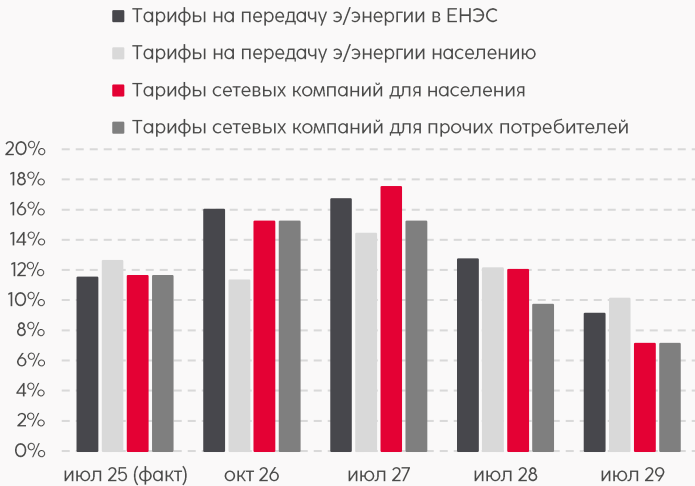
Источники: АТС, Банк Синара

СИЛЬНЕЕ ВСЕГО ЦЕНЫ УПАЛИ ВО ВТОРОЙ ЦЕНОВОЙ ЗОНЕ (СИБИРЬ), Г/Г



Источники: Системный оператор, Банк Синара

РЕГУЛИРУЕМЫЕ ТАРИФЫ ПРОДОЛЖАТ РАСТИ, ПОЭТОМУ СЕТИ ВЫГЛЯДЯТ НАДЕЖНЕЕ (Г/Г)



Источники: Минэкономразвития России, Банк Синара

КАТАЛИЗАТОРЫ

- ♦ Возобновление роста цен на э/энергию
- ♦ Либерализация рынка Дальнего Востока для ГЭС (РусГидро)
- ♦ Консолидация в электросетевом секторе (Россети)
- ♦ Сделки слияний и поглощений (ставка Интер РАО на энергомашиностроение)

РИСКИ

- ♦ Масштабные инвестпрограммы
- ♦ Снижение потребления э/энергии при замедлении ВВП
- ♦ Ограничения на импорт энергетического оборудования
- ♦ Уменьшение прозрачности и объема раскрываемой информации
- ♦ Неблагоприятное изменение регулирования

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА: ИНТЕР РАО — НА ДОЛГИЙ СРОК, РУСГИДРО — НА ИМПУЛЬСЕ

ИНТЕР РАО — ФАВОРИТ НА ГОРИЗОНТЕ ДО 2028 Г.

Катализаторы и сильные стороны:

- Ввод крупных мощностей в 2027–2028 гг. и снижение капзатрат позитивно скажутся на СДП.
- Привлекательная оценка и денежная подушка размером с капитализацию.
- Регулярны дивиденды: 25% от чистой прибыли.

Риски и слабые стороны:

- Пик капзатрат (+47% г/г в 1П26) делает СДП отрицательным.
- Снижение ставок уменьшает процентные доходы.
- Давление на дивиденды как минимум до 2028 г.

РУСГИДРО — ЛУЧШЕ ДРУГИХ ГЕНЕРАТОРОВ СЕЙЧАС

Катализаторы и сильные стороны:

- Либерализация рынка Дальнего Востока: доля свободной продажи выработки ГЭС вырастет с 22% до 40% в 2027 г.
- Низкая оценка: Р/Е 2027П — 1,4.
- Снижение капзатрат к 2030 г. с хорошим ростом СДП.

Риски и слабые стороны:

- Пик капзатрат делает СДП отрицательным, выход из активной фазы инвестиций — к 2030 г.
- Мораторий на дивиденды до 2030 г.

ГРУППА РОССЕТИ — ТАРИФЫ ЗАЩИЩАЮТ ВЫРУЧКУ

Катализаторы и сильные стороны:

- Индексация тарифов в октябре 2026 г. и июле 2027 г. расширят маржу компании Россети Московский регион в 2027–2028 гг.
- Регуляторы по-прежнему поддерживают Россети.
- Россети Центр — сильные результаты, но источник риска в дивидендных решениях.

Риски и слабые стороны:

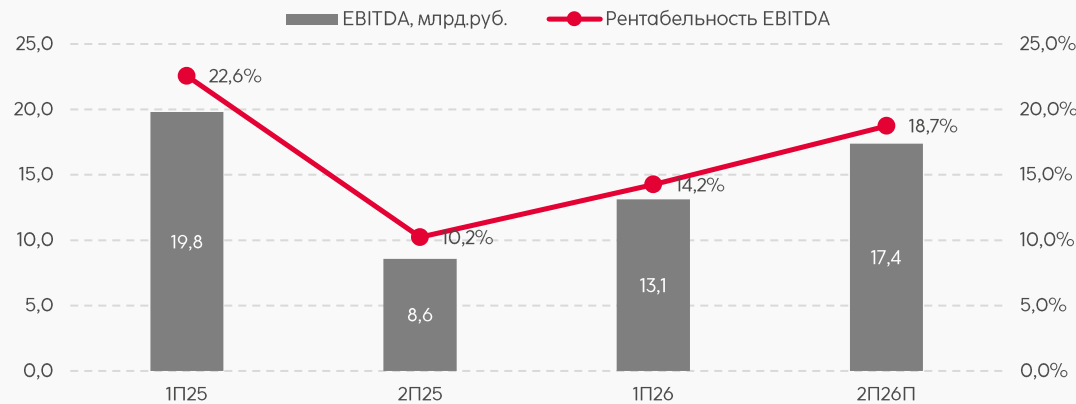
- Масштабная инвестпрограмма.
- Отклонения от ИПР создают неопределенность по размеру дивидендов.

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Потенциал роста	Дивидендная доходность на 12 мес.	Р/Е		EV/EBITDA		ЧД/EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
Интер РАО	Покупать	4,65	93%	11%	2,3	2,5	0,2	0,2	Отр.
РусГидро	Покупать	0,70	82%	0%	2,3	1,4	4,3	3,2	3,6
Россети Центр	Покупать	1,15	68%	15%	1,6	1,2	1,4	1,1	0,8
Россети Московский регион	Покупать	2,07	29%	15%	1,4	1,1	1,4	1,2	0,8
Мосэнерго	Держать	1,54	13%	6%	8,7	6,1	1,5	1,4	Отр.
Юнипро	Покупать	2,00	99%	0%	1,5	1,3	Отр.	Отр.	Отр.
ЭН+ ГРУП	Покупать	611	99%	0%	1,6	2,0	2,9	3,4	2,4

Источник: Банк Синара

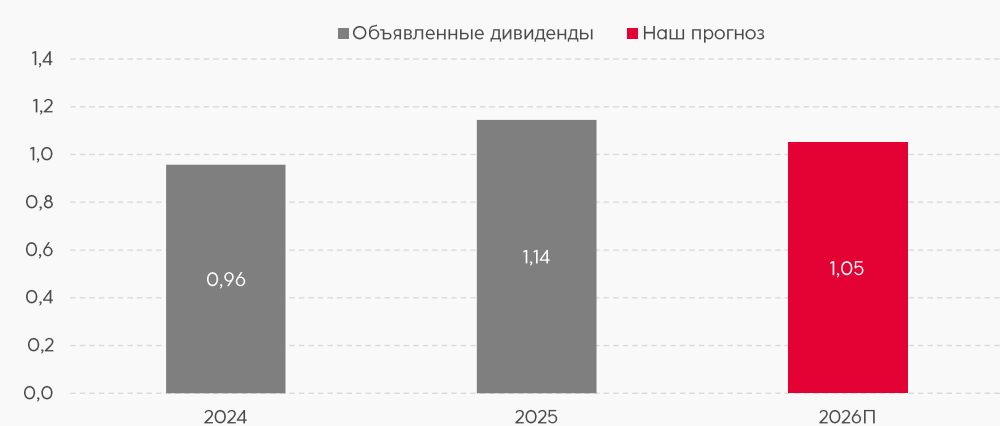
ТРАНСПОРТ

ДВМП: ОЖИДАЕМ ВОССТАНОВЛЕНИЯ EBITDA В 2П26



Источники: данные компании, Банк Синара

НМТП: ОЖИДАЕМ СОХРАНЕНИЯ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ



Источники: данные компании, Банк Синара

ДВМП — рейтинг «Покупать»

В 1П26 выручка увеличилась на 5% г/г до 92,1 млрд руб., но показатель EBITDA снизился на 34% до 13,1 млрд руб. Рост оборота пока не обеспечивает роста прибыли.

Ожидаемый разворот ставок на контейнерные перевозки поспособствует восстановлению EBITDA и рентабельности в 2П26 и может стать фактором переоценки акций.

Одобрение СП Росатома и DP World создает долгосрочный потенциал развития маршрутов и инфраструктуры группы.

НМТП — рейтинг «Покупать»

В 1П26 выручка выросла на 2,6% г/г до 39,7 млрд руб., чистая прибыль — на 8,3% до 23,3 млрд руб.

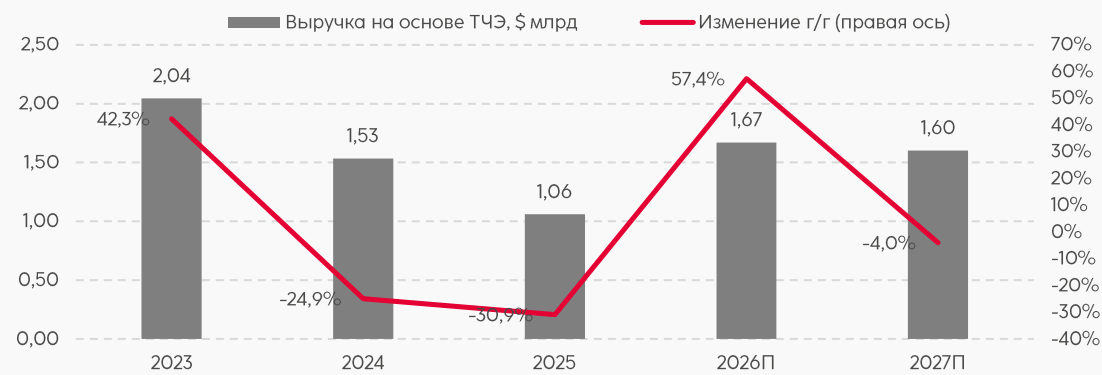
Капзатраты в 1П26 увеличились вдвое относительно 1П25. Операционный денежный поток составил 16,6 млрд руб., а денежные средства превысили долг на 9,4 млрд руб.

Потенциал выплаты дивидендов ограничивается ростом капзатрат, но денежный поток и запас ликвидности — это уже благоприятные в плане дивидендов факторы. По итогам 2026 г. ожидаем 1,05 руб. на акцию.

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Потенциал роста	Дивидендная доходность на 12 месяцев	P/E		EV/EBITDA		ЧД/EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
ДВМП	Покупать	80	34%	—	12.7	7.1	6.3	4.6	0.5
НМТП	Покупать	8,6	27%	15%	3.2	2.8	3.1	2.8	0.2

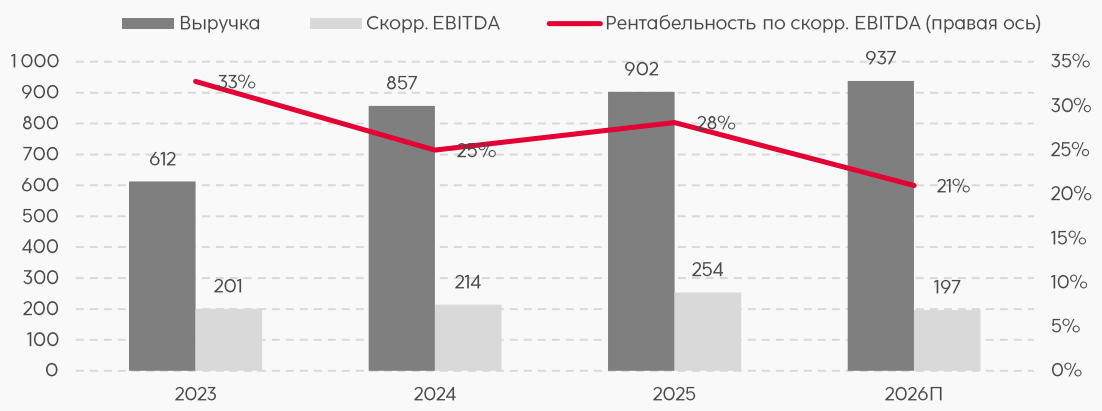
ТРАНСПОРТ

СОВКОМФЛОТ: ВОССТАНОВЛЕНИЕ ВЫРУЧКИ НА ОСНОВЕ ТЧЭ В 2026 Г. И НОРМАЛИЗАЦИЯ В 2027 Г.



Источники: данные компании, Банк Синара

АЭРОФЛОТ: РОСТ ЗАТРАТ СДЕРЖИВАЕТ РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ



Источники: данные компании, Банк Синара

Совкомфлот — рейтинг «Покупать»

В 2К26 выручка на основе ТЧЭ выросла на 66% г/г до \$463 млн. Показатель EBITDA удвоился и составил \$320 млн, на 18% превысив наш прогноз.

Росту прибыли способствуют высокие ставки фрахта и расширение индустриального флота. Долгосрочные контракты обеспечат около \$1 млрд выручки в год в 2026–2028 гг.

Сильные результаты позволили нам повысить прогноз по EBITDA на 2026 г. на 30% до \$1,11 млрд. Учитывая рост прибыли, за 2026 г. ожидаем дивиденды в размере около 8,6 руб. на акцию.

Аэрофлот — рейтинг «Покупать»

Рост международных перевозок позитивно влияет на выручку, однако крепкий рубль ограничивает доходные ставки на зарубежных направлениях.

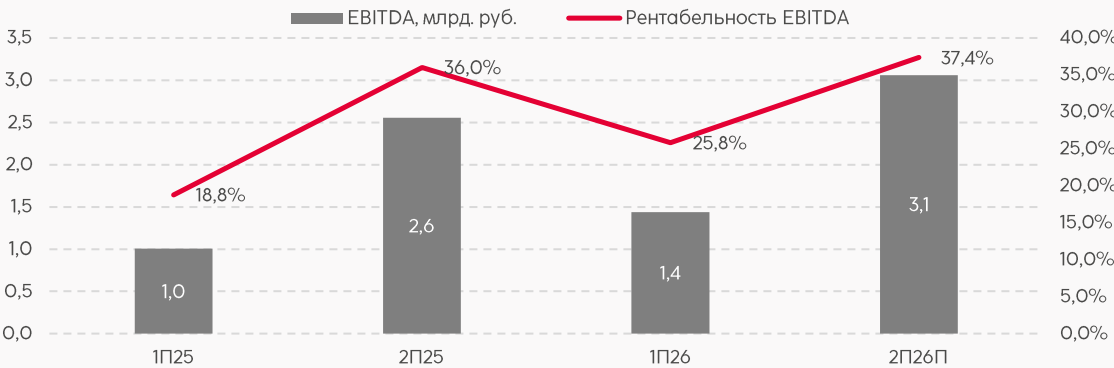
Дефицит флота сдерживает перевозки, а увеличение затрат на ремонт и персонал давит на рентабельность. Высокие ставки делают финансирование более дорогим.

В 2026 г. ожидаем скорр. EBITDA в 197 млрд руб. и рентабельность 21%. Расширение провозных емкостей проявится в росте не ранее 2028 г.

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Потенциал роста	Дивидендная доходность на 12 месяцев	P/E		EV/EBITDA		ЧД/EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
Совкомфлот	Покупать	126	53%	10%	4.8	6.2	3.7	3.8	0,5
Аэрофлот	Покупать	41	25%	16%	3.5	2.5	3.3	3.2	2,9

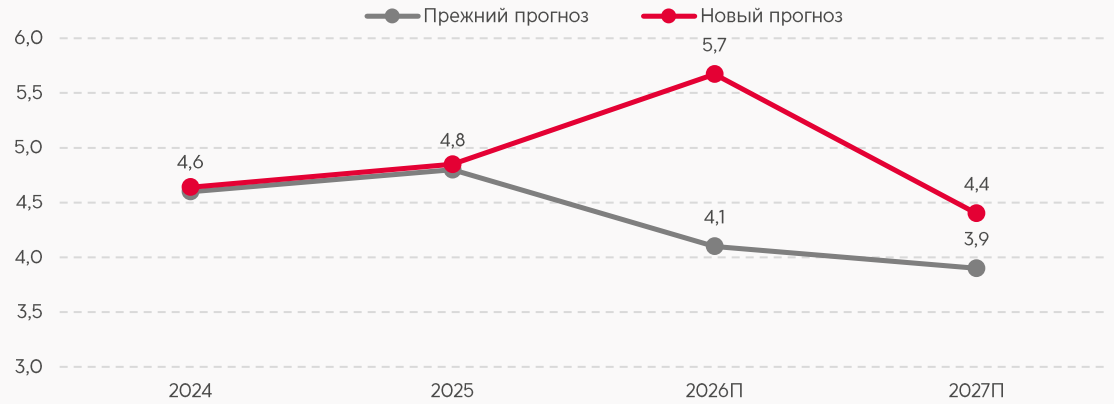
ТРАНСПОРТ

ВУШ ХОЛДИНГ: УЛУЧШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПОМОЖЕТ В ЧАСТИ EBITDA



Источники: данные компании, Банк Синара

КАРШЕРИНГ РУССИЯ: ВОССТАНОВЛЕНИЕ EBITDA ПОЗВОЛИТ СНИЗИТЬ ДОЛГОВУЮ НАГРУЗКУ В 2027 Г.



Источники: данные компании, Банк Синара

ВУШ Холдинг — рейтинг «Покупать»

В 1П26 показатель EBITDA вырос на 43% г/г до 1,4 млрд руб., рентабельность повысилась с 19% до 26%. Эффект операционной оптимизации составил около 400 млн руб.

Ожидаем роста вклада Латинской Америки в высокий сезон (с октября по декабрь) по мере увеличения загрузки расширенного парка.

На 2026 г. компания подтверждает ориентиры: EBITDA — 4,5 млрд руб., свободный денежный поток — положительный, чистый долг / EBITDA — менее 3,0.

Каршеринг Россия — рейтинг «Покупать»

В 2К26 продажи во временном выражении выросли на 16% г/г, но удельная, в расчете на минуту, выручка снизилась на 23%. Снижение средней выручки пока не компенсируется ростом загрузки.

По итогам 2026 г. ожидаем выручку в 29,6 млрд руб. и скорр. EBITDA в 6,2 млрд руб. В 2027 г. прогнозируем восстановление EBITDA до 7,9 млрд руб.

Существенного роста чистого долга не предполагаем. Рост EBITDA, по нашим оценкам, снизит отношение чистого долга к EBITDA с 5,7 на конец 2026 г. до 4,4 в 2027 г.

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб./акцию	Потенциал роста	Дивидендная доходность на 12 месяцев	P/E		EV/EBITDA		ЧД/EBITDA
					2026	2027	2026	2027	
ВУШ Холдинг	Покупать	103	175%	0%	2.8	2.8	4.6	3.1	2.9
Каршеринг Россия	Покупать	64	43%	0%	н/п	н/п	7,6	5,9	5,7

ДЕВЕЛОПМЕНТ

Под давлением ставок запас прочности уменьшается.

Макроэкономические условия не способствуют росту продаж. За 8М26 реализовано 14,6 млн м2 нового жилья (+2% г/г), в августе — падение на 16% г/г (1,8 млн м2), в июле — на 6% г/г.

Рыночные ставки по ипотеке на новостройки остаются высокими: на фоне уменьшения ключевой ставки с 16% до 14% средневзвешенная ставка снизилась с 21,3% в январе до 18,7% в сентябре. Дальнейшее снижение важно для отрасли ввиду зависимости от кредитных денег и чувствительного спроса.

Программы с господдержкой — драйвер продаж. За 8М26 предоставлено 663 тыс. ипотечных кредитов (+32% г/г) на 3 трлн руб. (+32%), включая 377 млрд руб. (-4% г/г, +4% м/м) в августе, когда 55% объема составили льготные кредиты (против 52% в июле).

Изменение условий программы семейной ипотеки в части дифференциации ставок и максимального размера кредита приведет к сокращению объемов выдачи, особенно в столичных регионах. В сложившихся условиях застройщики будут вынуждены расширять программы рассрочки.

Строительство идет полным ходом: по состоянию на конец августа строилось 128,8 млн м2 (+3% г/г). За 8М26 новых запусков было на 25,5 млн м2 (+6% г/г), тогда как в эксплуатацию введено 21,9 млн м2 (+8% г/г).

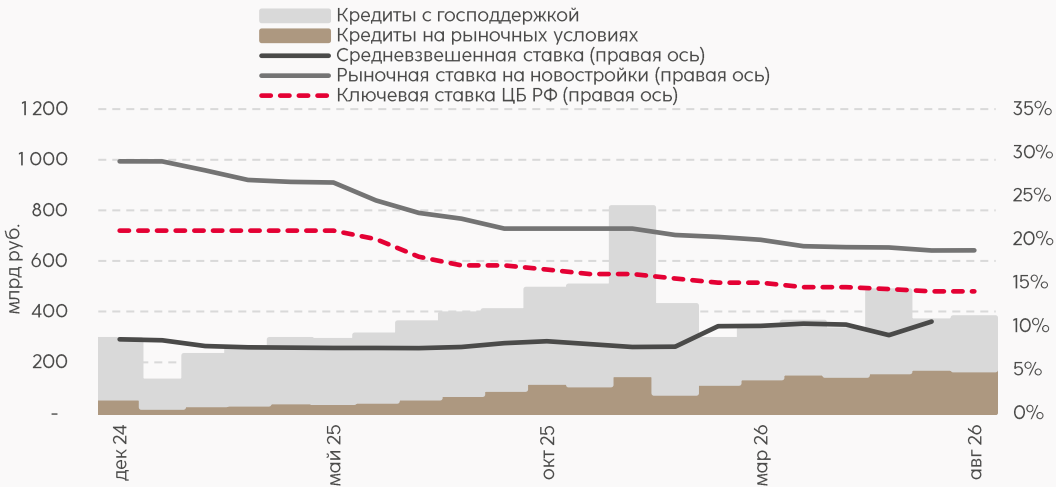
Покрытие проектного финансирования счетами эскроу снизилось с 69% в 4К25 до 65% в 2К26, что повышает стоимость обслуживания долга для застройщиков.

Цены на новостройки с начала года увеличились в среднем на 4,9% при инфляции 4,7%, в августе рост в годовом сопоставлении составил 10,7%.

КАТАЛИЗАТОРЫ: интенсивное смягчение ДКП; новые меры поддержки строительной отрасли.

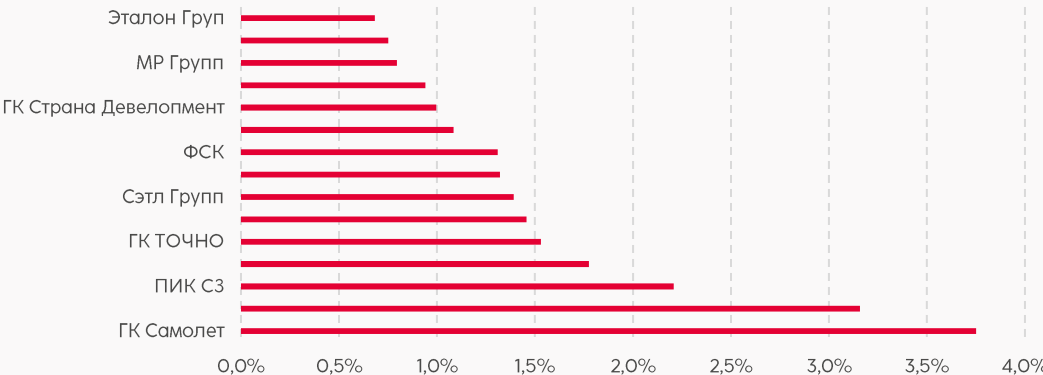
РИСКИ: ужесточение семейной программы, длительное сохранение высокой ключевой ставки, реструктуризация долгов, размытие миноритариев

ДИНАМИКА ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ И СТАВОК



Источник: Банк России, аналитический центр Дом.РФ

КРУПНЕЙШИЕ ЗАСТРОЙЩИКИ ПО СТРОИТЕЛЬСТВУ ЖИЛЬЯ НА КОНЕЦ АВГУСТА



Источник: ЕРЗ

ДЕВЕЛОПМЕНТ: РЕЙТИНГИ И ЦЕЛЕВЫЕ ЦЕНЫ

По акциям **ГК Самолет** целевая цена 510 руб., рейтинг «Покупать».

Компания занимает лидирующие позиции в секторе по текущему жилищному строительству (4,5 млн м2) и располагает крупным земельным банком. Однако неблагоприятные макроэкономические условия и высокая долговая нагрузка оказывают давление на ее акции, делая инвестиции рискованными. Прогнозируя постепенное снижение ключевой ставки, ожидаем сокращения выручки и EBITDA в среднем на 10% в год в 2025–2028 гг. (CAGR) с возвращением к чистой прибыли в 2028 г. Ключевыми рисками остаются отсутствие проактивного мажоритарного акционера, ухудшение макроэкономической конъюнктуры. Кроме того, на настроениях отражается неопределенность с потенциальной реструктуризацией долга и допэмиссией акций на невыгодных условиях.

По акциям **Группы ЛСР** целевая цена 660 руб., рейтинг «Покупать».

Занимает 12-е место по текущему строительству — 1,3 млн м2. Умеренная долговая нагрузка позволяет лучше проходить период высоких ставок. По итогам 1П26 группа продемонстрировала самый высокий среди публичных застройщиков уровень покрытия проектного финансирования средствами на эскроу-счетах — 124%. Запуск новых проектов и очередей зависит от улучшения макроэкономических условий. С учетом планов компании мы прогнозируем рост выручки в среднем на 5% в год в 2025–2028 гг. (CAGR), EBITDA — на 4%. Позитивным фактором для акционеров остается дивидендная политика, которой компания по-прежнему придерживается, несмотря на сложную рыночную ситуацию. Основными рисками для наших прогнозов являются большой эффект от изменения условий семейной ипотеки и неблагоприятная динамика ключевой ставки.

По акциям **Эталон Груп** целевая цена 50 руб., рейтинг «Покупать».

15-е место в рейтинге застройщиков по текущему жилищному строительству — 1 млн м2. Высокая долговая нагрузка — ключевой фактор, сдерживающий котировки, однако наличие заинтересованного акционера в лице АФК Система и план развития премиального сегмента, менее зависимого от рыночных ставок по кредитам, отчасти снижают риски финансовой стабильности. Мы ожидаем умеренную динамику в ближайшие два года с последующим восстановлением на фоне оживления спроса, поэтому прогнозируем среднегодовой рост выручки на уровне 7% (CAGR 2025–2028), EBITDA — на 12%, а возврат к чистой прибыли считаем возможным с 2028 г. Основным драйвером, как и для всего сектора, могло бы стать значимое снижение ключевой ставки.

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Потенциал роста	Дивидендная доходность на 12 мес.	P/E		EV/EBITDA		Корпоративный ЧД / EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
ГК Самолет	Покупать	510	99%	0%	-0,6	-1,3	1,7	1,8	1,2
Группа ЛСР	Покупать	660	31%	15%	-1,6	3,0	4,3	3,7	3,0
Эталон Груп	Покупать	50	156%	0%	-0,8	-1,3	3,9	3,7	3,1

ДЕВЕЛОПМЕНТ: РЕЙТИНГИ И ЦЕЛЕВЫЕ ЦЕНЫ

ГРУППА ЛСР: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 660 РУБ/АКЦИЮ, РЕЙТИНГ — «ПОКУПАТЬ».

У застройщика в работе 1,3 млн м2 в основном в сегментах массового и комфортного жилья. Преимущества — высокая операционная маржа и дивидендные выплаты (последние несколько лет — 78 руб/акцию).

Долговая нагрузка умеренная: по итогам 1П26 общий чистый долг / EBITDA = 2,8. Покрытие проектного финансирования средствами на эскроу-счетах — 124% (наивысший уровень среди публичных застройщиков).

При планируемых небольших запусках строительства ожидаем среднегодовой темп роста (CAGR) выручки и EBITDA до 2028 г. в 5% и 4% при рентабельности по EBITDA около 26%.

В случае снижения ключевой ставки и восстановления спроса финансовые метрики улучшатся. Среди рисков — ухудшение макроэкономических условий и негативный эффект от ужесточения условий семейной ипотечной программы, масштаб которого станет понятен с началом действия новых правил и изменения собственных программ застройщика.

ЭТАЛОН ГРУП: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 50 РУБ/АКЦИЮ, РЕЙТИНГ — «ПОКУПАТЬ».

Мажоритарный акционер — АФК Система. Акцент на строительстве в столичных регионах, в бизнес-сегменте, с планами увеличить долю премиум-жилья (1 млн м2).

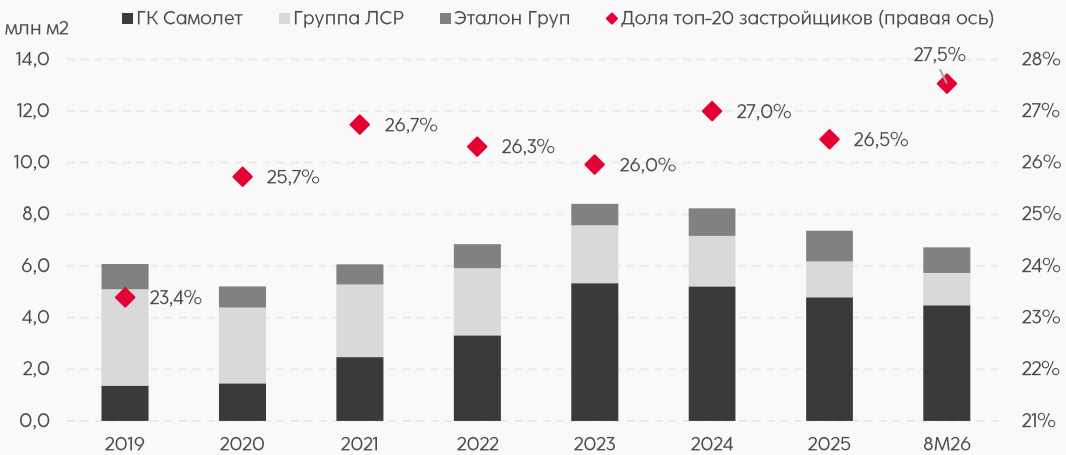
По итогам 1П26 общий долг сократился на 12% по сравнению с концом 2025 г., а отношение общего чистого долга к EBITDA составило 6,0. Ввиду раскрытия части эскроу-счетов уровень покрытия проектного долга средствами на эскроу снизился с 78% на конец 2025 г. до 42%.

Весь портфель активов оценивается в 318 млрд руб. (+4% г/г), продаваемая площадь — 5,5 млн м2, что предполагает запас на 8 лет продаж.

Ожидаем CAGR выручки и EBITDA до 2028 г. на уровне 7% и 12% соответственно; рентабельность по EBITDA постепенно улучшится до 18,6% к 2028 г.

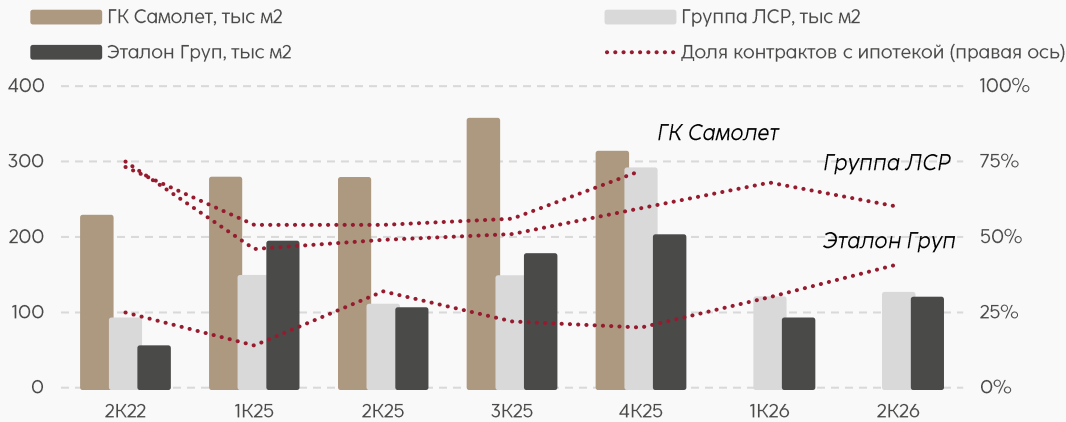
Инвестиционная привлекательность заключается в ожидаемом улучшении финансовых метрик после значимого снижения ключевой ставки — выход на прибыль ждем не ранее 2028 г.

ЖИЛИЩНОЕ СТРОИТЕЛЬСТВО



Источник: ЕРЗ

ПРОДАЖИ ДЕВЕЛОПЕРОВ



Примечание. Данные по ГК Самолет за 1П25 — приблизительные расчеты Банка Синара
Источники: данные компаний, Банк Синара

ЗДРАВООХРАНЕНИЕ: РЫНОК УСЛУГ И ЛЕКАРСТВ

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ И РЫНОЧНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ

Рынок платных медицинских услуг населению, в 2025 г. составивший 1,9 трлн руб. (+20% г/г), в 1П26 вырос на 1% г/г и превысил 1 трлн руб. Всего за 2026 г. рынок ожидает его рост на 6% г/г до 2 трлн руб.

Медицинская инфляция по-прежнему опережает индекс потребительских цен. По итогам 1П26 средний рост цен на платные медицинские услуги составил 12,6% г/г в сравнении с увеличением на 11,8% в 2025 г.

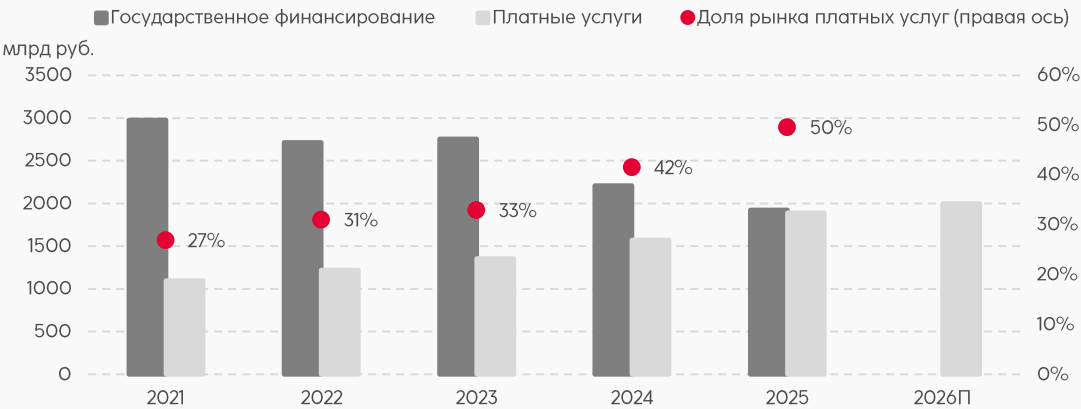
В 1П26 фармацевтический рынок РФ прибавил 14% г/г до 1,2 трлн руб. За счет средней стоимости упаковки коммерческий сегмент демонстрирует более высокие темпы роста (+15%), чем бюджетный (+13%).

Цены продолжили расти — по итогам 1П26 лекарства подорожали на 9,3% г/г.

КАТАЛИЗАТОРЫ: Повышение качества и ассортимента услуг; популяризация профилактической медицины; усиление потребности в лекарствах.

РИСКИ: Сокращение населения; снижение рождаемости; экономическая нестабильность и нехватка квалифицированного персонала; рост конкуренции.

ОБЪЕМ РЫНКА МЕДИЦИНСКИХ УСЛУГ



Источники: Росстат, НРА, Банк Синара

ОБЪЕМ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОГО РЫНКА



Источник: DSM Group

ЗДРАВООХРАНЕНИЕ: РЫНОК УСЛУГ И ЛЕКАРСТВ

МД МЕДИКАЛ ГРУП: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 1800 РУБ/АКЦИЮ, РЕЙТИНГ — «ПОКУПАТЬ».

Лидер среди частных организаций с долей 1% в сегменте родовспоможения. Активно развивает другие сферы медицинских услуг, в том числе путем сделок слияний и поглощений с целью устойчивого роста и диверсификации выручки.

Летом были совершены покупки сети клиник «Здравица» в Новосибирске и Ильинской больницы в Москве. В течение года-двух ожидается повышение их рентабельности посредством оптимизации расходов.

Ожидаем среднегодовой рост выручки на 18% (CAGR 2025–2028), EBITDA — на 16% при рентабельности по EBITDA в 28–29% на данном горизонте.

При небольшой долговой нагрузке компания планирует продолжать выплачивать дивиденды. Наш прогноз на 2026 г. — 91 руб. на акцию, если МДМГ не предпримет новых сделок.

ОЗОН ФАРМАЦЕВТИКА: ЦЕЛЕВАЯ ЦЕНА 50 РУБ/АКЦИЮ, РЕЙТИНГ — «ДЕРЖАТЬ».

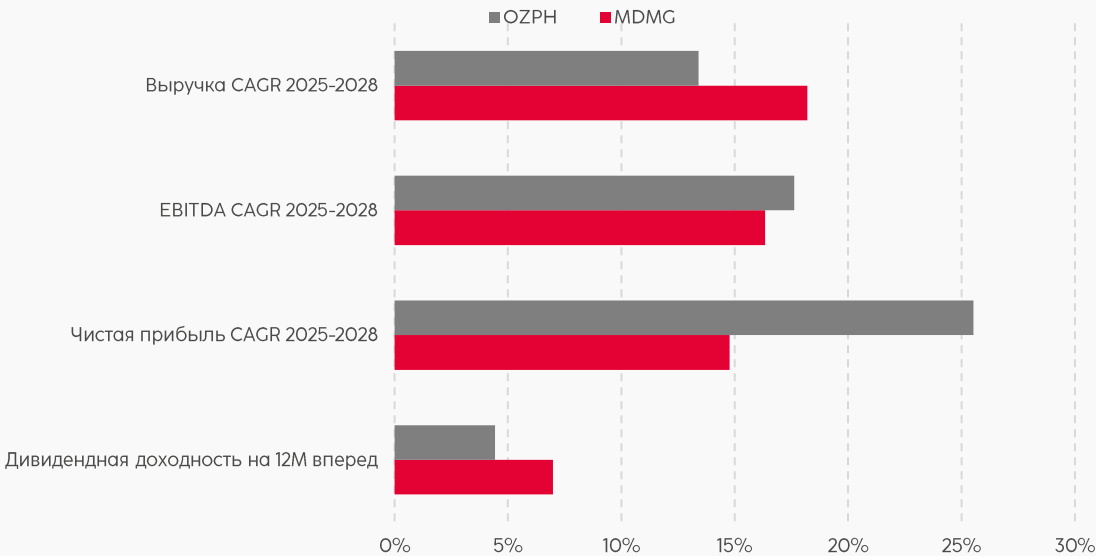
Основой роста является развитие продаж дженериков и новых лекарственных препаратов (биотехов) после завершения их разработки и ввода производственных мощностей.

По нашим оценкам, среднегодовой рост выручки до 2028 г. составит 13% (CAGR), а рентабельность по скорр. EBITDA к 2028 г. достигнет 43%.

Новая дивидендная политика более детализирована в части требований к уровню долга, а выплаты рассчитываются из средней чистой прибыли. Мы ожидаем полные дивиденды за 2026 г. в размере 1,74 руб. на акцию.

Ключевые риски для оценки связаны со способностью эмитента масштабировать бизнес, а также с успешным запуском новых препаратов.

ОЖИДАЕМАЯ ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ



Источники: данные компании, Банк Синара

Бумага	Рейтинг	Целевая цена на конец 2027 г., руб/акцию	Потенциал роста	Дивидендная доходность на 12 месяцев	P/E		EV/EBITDA		ЧД/EBITDA
					2026	2027	2026	2027	2026
МД Медикал Групп	Покупать	1,800	38%	7%	8,5	7,3	6,7	5,7	0,3
Озон Фармацевтика	Держать	50.0	13%	4%	6,4	5,6	4,0	3,6	0,5

РЫНОК IPO

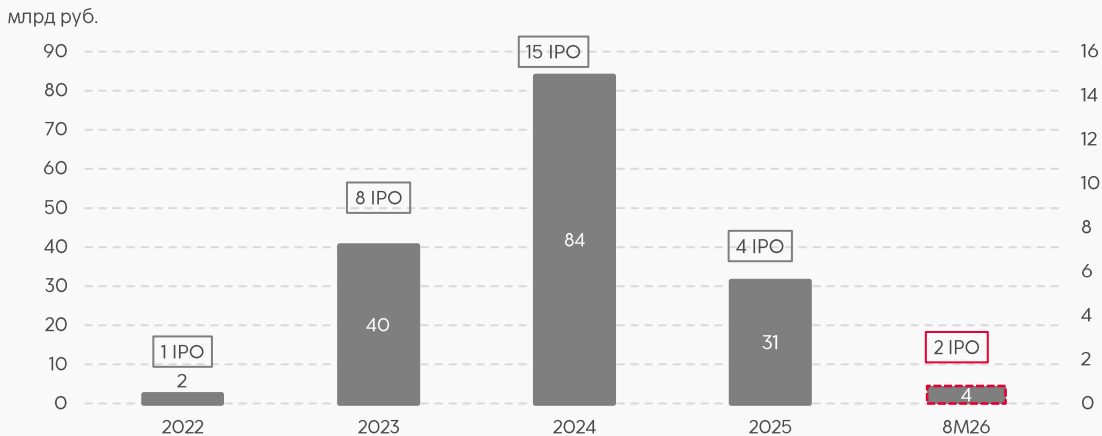
Летом состоялось только одно первичное размещение — Инкаб Холдинг за 20,3% капитала выручил 2 млрд руб. в формате cash-in.

Выше цены первичного размещения торгуются акции всего 25% компаний, дебютировавших на бирже с 2024 г., а средний дисконт увеличился до 30% против 22% в мае.

Из анализируемых нами новичков биржи хороший потенциал, если исходить из фундаментальных факторов, видим в акциях ДОМ.РФ (драйвером станут дивиденды), Озон Фармацевтики (расширение производства), Хэндерсон Фэшн Групп и ВИ.ру (развитие бизнеса), ВУШ Холдинга (контроль затрат).

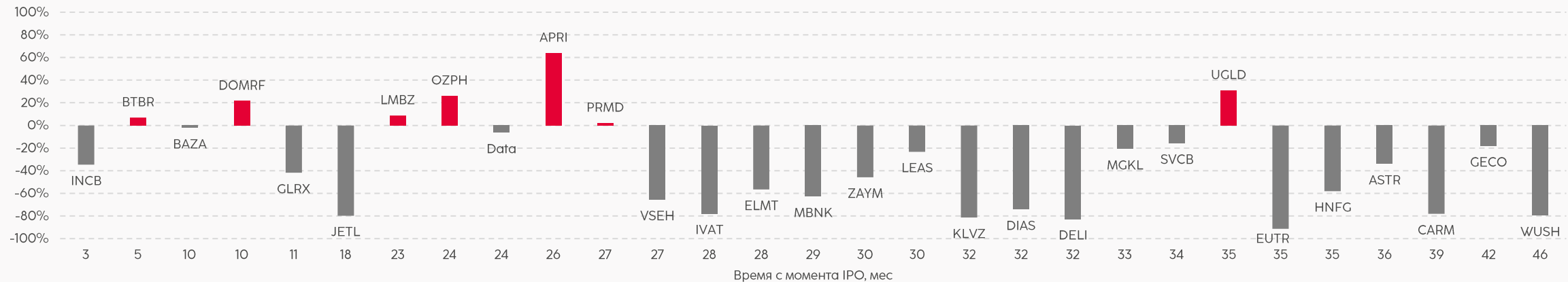
Банк России ужесточает требования к размещениям, вводя минимальный объем, новые нормы по доле акций в свободном обращении и обязательные независимые аналитические оценки и рейтинги, начиная с октября 2027 г.

ДИНАМИКА ПЕРВИЧНЫХ РАЗМЕЩЕНИЙ



Источники: данные компаний, Банк Синара

ДИНАМИКА АКЦИЙ ПОСЛЕ IPO С 2022 Г.



Источники: Московская Биржа, СПб Биржа, Банк Синара



СРОЧНЫЙ РЫНОК: ГОНКОНГ И США



ОТКРОЙТЕ БРОКЕРСКИЙ
СЧЁТ И ПОЛУЧИТЕ 3
МЕСЯЦА АНАЛИТИКИ
БЕСПЛАТНО

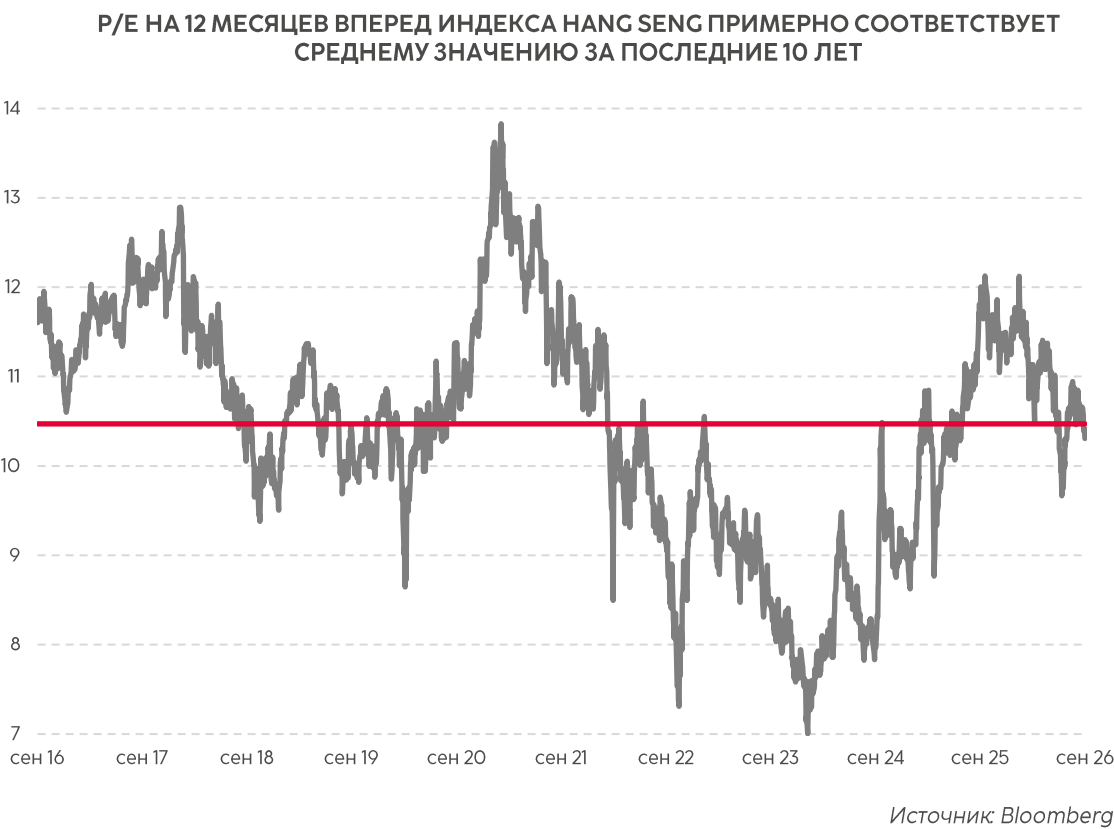
[ПОДРОБНЕЕ](#)



ФАВОРИТ — ФЬЮЧЕРС НА ETF HANG SENG

Фьючерс на акции инвестиционного фонда Tracker Fund of Hong Kong ETF: все еще двузначный потенциал роста

Индекс	Тикер	Цена	Целевая цена на 31.12.2026	Потенциал роста
Hang Seng	HANG-12.26	HKD25 067	HKD29 000	16%



Драйвером роста индекса станет искусственный интеллект

На сегодняшний день уже четыре модели китайских разработчиков (MiMo, Kimi-K3, Qwen 3.8-Max и GLM-5.3) попадают в топ-20 рейтинга Chatbot Arena.

Повышаются прогнозы по совокупной прибыли компаний, входящих в индекс

На 2027 г. мы прогнозируем 12%-ный рост средневзвешенной прибыли эмитентов, чьи акции формируют базу расчета биржевого индикатора, коэффициент Р/Е на 12 месяцев вперед (10,3) представляется нам невысоким.

ФАКТОРЫ РИСКА

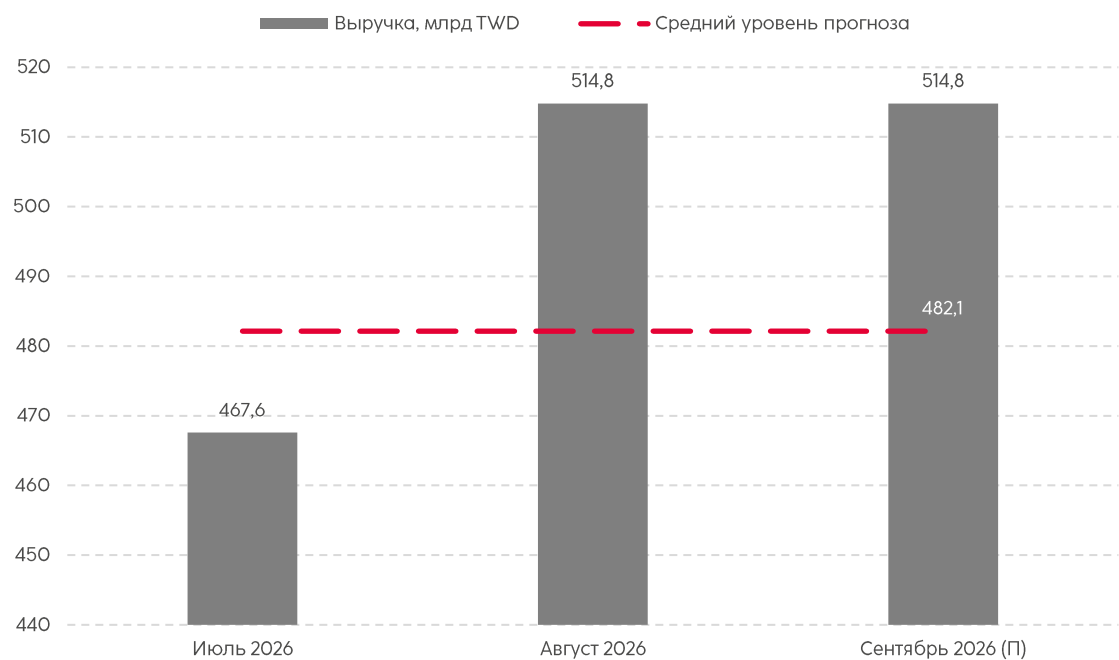
- Замедление роста ВВП Китая
- Эскалация торговой войны между Китаем и США

ФАВОРИТ — ФЬЮЧЕРС НА РАСПИСКИ TSMC

Ожидаем превышения квартального прогноза и повышения годового ориентира

Базовый актив	Тикер	Цена	Потенциал роста	Ближайшее событие
Taiwan Semiconductor (ADR)	TSM-12.26	USD444	10%	8 октября — выручка за сентябрь, 16 октября — результаты за 3K26

TSMC: ВЫРУЧКА В СЕНТЯБРЕ ОЖИДАЕТСЯ НА 7% ВЫШЕ ПРОГНОЗА КОМПАНИИ



Источники: данные компании, Банк Синара

Выручка выше ожиданий

Выручка за август выросла на 53,3% г/г и превысила консенсус-прогноз. За июль–август компания получила TWD982,4 млрд. При сохранении августовского уровня выручка за 3K26 на 2–4% превысит прогноз компании в \$44,6–45,8 млрд (TWD1427–1466 млрд при USD/TWD 32).

Пересмотр годового прогноза

Ожидаем роста выручки за 2026 г. на 43% г/г против ориентира компании «чуть выше 40%». На октябрьской конференции менеджмент, на наш взгляд, повысит прогноз.

Повышение цен на 2027 г.

Ожидаем подтверждения роста цен на 5–10% по передовым техпроцессам, которые дают три четверти выручки от продажи пластин.

ФАКТОРЫ РИСКА

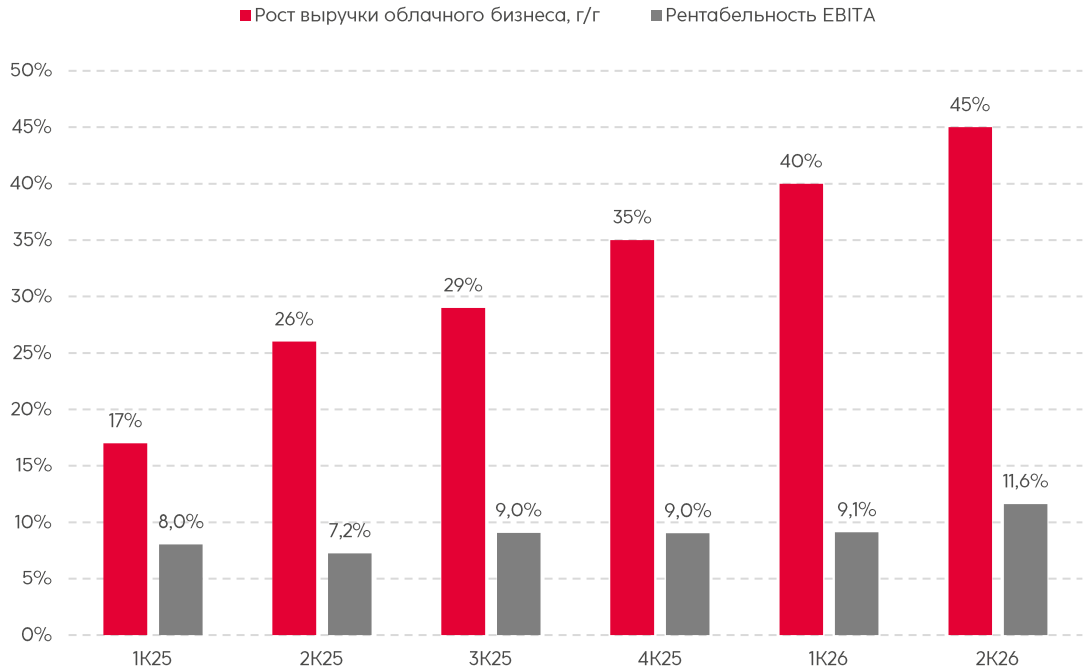
Видим вероятность снижения валовой рентабельности с 68% в 2K26 до 66% из-за запуска двухнанометрового производства и расширения зарубежных заводов. Укрепление тайваньского доллара уменьшает выручку в местной валюте.

ФАВОРИТ — ФЬЮЧЕРС НА РАСПИСКИ ALIBABA

Новые модели Qwen и улучшение прибыльности бизнеса поддержат интерес к акциям

Базовый актив	Тикер	Цена	Потенциал роста	Ближайшее событие
Alibaba (ADR)	ALIBABA-12.26	USD111	17%	25 ноября — квартальная отчетность

УСКОРЕНИЕ РОСТА ОБЛАЧНОГО БИЗНЕСА ПОЗИТИВНО СКАЖЕТСЯ НА РЕНТАБЕЛЬНОСТИ



Источники: данные компании, Банк Синара

Ближайший повод для переоценки

В отчетности ожидаем увидеть ускорение облачной выручки и сокращение убытков экспресс-доставки, что может позволить повысить прогноз прибыли.

Облачный бизнес ускоряется

Рост ускоряется девятый квартал подряд. Продажи сторонним клиентам выросли на 45% г/г, прибыль сегмента увеличилась в 2,3 раза, рентабельность по EBITA составила около 12%.

Сокращение убытков и расходов в сегменте экспресс-доставки

Потери экспресс-доставки снизились с CNY36 млрд до CNY10 млрд. Компания ожидает снижения годового убытка вдвое в 2027 ф. г. Расходы на ИИ прошли пик CNY13,9 млрд. Электронная коммерция дает CNY180–190 млрд EBITA в год, позволяя финансировать инвестиции без займов и выпуска акций.

ФАКТОРЫ РИСКА

Новые языковые модели могут существенно увеличить операционные расходы и капитальные затраты. Слабое потребление в Китае замедляет восстановление выручки электронной торговли.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ АУТСАЙДЕР — ФЬЮЧЕРС НА АКЦИИ ХИАОМИ

Ожидаем давления на фьючерсы из-за демпинговой ценовой политики и ухудшения финансовых показателей

Базовый актив	Тикер	Цена	Потенциал снижения	Ближайшее событие
Xiaomi	XIA-12.26	HKD26	10%	1 октября — поставки автомобилей за сентябрь

МУЛЬТИПЛИКАТОР P/E ХИАОМИ НА СЛЕДУЮЩИЕ 12 МЕСЯЦЕВ



Источники: Bloomberg, Банк Синара

Низкие цены давят на рентабельность

В 2026 г. компания трижды объявляла цены ниже ожиданий рынка, каждый раз акции падали. На презентации 18 Pro ожидаем аналогичной реакции. В марте акции потеряли в цене 9%, в июле также снизились после анонса новых продуктов.

Слабый старт SkyNomad

Цена внедорожника составила CNY210–300 тыс. против предпродажных CNY260–300 тыс. За первые четыре минуты поступило свыше 10 тыс. заказов против 122 тыс. за две минуты на YU7 годом ранее.

Ухудшение результатов

В 2K26 выручка снизилась на 6,1% г/г, скорректированная прибыль — на 42,6%, поставки смартфонов — на 26% до 31,2 млн штук. План в 550 тыс. автомобилей за год при текущих 30 тыс. в месяц считаем невыполнимым.

ФАКТОРЫ РИСКА

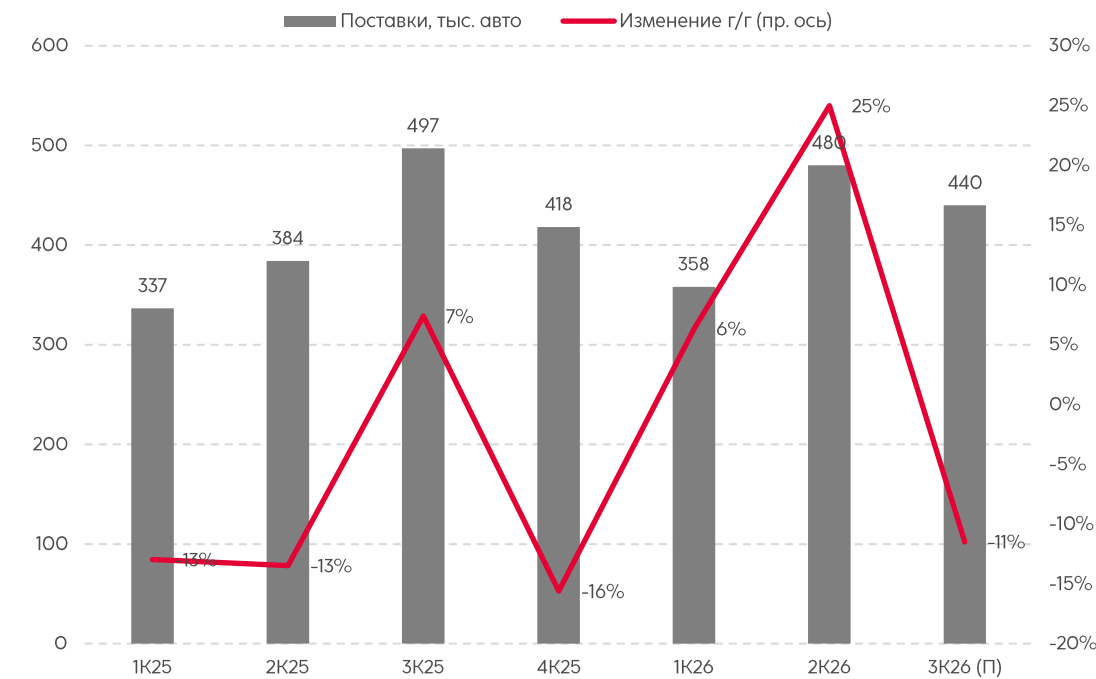
Мультипликатор P/E на следующие 12 месяцев близок к нижней границе исторического диапазона, и негативные новости могут по большей части уже быть учтены в цене.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЙ АУТСАЙДЕР — ФЬЮЧЕРСЫ НА АКЦИИ TESLA

Ожидаем снижения поставок и давления на рентабельность из-за скидок

Базовый актив	Тикер	Цена	Потенциал снижения	Ближайшее событие
Tesla	TSLAF	USD371	10%	2 октября — поставки автомобилей за 3K26

ОЖИДАЕМ СНИЖЕНИЯ ПОСТАВОК TESLA В 3K26 НА 11% Г/Г



Источники: данные компании, Банк Синара

Поставки ниже прошлогодних

Ожидаем около 440 тыс. автомобилей в 3K26, на 11% меньше, чем 497 тыс. в 3K25. Публикация данных в начале октября станет ближайшим событием для оценки спроса.

Скидки поддерживают объемы

Высокие поставки в Китае в сентябре поддерживаются субсидией на страховку в CNY8000, действующей с 28 августа, и предпродажами обновленной Model 3 по сниженной цене с 1 сентября. Ожидаем, что скидки приведут к уменьшению рентабельности.

Инвестиции требуют долга

При отрицательном свободном денежном потоке компания привлекает финансирование. Первая очередь Terafab потребует \$16,8 млрд. Tesla сообщила о работе над кредитной линией на \$30 млрд.

ФАКТОРЫ РИСКА

Продажи в Китае улучшаются второй месяц подряд. По состоянию на июнь поставки в Европе выросли на 72% г/г. Более сильный спрос может поддержать акции.

ДИСКЛЕЙМЕР

© 2026, АО Банк Синара.

Настоящий материал подготовлен АО Банк Синара исключительно в информационных целях и только для его получателя.

Настоящий материал является собственностью АО Банк Синара (Банк) и не может быть использован в каких-либо целях (в т. ч. посредством цитирования или ссылки в средствах массовой информации) без письменного согласия Банка. Использование информации из настоящего материала полностью или частично, в т. ч. копирование, заимствование, компиляция, цитирование в коммерческих целях, возможно только на договорной основе с Банком. Любые ссылки на настоящий материал или его часть, а также упоминание факта проведения Банком того или иного аналитического исследования, равно как и воспроизведение, передача и распространение настоящего материала среди третьих лиц, запрещены без письменного согласия Банка.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операций интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. Банк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения (невозможности совершения) операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Представленная в настоящем материале информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещания будущей доходности вложений. Содержащиеся в настоящем материале мнения и оценки подготовлены на основе публичных источников, которые рассматриваются Банком как надежные, однако за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации Банк ответственности не несет. Стоимость инвестиций может как уменьшаться, так и увеличиваться, и получатель материала в конечном счете может не получить первоначально инвестированную сумму. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Суждения о финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер, не могут рассматриваться или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу либо вложение в финансовые инструменты, и выражены с учетом ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления.

Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. Информация об иностранных финансовых инструментах, содержащаяся в настоящем материале, не может использоваться получателями, не соответствующими критериям для признания квалифицированным инвестором в соответствии с законодательством РФ.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Получатель настоящего материала должен учитывать возможные риски, сопряженные с осуществлением операций на финансовых рынках.

Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и (или) услуг.

Настоящий материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. При наличии согласия Банка на распространение и копирование материалов необходимо указание ссылки на источник. Изменение материала и (или) его части не допускается без получения предварительного письменного согласия Банка. Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса. Распространение без согласия Банка в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

До выхода настоящего материала его содержание не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

Список компаний, в отношении которых у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц может возникнуть конфликт интересов при подготовке аналитических материалов ввиду наличия у Банка и (или) аффилированных с Банком лиц договорных отношений с такими компаниями, и (или) владения Банком и (или) аффилированными с Банком лицами ценными бумагами таких компаний, и (или) владения такими компаниями акциями (долями), составляющими уставный капитал Банка и (или) аффилированных с Банком лиц, и (или) в связи с участием должностных лиц Банка и (или) аффилированных с Банком лиц в органах управления указанных компаний, и (или) в связи с оказанием Банком услуг по организации размещения выпуска ценных бумаг указанным компаниям (список актуален на дату составления материала): АО «Группа Синара», ПАО «ГК «Самолет», АО «Бизнес-Недвижимость», ОАО «АБЗ-1», ПАО «Селигдар», ООО ВИС-ФИНАНС, ООО «Новые Технологии», Международный банк экономического сотрудничества, Евразийский банк развития, ПАО «ТМК», ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», АО «Синара - Транспортные Машины», ООО «ЛЕГЕНДА», ООО «ТромомедДМ», ООО «РЕСО-Лизинг», ООО «Славянск ЭКО», ООО «ТАЛАН-ФИНАНС», АО «Экспобанк», ПАО «Сережа Групп», ВЭБ.РФ, ООО «ИА ТБ-1», ПАО «ЮжуралзолотоГруппа Компаний», ООО «Балтийский лизинг», ООО «Борец Капитал», АО «Уральская Сталь», ООО «О'КЕЙ», ПАО «ТГК-14», АО «Группа компаний «ЕКС», ПАО «МегаФон», ООО «Сэтл Групп», АК «АЛРОСА» (ПАО), EVRAZ PLC, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», Global Ports Investments PLC, Globaltrans Investment PLC, ПАО «Интер РАО», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Магнит», ПАО «ММК», ПАО «Мечел», ПАО «ГМК «Норильский никель», ПАО «МТС», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «НЛМК», Petropavlovsk PLC, Polymetal International PLC, ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ПАО «Северсталь», ПАО АФК «Система», ПАО «Татнефть», МКПАО «Т-Технологии», МКПАО «ОК РУСАЛ», PLLC Yandex N.V., АО «ЧТПЗ», АО «ГК «Пионер», ПАО «Группа Позитив», PPF Group, ОАО «РЖД», ООО ВИС-ФИНАНС, АО «ДЖИ-ГРУПП», ПАО «ЭН+ ГРУП», ПАО «Вуш Холдинг», ПАО «Группа Ренессанс Страхование», ПАО «Россети», ПАО «Полюс», X5 Retail Group N.V., ООО «ИКС 5 ФИНАНС», ПАО «Транснефть», ООО «СФО Азбука дохода», ООО «Моторика», ПАО «Ростелеком», АО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ», ПАО «Софтлайн», ООО «АЙДИ КОЛЛЕКТ», МК ООО «ТМК Стил Холдинг», ООО «Маэстро», ПАО «СмартТехГрупп», ПАО «МГКЛ», ПАО «Каршеринг Россия», ПАО «Диасофт», ООО «Боржоми Финанс», ПАО «ЛК «Европлан», ООО «КОНТРОЛ лизинг», ПАО «МТС-Банк», ПАО «ПИК СЗ», ООО УК «А класс капитал», АО «АВТОБАН-финанс», ПАО «ЭсЭфАй», ПАО «ПРОМОМЕД», АО «Самолет Плюс», АО «СР Спейс», АО «Коммерческая недвижимость ФПК «Гарант-Инвест», ПАО «Озон Фармацевтика», АО «Эталон-Финанс», ПАО «Совкомбанк», АО «Первый контейнерный терминал», АО «Цифровые привычки», УК «Альфа-Капитал», ПАО «ГЛОРАКС», ПАО ДОМ.РФ, ПАО «ГК «БАЗИС», ПАО «B2B-РТС», ПАО «ФАБРИКА ПО», ПАО «СИБУР Холдинг», ООО «ДелоПортс».

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале использованы следующие методы и предпосылки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительный анализ и (или) дисконтированная дивидендная либо купонная модель.

В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок они назначаются в соответствии со следующим правилом: если ожидаемая доходность до конца текущего года, определяемая как сумма потенциала роста стоимости акции до целевой цены и прогнозной дивидендной доходности до конца текущего года, более чем на 5% превышает скорректированную на оставшееся до конца года количество дней стоимость собственного капитала компании, устанавливается рейтинг «Покупать», если не превышает, оставаясь положительной величиной — «Держать», если является отрицательной — «Продавать».

Помимо рейтинговых оценок, в настоящей публикации указывается или может быть указана степень инвестиционного риска, с которым, по оценке Банка, связано владение акциями соответствующего эмитента, с учетом отраслевой принадлежности эмитента, долгой нагрузки эмитента, ликвидности его акций, высокой степени зависимости оценки от будущих темпов роста компании, публикации эмитентом отчетности, факторов неопределенности в связи с имеющей место или предполагаемой реорганизацией либо национализацией, прогнозируемой выплаты дивидендов и иных корпоративных рисков. Степень инвестиционного риска имеет следующие обозначения: ●●●●●● (очень высокая), ●●●●●● (высокая), ●●●●●● (средняя), ●●●●●● (низкая), ●●●●●● (очень низкая).

Инвестиционный Банк Синара (Банк Синара) — зарегистрированный товарный знак, под которым АО Банк Синара оказывает инвестиционные услуги на фондовом и денежном рынках.

АО Банк Синара

Универсальная лицензия Банка России № 705 от 01.04.2024 на осуществление банковских операций со средствами в рублях и иностранной валюте (с правом привлечения во вклады денежных средств физических лиц) и на осуществление банковских операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 065-08840-100000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности № 065-08844-010000 от 12.01.2006. Выдана ФСФР России без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 065-14099-000100 от 19 августа 2021 г. Выдана Банком России без ограничения срока действия.

Регистрация в Реестре Банка России 23.11.2021 в качестве инвестиционного советника за номером 123.



СПАСИБО!



ОТКРОЙТЕ БРОКЕРСКИЙ
СЧЁТ И ПОЛУЧИТЕ 3
МЕСЯЦА АНАЛИТИКИ
БЕСПЛАТНО
[ПОДРОБНЕЕ](#)

Сентябрь 2026 г.

